



Universidad de
SanAndrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Maestría en Economía

*“Aspectos monetarios de las crisis económicas argentinas de
fines del siglo XIX”*

Cecilia SIMKIEVICH

DNI 30.219.835

Mentor: Tommy E. MURPHY

Buenos Aires

30 de diciembre, 2019

Tesis de Maestría en Economía de
Cecilia SIMKIEVICH

“Aspectos monetarios de las crisis económicas argentinas de fines del siglo XIX”

Resumen

Desde la perspectiva del *trilema* macroeconómico, las causas que condujeron a las crisis argentinas de fines del siglo XIX fueron las mismas.

Las crisis cambiarias de fines del siglo XIX tuvieron lugar porque en los tres períodos previos a las mismas regía en la Argentina un tipo de régimen cambiario-monetario que no era sostenible en el tiempo a la luz del *trilema* macroeconómico. Este tipo de régimen puede denominarse *régimen de tipo de cambio fijo con esterilización asimétrica*.

Un régimen de este tipo se caracteriza por perseguir dos objetivos simultáneos: mantener un tipo de cambio fijo y, al mismo tiempo, neutralizar el posible efecto adverso que una variación de las reservas internacionales puede tener sobre la base monetaria.

Si cada vez que un saldo negativo del balance de pagos tenía lugar, el gobierno optaba por esterilizar el efecto negativo de las salidas de oro sobre la base monetaria, entonces el circulante nunca se reducía ante la caída en las reservas metálicas y por tanto el mecanismo de ajuste del patrón oro no operaba. La perpetuación del desequilibrio del balance de pagos y el consiguiente drenaje de reservas no eran más que la consecuencia lógica del intento de sostener dos objetivos de política contrapuestos (tipo de cambio fijo y política monetaria activa) en un mundo con libre movilidad de capitales.

Palabras clave: *trilema* macroeconómico, esterilización asimétrica, crisis de balance de pagos, patrón oro

“Monetary aspects of Argentina’s economic crises in the late nineteenth century”

Abstract

In the light of the macroeconomic *trilemma*, the causes behind Argentina’s crises during the late nineteenth century were the same.

These currency crises mainly occurred due to the unsustainability of the type of monetary regime that was in place during the corresponding previous years. This regime can be referred to as a fixed exchange rate regime with asymmetric sterilization.

Such a regime is characterized by having a monetary authority pursuing two simultaneous goals: keeping a fixed exchange rate, and at the same time neutralizing the adverse effects on the monetary base caused by changes in the international reserves.

Every time a negative result in the balance of payments occurred, the government used to sterilize the negative impact of the outflow of gold on the monetary base. This meant that the amount of local currency never went down and hence the adjusting mechanisms of the gold standard never took place. The perpetuation of the imbalances in the balance of payment and the consequent drain on the international reserves are the logical result of the government’s attempt to achieve two opposite goals at the same time (fixed exchange rate regime and active monetary policy).

Keywords: *trilemma*, sterilization, balance of payment crisis, gold standard

Códigos JEL: E5, E6, F4, N1

TABLA DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN.....	4
I. CONTEXTO ECONÓMICO	4
II. EL DEBATE.....	13
III. EL <i>TRILEMA</i> DE POLÍTICA MACROECONÓMICA	22
IV. LAS CRISIS ARGENTINAS DE FINES DEL SIGLO XIX A LA LUZ DEL <i>TRILEMA</i>	24
V. BIBLIOGRAFÍA	29



Universidad de
San Andrés

INTRODUCCIÓN

Existe una extensa y rica literatura acerca de las crisis económicas ocurridas en la Argentina a fines del siglo XIX. Múltiples hipótesis se han planteado. Algunas de ellas se complementan, otras se oponen.

Frente a la profundidad de los análisis que se han hecho de las mismas, lo cierto es que no es tarea fácil hacer un aporte novedoso al debate. Lo que se realizará en las siguientes páginas es un relato de dicho debate, para concluir con algunas consideraciones propias.

El trabajo se dividirá en cuatro secciones. En la primera se realizará una descripción del contexto económico, y más específicamente monetario, de la Argentina de fines del siglo XIX. En el segundo apartado, con los principales hechos históricos ya descritos, se tratará de relatar el debate que existe en la literatura acerca de las causas que llevaron a las crisis cambiarias en la Argentina de aquella época. En el tercer apartado, se presentarán las principales conclusiones del conocido modelo económico de Mundell Fleming y se describirá el concepto de *trilema* macroeconómico que se deriva del mismo. En el cuarto y último apartado, se mostrará que a la luz del *trilema* las tres crisis cambiarias de fines del siglo XIX (1876, 1885 y 1890) se desencadenaron por las mismas causas.

I. CONTEXTO ECONÓMICO

La historia argentina, desde la independencia hasta la década de 1860, fue marcada por una sucesión de guerras entre un conjunto de provincias apenas consolidado. El estado de permanente disputa entre Buenos Aires y el Interior por los límites políticos y económicos de la nueva organización política puso barreras al desarrollo económico, no sólo por los costos fiscales de la acción militar sino también por la incertidumbre económica que semejante situación de fragmentación política generaba.

Con estructuras políticas débiles y una escasa población¹, la recaudación de impuestos de las provincias era mínima (salvo por los impuestos al comercio internacional, fuente que precisamente decaía en períodos de guerra o crisis). Tampoco se tenía acceso significativo a los mercados de bonos y se carecía de la capacidad de emitir deuda en el mercado doméstico. Con los elevados gastos militares que implicaban las guerras, la necesidad de cubrir el déficit fiscal llevaba a los gobiernos provinciales a recurrir a la única fuente de recursos disponible: el señoreaje (o impuesto inflacionario).

La creación de dinero como fuente de ingresos fiscales fue entonces una constante en la Argentina desde la década de 1820 hasta la de 1860. Y la inflación producto de la emisión exagerada fue otro rasgo distintivo de la época. Una solución coordinada a los problemas de financiamiento y a los rebotes inflacionarios fue obstruida por divisiones entre provincias. Cada una tenía su propio sistema bancario y monetario. Además,

¹ La población de acuerdo al censo de 1869 era de sólo 1.830.000 habitantes.

circulaban en el país diversas monedas metálicas extranjeras (herencia del sistema de comercio de la época colonial)².

Sin embargo, una vez que las guerras terminaron y se alcanzó la unión política en las décadas de 1860 y 1870, las autoridades pudieron virar su atención hacia objetivos relacionados con el crecimiento y la estabilidad económica.

El establecimiento de un régimen monetario estable fue un objetivo primordial en la agenda de todas las administraciones nacionales, desde Mitre en adelante. Y el modelo preferido a seguir, el del patrón oro.

Primera reforma monetaria: la Oficina de Cambios. 1867-1876

La primera gran reforma monetaria fue llevado a cabo por la primera administración nacional a cargo del presidente Mitre (1862-1868).

En primer lugar, el gobierno decretó en 1862 que sólo los billetes emitidos por el Banco de la Provincia de Buenos Aires iban a ser aceptados como moneda de curso legal³ por la agencia impositiva. Esta reforma tenía como objetivos alentar el uso de papel moneda como medio de intercambio (en Buenos Aires esta tendencia estaba afianzada desde hace décadas pero en el Interior sólo circulaban monedas extranjeras) e incrementar la confianza en el peso papel⁴. En segundo lugar, en 1864 el gobierno acordó con el Banco de la Provincia una ley de conversión. La misma entró en vigencia en 1867, dando inicio al primer *régimen de convertibilidad* en Argentina.

En ese mismo año se fundó la Oficina de Cambios, anexa al Banco de la Provincia pero independiente del resto de sus operaciones. Concebida como el equivalente funcional de la Office of Exchange del Bank of England, la función automática de la Oficina se centraba en cambiar peso papel por oro, y oro por peso papel. Por otro lado, el Banco de la Provincia fue autorizado a emitir notas metálicas hasta un tope de 100 millones de pesos. Es decir, había notas emitidas por la Oficina de Cambios y las llamadas “notas metálicas” emitidas por el Banco de la Provincia.

La simple creación de la Oficina de Cambios no atrajo el metálico necesario para la implementación del régimen. Tampoco vino el oro en pago de los saldos favorables del balance comercial (las estadísticas muestran que los saldos desfavorables crecieron precisamente en la misma época del comienzo de la conversión). El establecimiento de la Oficina fue posible gracias a los préstamos extranjeros que recibió la Argentina en dichos años.

Los préstamos extranjeros tomados por el país entre 1867 y 1873 no sólo permitieron llevar adelante el plan de convertibilidad, sino que también hicieron posible el abultamiento extraordinario de las importaciones. Entre 1867 y 1873 las importaciones

² Las monedas de plata, los cuatro bolivianos, las chirolas, los soles y los condones de oro (en menor cantidad) se usaban en las provincias del Norte, Centro y Cuyo. En Buenos Aires, predominaban las monedas de oro y onzas de oro para las operaciones internacionales, pero como moneda fraccionaria se utilizaba el papel moneda.

³ *Curso legal* significa que el gobierno está legalmente obligado a aceptar la moneda local por su valor escrito (en este caso, por su valor en oro).

⁴ La tasa de cambio en esos momentos era de 24 pesos papel por peso fuerte y el decreto pretendía llevar esa tasa a 20 pesos papel por peso fuerte.

crecieron un 89% mientras que las exportaciones crecieron un 43% (Cuadro 1). De no haber sido por los préstamos⁵, el país no habría podido pagar las grandes sumas que representaban las importaciones.

Cuadro 1
Balance comercial argentino. 1867-1876

Año	Exportaciones (FOB) <i>millones de pesos oro</i>	Importaciones (CIF) <i>millones de pesos oro</i>	Balance comercial <i>millones de pesos oro</i>
1867	32,03	37,43	-5,40
1868	28,66	40,92	-12,26
1869	31,31	39,75	-8,44
1870	29,16	47,39	-18,24
1871	26,05	44,02	-17,98
1872	45,60	59,42	-13,81
1873	45,73	70,85	-25,12
1874	42,97	55,79	-12,82
1875	50,18	55,60	-5,42
1876	46,40	34,80	11,60

Fuente: DNEC (1945).

Nota: valores acumulados anuales.

El Banco Nacional

Otro hecho importante que tuvo lugar en dichos años fue la creación del Banco Nacional. En 1872 un grupo de capitales privados fundó el Banco Nacional con la ayuda y el apoyo del gobierno nacional. El banco, además de las operaciones ordinarias de descuentos y depósitos, debía actuar como agente financiero (y prestamista) del gobierno, por lo cual era compensado con el permiso de emitir billetes hasta el doble del capital desembolsado, siendo aquéllos de curso legal y convertibles.

El Banco comenzó sus operaciones a principios de 1873 cuando ya eran evidentes las primeras señales de una inminente crisis. A mediados de ese mismo año el Banco de la Provincia respondió restringiendo el crédito, pero el Banco Nacional no siguió sus pasos; al contrario, aprovechando el retroceso de su competencia, lanzó nuevas emisiones y créditos liberales.

La crisis de 1876

El régimen de convertibilidad funcionó bien mientras duró el período de expansión económica y el saldo favorable en el balance de pagos⁶. Una vez que este último se resintió en 1873, el sistema entró en crisis.

⁵ La corriente de los empréstitos externos comenzó con vigor en 1868, llegó a su máximo entre 1871 y 1873 y se extinguió en 1874 hasta la década siguiente.

⁶ El concepto de *balance de pagos* que se utilizará a lo largo de todo este trabajo es el que se deriva de la definición que da en la actualidad el Fondo Monetario Internacional. Se aclara esto porque se sospecha que ciertos trabajos consultados para este estudio, al ser de varios años atrás, no utilizan el término *balance de pagos* como se utiliza hoy. Más específicamente, no queda del todo claro si Williams y Ford consideran como parte del *balance de pagos* a la llamada *fuga de capitales*, un concepto que en la actualidad se halla en la Cuenta de Capitales del *balance de pagos* bajo el ítem "Formación de activos externos del sector privado no financiero".

El drenaje de reservas metálicas producto de la crisis forzó a la Oficina de Cambios a terminar sus operaciones. Así, en 1876 se declaró la inconvertibilidad del papel moneda y el tipo de cambio saltó de 25 en 1875 a 29,4 en 1876.

Los años posteriores a la crisis de 1876

Avellaneda (1874-1880) asumió la Presidencia en una situación caótica: la situación presupuestaria era precaria, la moneda estaba a punto de devaluarse y los flujos de préstamos extranjeros eran negativos. Fue esta administración la que tuvo que padecer el ajuste posterior a la crisis. La actividad económica se resintió y el dinamismo comercial se detuvo. Después de una larga serie de saldos desfavorables, el balance comercial, debido a la fuerte caída en las importaciones, fue positivo desde 1876 hasta 1881 (salvo por el año 1878, en que las exportaciones sufrieron una caída) (Cuadro 2). El ajuste real fue acompañado por políticas monetarias y fiscales restrictivas: el gasto público se redujo un 40% en términos reales, lo que llevó a obtener superávits operativos, y la base monetaria se mantuvo constante. Como resultado de este viraje hacia la moderación, el tipo de cambio nominal en 1881 volvió al nivel que tenía antes de la crisis, 25 pesos papel por peso fuerte.

Cuadro 2
Balance comercial argentino. 1876-1881

Año	Exportaciones (FOB) <i>millones de pesos oro</i>	Importaciones (CIF) <i>millones de pesos oro</i>	Balance comercial <i>millones de pesos oro</i>
1876	46,40	34,80	11,60
1877	43,19	39,02	4,17
1878	36,20	42,22	-6,02
1879	47,62	44,73	2,89
1880	56,32	43,93	12,39
1881	55,90	53,74	2,15

Fuente: DNEC (1945).

Nota: valores acumulados anuales.

La administración de Roca y el expansionismo

En 1880, bajo la presidencia de Julio A. Roca, se estableció un fuerte gobierno central y Buenos Aires, luego de un intenso conflicto armado, fue declarada capital federal. Fue también durante la presidencia de Roca que tuvo lugar la segunda gran reforma monetaria y se puso en práctica un vasto programa de endeudamiento externo (dirigido a la puesta en explotación de los nuevos territorios y a la construcción de ferrocarriles en una escala nunca antes imaginada).

Las finanzas públicas durante la administración de Roca fueron ampliamente deficitarias. En 1880, como consecuencia del conflicto por el *problema capital*, los gastos de guerra habían alcanzado la suma de 3,9 millones \$F. Luego de varios años en que se había logrado reducir la proporción del gasto militar, en 1880 éste llegó a representar casi la mitad de los gastos totales ordinarios del gobierno (el 48,5%).

Pero no fue sólo el gasto militar el problema. Para poner fin al conflicto, hubo que indemnizar a Buenos Aires por propiedades públicas que cedió y asumir parte de sus obligaciones por las obras públicas de la nueva ciudad, como las obras de salubridad y del ensanchamiento del puerto del Riachuelo. También se tuvo que hacer cargo la Nación de la Policía de la Capital (gasto no menos importante).

A su vez, el gobierno nacional abarcó en este período nuevas funciones y actividades: el Correo, los gastos del traslado de inmigrantes y, el más importante, los gastos en la construcción ferroviaria.

El sometimiento de los aborígenes de la Patagonia y la apertura de las vastas extensiones de tierras del sur para la colonización marcaron el inicio de un auge de la tierra que se extendió por la Argentina durante toda la década de 1880. Para poder ocupar dicho territorio, se hacía imperioso desarrollar un vasto sistema de transporte. Y eso fue lo que el gobierno nacional hizo: entre 1880 y 1885, la longitud de los ferrocarriles casi se duplicó llegando a un total de 2.700 millas en explotación en 1885.

A pesar de que con los impuestos de sellos y la contribución directa la base de la recaudación se había ampliado, se continuaba dependiendo de los derechos de importación. Y si bien las importaciones fueron importantes en este período, no fueron suficientes para cubrir los enormes gastos del fisco.

Así es como se explican los enormes déficits primarios de la administración de Roca (Cuadro 3).

Cuadro 3
Ingresos y Gastos del Gobierno Nacional. 1880-1885

Año	Unidades	Ingresos	Gastos	Resultado primario
1880	\$F	19.760.479	26.926.772	-7.166.293
1881	\$F	20.807.739	32.055.740	-11.248.001
1882	\$F	26.867.107	52.821.639	-25.954.532
1883	\$m/n	32.705.623	54.238.485	-21.532.862
1884	\$m/n	36.169.793	59.018.873	-22.849.080
1885	\$m/n	39.463.388	57.203.751	-17.740.363

Fuente: Cortés Conde (1989).

Nota: valores acumulados anuales.

Para financiar dichos déficits, la administración de Roca aprovechó la coyuntura favorable internacional y llevó a cabo un agresivo programa de endeudamiento externo. Los empréstitos públicos tomados entre 1880 y 1885 llevaron a un notable incremento en la deuda externa pública nacional: ésta pasó de 33 millones de pesos oro en 1880 a 71,1 millones de pesos oro en 1885.

Por su parte, las provincias también recurrieron al financiamiento externo para ejecutar obras públicas: a modo de ilustración, la provincia de Buenos Aires inició en estos años la construcción de su nueva capital, La Plata, en la que se invirtió muchísimo dinero⁷.

Segunda reforma monetaria: ley monetaria de 1881. 1883-1885

En 1881 el balance de pagos tuvo un saldo favorable, originado en una caudalosa corriente de préstamos extranjeros, lo que llevó a la moneda doméstica a apreciarse y alcanzar su antigua paridad de 25 a 1. Esta situación llevó a los bancos oficiales a reestablecer la conversión de manera espontánea⁸. Aprovechando el impulso de los bancos oficiales, el gobierno decidió establecer dicha convertibilidad *de facto* en ley. Así es como surgió la segunda reforma monetaria importante: la Ley Monetaria de 1881.

La ley monetaria de 1881 tenía como objetivo poner en vigencia un nuevo tipo de régimen monetario, un patrón bimetálico. Fue decretado que las unidades de pesos oro y plata serían intercambiadas por un valor fijo preestablecido y que sería establecida una paridad fija contra las principales monedas extranjeras. La ley además establecía que se prohibiría el uso de monedas metálicas extranjeras como curso legal y sólo se aceptarían monedas acuñadas por la Casa de la Moneda creada para tal fin.

Se dispuso también que los bancos de emisión autorizados debían, dentro de los dos años de sancionada la ley, renovar toda su emisión de billetes, a moneda nacional (uno de los objetivos principales de la ley era reemplazar el stock de viejos papeles inconvertibles que se hallaban en circulación por nuevos billetes intercambiables a la par con el peso oro). Estaban autorizados a emitir el Banco Nacional, el Banco de la Provincia de Buenos Aires, el de Córdoba, el de Santa Fe y el Banco Otero.

La instauración del nuevo régimen de conversión hacía necesario proveer a los bancos emisores de reservas de oro. Para obtener dicho oro, el gobierno nacional y los gobiernos provinciales recurrieron a cuantiosos préstamos en el exterior (entre 1881 y 1885 la Nación y las provincias emitieron un total de 26.6 millones de pesos oro en títulos).

La crisis de 1885

Debido al contexto internacional favorable y a los grandes flujos de capitales extranjeros que entraban al país, los saldos en el balance de pagos fueron positivos desde el comienzo de la administración de Roca hasta 1884. Pero en dicho año las condiciones favorables se revirtieron.

El balance de pagos, favorable en 7.4 millones de dólares en 1883, se tornó desfavorable en 13.4 millones de dólares en 1884, lo que implicó la necesidad de exportar masivas cantidades de oro.

⁷ El derroche exhibido en la construcción de La Plata es una de las razones por las que la provincia de Buenos Aires nunca pudo librarse de las dificultades financieras que desembocaron en la bancarrota de 1891.

⁸ Hay una clara analogía entre esta situación y la fundación de la Oficina de Cambios en 1867: en ambos casos la conversión se establece en un principio de manera espontánea.

Esta situación llevó a la Argentina, a fines de 1884, a encontrarse nuevamente sumida en otra crisis. Aunque de corta duración y prácticamente sin efectos sobre la actividad productiva, la misma fue suficiente para causar suspensión de la convertibilidad, la devaluación de la moneda (el tipo de cambio pasó de 0,99 en 1884 a 1,42 en 1885), la suspensión de la conversión y el retorno al papel moneda de *curso forzoso*⁹.

El nuevo régimen de convertibilidad, que había comenzado a regir en julio de 1883, duró tan sólo diecisiete meses. En diciembre de 1884 tuvo lugar una suspensión de facto de la convertibilidad, que fue seguida en marzo de 1885 por un decreto oficial que confirmaba la inconvertibilidad y que prometía, por otro lado, restaurar los pagos en metálico en diciembre de 1886.

En resumen, en los seis años del período de Roca existieron dos regímenes cambiarios. Entre 1881 y 1883, uno flotante, y desde 1883 hasta 1885, uno de cambio fijo (convertibilidad).

Los años posteriores a la crisis de 1885

Tal cual ocurrió luego de la crisis de 1876, en 1885 la inconvertibilidad fue seguida por una expansión monetaria y una depreciación brusca de la moneda local. Pero en 1877 la reacción del gobierno nacional fue la de una política monetaria y fiscal contractiva que permitió reestablecer el equilibrio en el mercado de dinero y en el sector externo. En 1885, en cambio, las políticas monetaria y fiscal no reaccionaron con moderación sino que siguieron su curso expansivo. Como resultado, la readopción prometida no fue alcanzada en 1886 y la convertibilidad se suspendió indefinidamente. El período de inconvertibilidad terminó durando hasta 1899.

La euforia de la administración juarista (1886-1900)

Luego de la administración fuertemente centralista del general Roca (en el aspecto monetario, ello se reflejó en el protagonismo que adquirió el Banco Nacional en relación a su contrincante, el Banco de la Provincia), la gestión presidencial de Juárez Celman se caracterizó por ser mucho más descentralizada. Fue comprensible ese cambio: el gran Banco Nacional parecía haber sido uno de los factores que condujeron a la Argentina al *curso forzoso* en 1885. El viraje descentralizador de Juárez se plasmaría, en lo monetario, en la creación de los Bancos Nacionales Garantidos (que se analiza más adelante).

En cuanto a las finanzas públicas, en este período también hubo grandes déficit fiscales primarios (salvo por el superávit del año 1887) (Cuadro 4). Esta situación se vio agravada por la caída en términos reales de la recaudación debido a la depreciación del peso papel.

⁹ El término *curso forzoso* a veces es confundido con el término *curso legal*. El segundo significa que el gobierno está legalmente obligado a aceptar la moneda local por su valor escrito. El primero incluye al concepto de *curso legal* pero a su vez implica que la moneda depreciada debe ser aceptada por los privados (especialmente los depositantes) en el pago de deudas.

Cuadro 4
Ingresos y Gastos del Gobierno Nacional. 1886-1889

Año	Unidades	Ingresos	Gastos	Resultado primario
1886	\$m/n	46.631.506	62.849.121	-16.217.615
1887	\$m/n	68.741.073	65.479.214	3.261.859
1888	\$m/n	67.831.522	74.883.058	-7.051.536
1889	\$m/n	114.822.175	148.530.821	-33.708.646

Fuente: Cortés Conde (1989).

Nota: valores acumulados anuales.

A pesar de la crisis de 1885, Juárez continuó con una política de fuerte endeudamiento externo durante toda su gestión (el ritmo ya acelerado en la construcción de ferrocarriles de la etapa roquista se tornó febril durante la era juarista, a tal punto que cuando los fondos externos no llegaban a tiempo, se continuaba con la ejecución de las obras demorando los pagos o recurriendo a financiamiento temporario). No sorprende entonces que Williams (1920) haya llamado al segundo quinquenio de la década de 1880 el período de “gran endaudamiento”. Entre 1885 y 1890 la deuda externa pública pasó de 71,1 millones de pesos oro a 128,1 millones de pesos oro. Los tres empréstitos públicos más importantes de dicho período fueron las conversiones de 1888 y la de los Hard Dollars, el empréstito de 1886, y los del Ferrocarril del Norte.

Hasta 1887, la situación macroeconómica de la Argentina parecía ser manejable. Todo cambió cuando el gobierno lanzó la Ley de Bancos Nacionales Garantidos. Esta ley habría sido la responsable de un aumento descomunal de la oferta monetaria. Como señala Cortés Conde (1989), durante 1886-1889 la oferta monetaria real creció un 27% anual, mucho más que el crecimiento de la economía, que rondaría un 10% anual.

La ley de los Bancos Nacionales Garantidos. 1887

La ley de Bancos Nacionales Garantidos, redactada por el Poder Ejecutivo en septiembre de 1887, declaraba como uno de sus principales objetivos remediar la anarquía monetaria de las provincias, sobre la que no tuvo acción apreciable la ley de 1881, a pesar de sus propósitos.

La ley estipulaba que cualquier establecimiento bancario que tuviera un capital mínimo de 250.000 pesos en dinero estaría en condiciones de acogerse a la ley y por consiguiente de emitir billetes por un monto equivalente de fondos públicos de la deuda interno *a oro*, que deberían adquirirse con *oro efectivo* al 85% de su valor nominal.

Este nuevo esquema monetario se había ideado siguiendo el modelo de la US National Currency Act. Sin embargo, como señalan Della Paolera y Taylor (2001), la ley sería un fracaso en tanto la misma se desvió de la versión norteamericana en dos aspectos fundamentales y particularmente serios. Primero, los billetes estadounidenses respaldados por bonos eran convertibles en oro, mientras que en la Argentina el patrón metálico se encontraba suspendido desde 1885. Segundo, en los Estados Unidos, los bonos elegibles provenían de mercados secundarios activos, mientras que en la Argentina los bonos eran especialmente creados para el fin de respaldar nuevas emisiones.

Si bien el objetivo declarado en papel era remediar la anarquía monetaria y unificar la emisión, lo cierto es que los móviles reales del gobierno nacional eran otros.

Por un lado, el gobierno nacional, que pertenecía a la llamada Liga de Gobernadores (coalición política triunfante), debía devolver favores políticos a las provincias que lo apoyaban. Una manera de hacerlo era dar curso legal en todo el país a las emisiones de los bancos oficiales de las provincias para que sus respectivos gobiernos pudieran monetizar sus déficits fiscales. La Ley de Bancos Garantidos satisfacía este móvil con éxito.

Por otro lado, y aun más importante, la ley de Bancos Garantidos consistía en una habilidosa operación financiera para que la Nación obtuviera oro a un precio menor al del mercado, ofreciendo a los bancos que compraran los títulos con oro el beneficio monopólico de la emisión de dinero. Tanto los títulos como el metálico iban a ser depositados en el Banco Nacional.

El problema es que los bancos consiguieron oro endeudándose en el exterior con la garantía del mismo gobierno (es probable que si el gobierno nacional hubiera recurrido directamente a los mercados externos por un volumen tan grande, la paridad de sus títulos también hubiera sido menor).

Como señalan Della Paolera y Taylor (2001), “el esquema representaba una operación de arbitraje por la que los inversores externos eran implícitamente socios en el negocio de emitir dinero vía un boom crediticio en los bancos de la Argentina”.

Para diciembre de 1888, 16 bancos, principalmente bancos provinciales y mixtos, habían invocado las reglas de la Ley de Bancos Garantidos para emitir 39 millones de pesos en billetes garantidos hasta el tope prescripto por la ley.

La crisis de Baring de 1890

Desde el punto de vista macroeconómico, el nuevo esquema de bancos garantidos actuó como un “patrón oro de mano única”: la emisión de 39 millones de pesos estaba respaldado por un ingreso de oro de 33 millones de pesos oro. Las reglas del juego se respetaban parcialmente en el sentido de que las nuevas emisiones estaban respaldadas con el 100% de reservas marginales. Pero el esquema tenía sus límites.

En 1889, el saldo del balance de pagos sufrió una drástica caída (mientras en 1888 había sido favorable en 164 millones de dólares, en 1889 el mismo fue positivo sólo en 18,7 millones de dólares). Con esta repentina caída en el saldo del balance de pagos, el gobierno se vio en problemas y no pudo evitar usar los billetes para propósitos fiscales, incluso sin respaldo de oro. Así, se rompieron las reglas del juego de la Ley de Bancos Nacionales Garantidos. El Banco Nacional volvió a su ya conocido rol de emisor de billetes del Estado y los bancos comenzaron a sufrir un drenaje acelerado de reservas metálicas. El agotamiento de las reservas llevó a la devaluación del tipo de cambio en 1889 y esto, sumado a la brusca caída de los depósitos, llevó al cierre de los bancos oficiales en abril de 1891.

II. EL DEBATE

Existe en la literatura sobre la historia económica argentina un extenso debate sobre cuáles fueron las causas que originaron las crisis de fines del siglo XIX en Argentina (las de 1876, 1885 y la de mayor magnitud de 1890).

Se puede argüir que la mayoría de los historiadores consultados coincide en que las tres crisis cambiarias¹⁰ se originaron en crisis del balance de pagos.

Vale la pena aclarar que con crisis del balance de pagos se hace referencia a fuertes y repentinos saldos negativos en el balance de pagos que se traducen en masivas salidas de reservas del país. Las causas que pueden desencadenar una crisis de balance de pagos son múltiples: un déficit de cuenta corriente originado por saldos negativos en el balance comercial o por saldos negativos en la cuenta de servicios financieros, o un déficit de cuenta capital originado por la salida de capitales extranjeros privados del país, por la caída en el flujo de préstamos externos al gobierno o por la fuga de capitales del sector privado local. Cualquiera de estos hechos ó combinación de los mismos puede generar crisis en el balance. Lo que diferencia a los historiadores que estudiaron las crisis argentinas de fines del siglo XIX es justamente a qué hechos éstos atribuyen las crisis en el balance de pagos de la Argentina.

La visión de Williams: el endeudamiento excesivo

Según Williams (1920), las crisis en el balance de pagos y las consiguientes salidas de oro del país se originaron en la reversión en el flujo de préstamos extranjeros. Cuando la corriente de préstamos externos al país se frenaba, el déficit de cuenta corriente originado en el pago de los servicios de la deuda externa y en el déficit comercial¹¹ no lograba ser compensado por un superávit de cuenta capital. Ello resultaba en un saldo negativo en el balance de pagos y en la necesidad de exportar grandes cantidades de oro, lo que culminaba con el agotamiento de las reservas metálicas de los bancos, la suspensión de la convertibilidad y el salto en el tipo de cambio nominal. En otras palabras, lo que llevó al drenaje de reservas y posterior devaluación en las crisis de fines del siglo XIX en Argentina fue, según Williams (1920), una política de excesivo endeudamiento externo por parte del gobierno argentino.

Mientras hubo un caudaloso flujo de préstamos externos que entraban al país, esta política fue sostenible. En el momento en que los flujos de oro disminuyeron, el saldo negativo del balance de pagos se tornó tan grande que llevó al agotamiento de las reservas y a la imposibilidad de mantener los regímenes de convertibilidad.

Para probar su argumento, Williams (1920) se concentra en la crisis de 1885 y dice: “si bien no se puede negar que los gobiernos argentinos han sido profusamente afectos a la máquina de imprimir como una solución a sus dificultades financieras, tampoco es difícil demostrar que la depreciación del papel moneda no siempre se originó en

¹⁰ Con crisis cambiarias se hace referencia a la suspensión de la convertibilidad (cuando un régimen de conversión tenía lugar) y a la devaluación de la moneda doméstica.

¹¹ El déficit comercial era generado por cuantiosas importaciones inducidas por los mismos préstamos extranjeros de años previos.

emisiones excesivas (como la mayoría de los autores argentinos ha sostenido). El lapso de 1881 a 1885 constituye una prueba suficiente”.

Y más adelante, refiriéndose al período 1881-1885, Williams (1920) continúa: “en este período no hubo nuevas emisiones de papel moneda. En 1883 se cambió la gran masa de billetes antiguos casi sin valor por nuevos billetes en metálico convertibles a la par. No existe mención de nuevas emisiones hasta diciembre de 1886”.

De esto, el autor deduce que la causa principal de la caída del régimen de tipo de cambio fijo establecido en 1883 no fue un aumento en la emisión sino la reversión en el signo del balance de préstamos¹², que condujo a un déficit en el balance de pagos, al agotamiento de las reservas y a la necesidad de devaluación.

Prebisch (1921) coincide con Williams (1920). Según aquél, la causa principal de las crisis de fines del siglo XIX y de las consiguientes depreciaciones de la moneda local fue la política de endeudamiento del gobierno. Prebisch (1921) señala: “...el desequilibrio en el balance de pagos se debía en primer lugar a un abultamiento excesivo del déficit del intercambio comercial, determinado de una manera indirecta por el aflujo de metálico extranjero (...) y en segundo lugar, y más importante, a un desequilibrio en el mismo balance de préstamos (en los años anteriores los saldos desfavorables del balance comercial se pagaban con nuevos préstamos extranjeros, que además servían indirectamente para pagar los servicios del capital extranjero contratado anteriormente)”.

Más allá de que los datos muestran que existe cierta correlación entre la evolución del balance de préstamos de Williams (1920) y la evolución del tipo de cambio nominal (Cuadro 5 y Gráfico 1), la tesis de este autor acerca de que la crisis de 1885 se originó enteramente por movimientos en el flujo de préstamos extranjeros no parece ser del todo convincente en tanto se basa en estadísticas monetarias erróneas (Cortés Conde, 1989). De hecho, parecería ser que el mismo autor se percata de que existe un vacío en su explicación de la crisis cuando dice que el déficit de balanza de pagos sucede en 1884, mientras que la caída del tipo de cambio y la suspensión de los pagos en metálico no ocurren hasta 1885.

¹² El balance de Préstamos de Williams es el saldo entre los flujos de préstamos del período corriente y los intereses devengados de los préstamos (recibidos u otorgados) de períodos anteriores. En otras palabras, parecería ser que el balance de Préstamos de Williams es una combinación entre ítems de la Cuenta Corriente e ítems de la Cuenta de Capitales de la actual definición de *balance de pagos*. Los “Nuevos Préstamos” de Williams pertenecerían a la Cuenta de Capitales del Sector Público No Financiero y los “Intereses” pertenecerían a la Cuenta de Servicios Financieros perteneciente a la Cuenta Corriente del *balance de pagos*.

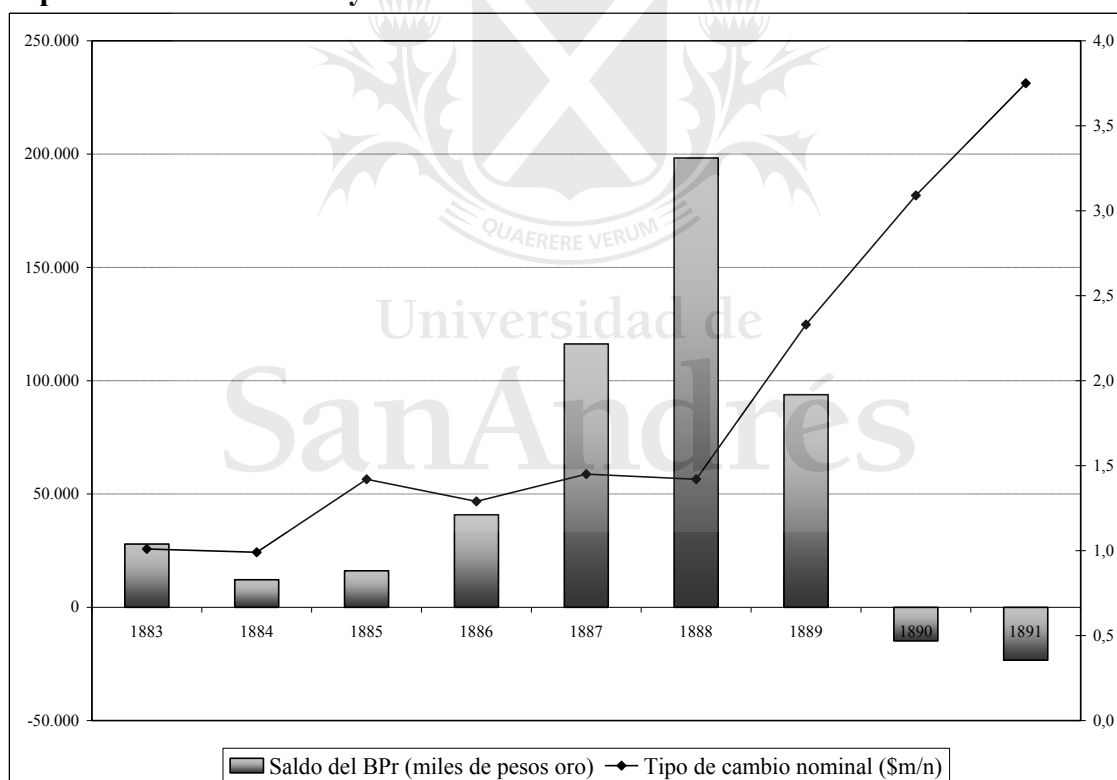
Cuadro 5
Tipo de cambio nominal y Balance de Préstamos de Williams. 1883-1891

Año	Tipo de cambio (\$ m/n)	Balance de Préstamos (A-B) <i>miles de pesos oro</i>	A. Nuevos préstamos <i>miles de pesos oro</i>	B. Intereses <i>miles de pesos oro</i>
1883	1,01	27.903	47.399	19.496
1884	0,99	12.158	39.732	27.574
1885	1,42	16.095	38.732	22.637
1886	1,29	40.816	67.580	26.764
1887	1,45	116.193	153.498	37.305
1888	1,42	198.273	247.796	49.523
1889	2,33	93.810	153.612	59.802
1890	3,09	-14.846	45.395	60.241
1891	3,75	-23.333	8.242	31.575

Fuente: Cortés Conde (1989) y Williams (1920).

Nota: préstamos e intereses, en valores acumulados anuales. Tipo de cambio, a fin de período.

Gráfico 1
Tipo de cambio nominal y Saldo del Balance de Préstamos de Williams. 1883-1891



Fuente: Cortés Conde (1989) y Williams (1920).

Nota: El eje izquierdo corresponde al saldo de préstamos acumulados anuales (gráfico de barras) y el eje derecho corresponde al tipo de cambio a fin del período (gráfico en líneas).

Ford (1962) plantea una visión diferente a la de Williams (1920). Si bien coincide con este último en que una de las causas de la crisis de 1885 fue el déficit de balance de pagos, Ford (1962) sostiene que hubo otros factores fundamentales que desencadenaron la devaluación de la moneda local. Ford (1962) dice: "...la aparición de la prima de oro en 1885 se explica por el balance de pagos adverso y por la fuga especulativa interna

hacia el oro, abandonando el peso papel”. Y más adelante, continúa: “la primera causa del abandono del patrón oro (...) fue la falta de confianza interna...”. Estos pasajes ponen de manifiesto que si bien Ford (1962) acordaba con Williams (1920) sobre la incidencia del desequilibrio del balance de pagos en la depreciación de la moneda, aquél sostenía que la fuga especulativa por la falta de confianza habría jugado un rol importante. La explicación especulativa de las crisis fue plenamente desarrollada por Cortés Conde.

La visión de Cortés Conde: crisis especulativas

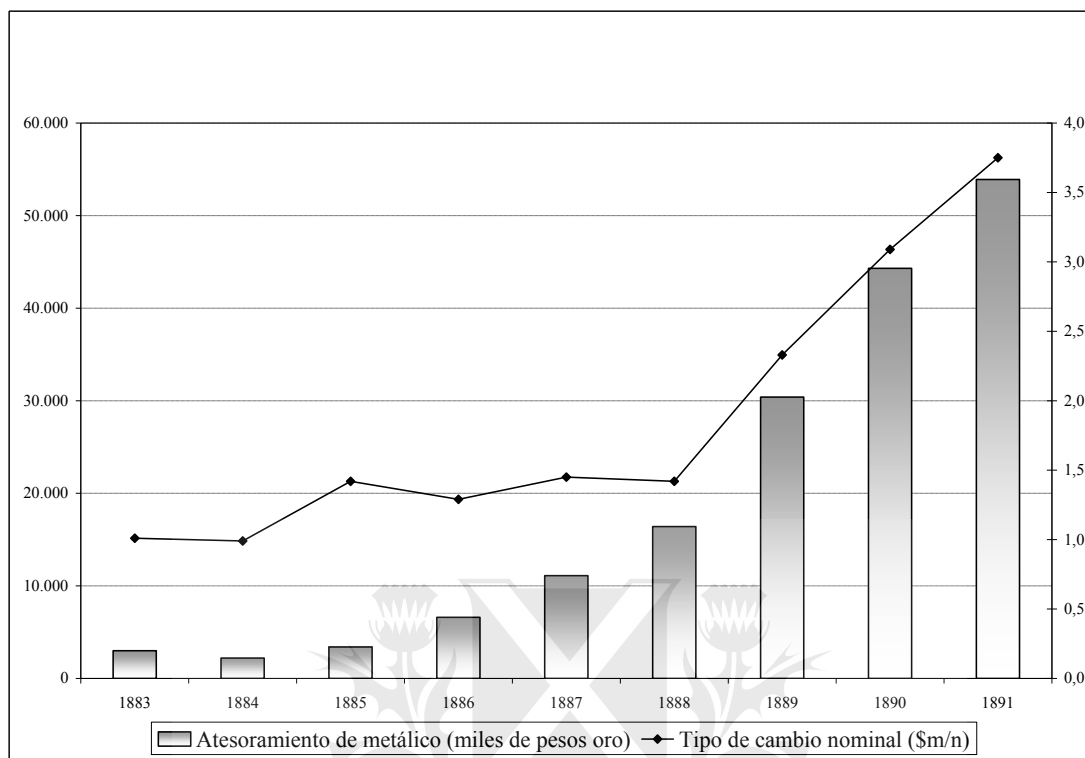
Cortés Conde (1989) coincide con Williams (1920) en que las crisis cambiarias de fines del siglo XIX se originaron en fuertes desequilibrios en el balance de pagos. Lo que distingue a ambos es que mientras Williams (1920) sostiene que fue la reversión en el flujo de préstamos extranjeros lo que llevó al déficit de balance de pagos, Cortés Conde (1989) sostiene que dicho déficit se originó en una fuga de capitales por falta de confianza de los agentes domésticos.

La repentina caída en el flujo de préstamos externos hacia el país habría sido la señal disparadora del ataque especulativo de los agentes locales contra la moneda doméstica. Y fue este ataque lo que habría generado la fuga de capitales, la gran responsable de las crisis devaluatorias según Cortés Conde (1989).

El rol de las expectativas en esta explicación de las crisis es fundamental: el freno en el flujo de préstamos externos era importante sólo en la medida en que éste llevaba a los agentes a sospechar sobre la capacidad del gobierno de sostener el régimen de tipo de cambio fijo. Una vez que la desconfianza y las expectativas de devaluación se generalizaban, el cambio de activos domésticos por oro tomaba un ritmo vertiginoso que culminaba con un ataque especulativo al peso papel y la fuga masiva de capitales. El agotamiento de las reservas de los bancos producto del atesoramiento de oro de los agentes forzaba la suspensión del régimen de tipo de cambio fijo.

En resumen, Cortés Conde (1989) sostiene que el fuerte déficit del balance de pagos (que llevó a la devaluación de la moneda) en las crisis de 1876, 1885 y 1890 no se originó en el repentino freno de los préstamos extranjeros, sino en la masiva fuga de capitales producto de las expectativas de devaluación de los agentes domésticos. En el Gráfico 2 se puede observar una elevada correlación entre la evolución del tipo de cambio nominal y el nivel de atesoramiento de oro de los agentes domésticos (esta última serie es una estimación de Della Paolera y Taylor, 2001).

Gráfico 2
Tipo de cambio nominal y Atesoramiento de metálico por parte del público
1883-1891



Fuente: Cortés Conde (1989) y Della Paolera y Taylor (2001).

Nota: El eje izquierdo corresponde al atesoramiento de metálico acumulado anual (gráfico de barras) y el eje derecho corresponde al tipo de cambio a fin del período (gráfico en líneas).

Los factores que desencadenaron la fuga de capitales

Los desequilibrios del balance de pagos que precedieron a las crisis se originaron, según Cortés Conde (1989), en la masiva fuga de capitales. Ahora bien, ¿qué factores son los que llevaron a la fuga? Según este autor, las causas deben buscar en factores monetarios. Más especialmente, éste plantea que la fuga de capitales fue la inevitable consecuencia de sostener una política monetaria excesivamente expansiva que no permitía que el mecanismo de ajuste del patrón oro operara.

En un sistema de cambio fijo, como el de patrón oro, el exceso de oferta de dinero se traduce en la salida de reservas, lo que produce una reducción en el circulante. En la Argentina de fines del siglo XIX, no había una disposición que obligara a retirar billetes de circulación cuando se los cambiaba por oro por lo que el mecanismo de ajuste del balance de pagos bajo un régimen de tipo de cambio fijo no operaba. Perpetuando el desequilibrio externo, el drenaje de las reservas continuaba hasta agotarse.

La crisis de 1876: Luego de un largo período de flujos de capitales externos hacia la Argentina, las condiciones internacionales se tornaron adversas en 1873. Ello generó un saldo desfavorable en el balance de pagos de la Argentina que se tradujo en la salida de oro del país.

Ante esta situación, el gobierno nacional redujo los gastos fiscales e implementó una política monetaria contractiva buscando equilibrar las cuentas fiscales y el sector

externo. Pero mientras la Nación mantenía políticas restrictivas, el gobierno de Buenos Aires y el Banco de la Provincia (cuyas decisiones afectaban al mercado monetario ampliamente) actuaron de otra manera. Para evitar el alza en la tasa de interés local y el consiguiente impacto negativo en la actividad económica, el Banco redujo el encaje y fue autorizado por el gobierno provincial a emitir notas metálicas para compensar la caída en la emisión de la Oficina de Cambios¹³. La política monetaria expansiva del banco y del gobierno provincial llevó a la perduración del desequilibrio externo.

A partir de estos hechos, el público comenzó a temer por la sostenibilidad del régimen cambiario e inició un ataque especulativo contra el peso. El drenaje de oro se aceleró y la fuga de capitales agotó las reservas de los bancos oficiales. La suspensión de la convertibilidad fue decretada en mayo de 1876, año en que el tipo de cambio saltó de 25 a 29,4 \$F.

Cortés Conde (1989) describió al sistema que rigió durante el período de la Oficina de Cambios como un *patrón oro administrado* (ó *patrón oro asimétrico*): la base monetaria se incrementaba cuando entraba oro al país pero no caía en forma proporcional cuando ocurría una salida del mismo. Entre 1872 y 1875, mientras las tenencias de oro del Banco Provincia cayeron de 5,5 millones \$F a 2,3 millones \$F, las notas metálicas se elevaron de 5,7 millones \$F a 16 millones \$F.

En resumen, lo que llevó a la crisis de 1876 fue una política monetaria expansiva seguida por la provincia de Buenos Aires que impidió el proceso de ajuste del patrón oro y llevó a perpetuar la fuga de capitales hasta el agotamiento de reservas.

La crisis de 1885: Cortés Conde (1995) muestra que la hipótesis de Williams (1920) acerca de que la crisis de 1885 se originó en la reversión del balance de préstamos es incorrecta debido principalmente a dos factores. En primer lugar, existirían problemas en las series estimadas por Williams (1920). Cortés Conde (1989) muestra que los datos sobre la deuda externa y los servicios a pagar por la misma (responsables estos últimos del engrosamiento del déficit de cuenta corriente) son sobreestimados por Williams (1920). Por tanto, concluye que la causa del colapso de la moneda no podría deberse a ello. En segundo lugar, a diferencia de lo que creía Williams (1920), Cortés Conde (1989) demuestra que sí hubo emisión de dinero durante el período 1880-1885: entre fines de 1882 y fines de 1883, los billetes en circulación crecieron de 18,7 millones de pesos oro a 24,5 millones de pesos oro.

Más aún, entre 1884 y 1885 mientras las reservas metálicas del Banco Provincia caían de 9,5 millones a 4,9 millones, los billetes en poder del público aumentaron de 21,4 millones a 25,7 millones. Lo mismo ocurrió en el Banco Nacional. Esto pone en evidencia que, a diferencia de lo que se espera suceda en un régimen de tipo de cambio fijo, los bancos oficiales no retiraron de circulación billetes cuando sufrieron reducciones en sus reservas metálicas.

En otras palabras, el mecanismo de ajuste del patrón oro no operó en la Argentina dichos años porque el gobierno, en vez de ajustar la oferta de dinero frente a la caída de reservas, mantuvo una política monetaria expansiva. Esto perpetuó el desequilibrio en el balance de pagos y generó temor en el público sobre la sostenibilidad del régimen de

¹³ Hay que recordar que las notas metálicas eran uno de los dos billetes emitidos por el Banco de la Provincia; el otro era la moneda corriente emitida por la Oficina de Cambios.

cambio fijo. El temor llevó al ataque especulativo y este último al drenaje de reservas. Cuando éstas se agotaron, en 1885 el gobierno decretó el fin de la convertibilidad y la moneda sufrió una devaluación.

La crisis de 1890: A diferencia de las crisis pasadas, previo a la crisis de Baring, no regía en la Argentina un régimen de conversión ¿Cómo se explica, entonces, la fuga de capitales y el drenaje de reservas en un régimen de moneda inconvertible?

Como señala Cortés Conde (1989), luego de que la convertibilidad fuera suspendida en 1885, la Argentina no ingresó en un régimen de flotación pura del tipo de cambio, sino en un régimen de flotación sucia.

En un régimen de flotación pura, la oferta de dinero es independiente de la existencia de reservas de oro y, por lo tanto, los movimientos en la cantidad de dinero se reflejan en movimientos de la misma magnitud en el tipo de cambio nominal y en el nivel de precios domésticos (*pass through completo*). Esto no es lo que ocurrió en la Argentina luego de 1885. Mientras la oferta monetaria local creció un 33% anual en el período 1885-1889, los precios domésticos sólo lo hicieron un 6,7% anual y el tipo de cambio nominal se depreció sólo un 13,2% por año. La Argentina no se hallaba bajo un régimen de flotación pura entre 1885 y 1890, sino en uno de flotación sucia, como plantea Cortés Conde (1989).

Este tipo de régimen se caracteriza por la intervención del gobierno en el mercado de cambios para determinar el valor de la moneda local. Esto conduce a la siguiente pregunta: ¿qué llevó al gobierno argentino a intervenir en el mercado de cambios?

En 1885, luego de suspender la convertibilidad, el gobierno resolvió aceptar los billetes nacionales por su valor escrito. Esto tuvo consecuencias fuertemente negativas sobre el fisco en tanto los impuestos estaban fijados en una moneda que se depreciaba mientras que las erogaciones no. La manera que encontró el gobierno de resolver los desequilibrios fiscales producto de la depreciación fue interviniendo en el mercado de cambios para evitar la pérdida de valor de la moneda local. Lo que permitió ejecutar dichas intervenciones fue el uso que hizo el gobierno del oro depositado en el Banco Nacional por la venta de Fondos Públicos de los Bancos Garantidos. En otras palabras, a través de la intervención activa en el mercado de cambios, el gobierno vendía metálico y así lograba mantener el tipo de cambio en un nivel artificialmente bajo. Ello explica el descalce entre el crecimiento de la oferta monetaria y el crecimiento (muchísimo menor) del tipo de cambio nominal y del nivel de precios domésticos.

Hasta 1889 el gobierno fue relativamente exitoso en la intervención. El tipo de cambio fue de 1,42 en diciembre de 1885, de 1,29 en 1886, de 1,45 en 1887 y de 1,42 en 1888. Pero en 1889, una brusca caída en el saldo del balance de pagos (del 88,6% anual) llevó a los agentes domésticos a formar expectativas de devaluación y a cambiar activos domésticos por oro. Dado que el gobierno relanzaba el circulante que absorbía cuando vendía metálico en el mercado de cambios, la fuga de capitales continuó hasta agotar las reservas de los bancos oficiales. En consecuencia, en 1889 el tipo de cambio saltó de 1,42 a 2,33.

En palabras de Della Paolera y Taylor (2001), “la inutilidad de la ‘defensa’ (haciendo referencia a la intervención oficial en el mercado de cambios) puede notarse más

claramente una vez que se observa que el gobierno elegía esterilizar los efectos de su propia intervención en el mercado, redescantando los billetes inicialmente absorbidos, perpetuando el exceso de oferta de billetes en plaza. Esto es, la intervención no llevaba a ningún ajuste macroeconómico; sólo a un mero drenaje de oro de las arcas del gobierno. Podría decirse que esto representaba una clásica crisis de tipo de cambio de primera generación que estaba pronta a ocurrir”¹⁴.

Razones que llevaban a la emisión excesiva de dinero

Habiendo descrito la visión de Cortés Conde (1989) acerca de que fue el sostenimiento de una política monetaria expansiva y la no operabilidad del mecanismo de ajuste del patrón oro los factores que produjeron las crisis, la pregunta que surge es por qué el gobierno sostenía una política monetaria expansiva. En otras palabras, ¿por qué el gobierno elegía no permitir el proceso de ajuste del patrón oro?

Una visión compartida por varios autores es que el gobierno no reducía el circulante ante la disminución de las reservas de oro porque quería evitar la contracción del PBI que se derivaba de una política monetaria contractiva.

Por otra parte, Della Paolera y Taylor (2001) sostienen que la oferta monetaria no se reducía frente al drenaje de reservas porque existía una “anarquía monetaria” en la Argentina de aquella época. El gobierno nacional no tenía el control de la emisión, sino los bancos. La postura de los autores queda clara en la siguiente frase: “Sin el control directo del gobierno en la oferta monetaria, el comportamiento de los bancos de emisión determinaría la viabilidad del nuevo régimen. Ergo, las únicas reglas que regularían la relación entre billetes y metálico serían reglas autoimpuestas, establecidas en las cartas orgánicas de cada uno de los bancos. Y no es sorpresa que estas reglas variaban considerablemente dependiendo el caso”.

Llach (2007) señala que Della Paolera y Taylor (2001) están parcialmente equivocados. El autor sostiene que cuando tuvo lugar la crisis de 1876 es cierto que el gobierno nacional no tenía el control de la emisión. Ésta estaba a cargo del Banco de la Provincia de Buenos Aires y su respectivo gobierno provincial¹⁵. Pero luego, en los episodios de 1885 y 1890 el gobierno nacional sí tenía el control de la emisión. Por tanto, según Llach (2007), no pudo haber sido la “anarquía monetaria” planteada por Della Paolera y Taylor (2001) la responsable de tales crisis.

La hipótesis de Llach (2007) es que la emisión excesiva previa a las crisis de 1885 y 1890 se habría originado por el enfrentamiento entre el gobierno nacional y el gobierno de la provincia de Buenos Aires. En otras palabras, las causas detrás de la emisión descomunal previa a las crisis de 1885 y 1890 habrían sido políticas: “What does remain clear is that if monetary policy is at least partly to blame for the inconvertibility, the government’s role in the process was quite the opposite of what Alan Taylor and Gerardo Della Paolera believe it was. If monetary policy led to devaluation it wasn’t in spite of the government but because of it” (Llach, 2007).

¹⁴ Se llama crisis de primera generación a un tipo de crisis especulativa de balance de pagos que fue desarrollado por primera vez por Salant y Henderson (1978) y luego por Krugman (1979).

¹⁵ Si bien ya había sido fundado el Banco Nacional (en 1872), el mismo todavía no tenía incidencia significativa en la emisión de billetes. La oferta monetaria era prácticamente monopolizada por la emisión de notas del Banco de la Provincia.

Antes de la crisis de 1885, el general Roca estaba al poder. Enfrentado con el gobierno de la provincia de Buenos Aires, Roca buscó quitarle el monopolio de la emisión al Banco de la Provincia. Para lograrlo, relanzó el Banco Nacional que había fundado Sarmiento y amplió enormemente su presencia en la geografía argentina. La política monetaria durante dichos años se caracterizó por favorecer los pedidos de las provincias del Interior que no contaban con bancos propios (a diferencia de Buenos Aires y las provincias ricas del litoral, que contaban con sus propios bancos). Mientras las provincias pobres reclamaban más y más dinero para poder hacer frente a sus déficits fiscales¹⁶, el gobierno nacional emitía billetes del Banco Nacional e incrementaba su poder frente al del gobierno de Buenos Aires. En palabras de Llach (2007): “The most important actions in monetary matters between 1882 and the end of Roca administration dealt with the reinforcing of the Banco Nacional so as to make it capable of pushing the money supply towards the provinces, while at the same time placing limits to the role of the Banco de la Provincia de Buenos Aires. The arguments in favor of further emissions by the Banco Nacional all rested on the shared conviction that the Interior needed more money”.

Las estadísticas monetarias de la época confirmarían la hipótesis de Llach (2007): entre 1881 y 1886 la emisión de billetes del Banco de la Provincia de Buenos Aires pasó de 33.6 millones a 27.3 millones mientras que la emisión de notas por parte del Banco Nacional pasó de 1.7 millones a 43.3 millones. Podría decirse que Roca fue exitoso en su objetivo de recortar el poder de Buenos Aires en tanto los datos muestran que la participación del Banco de la Provincia en la oferta nacional de dinero se redujo drásticamente, de un 95% en 1881 a un 38% del total en 1886.

En el caso de la crisis de 1890, la Ley de Bancos Garantidos y la consiguiente descentralización de la emisión monetaria podrían llevar a la conclusión de que existía una “anarquía monetaria”, como plantean Della Paolera y Taylor (2001). Sin embargo, la Ley de Bancos Garantidos estipulaba cuánto podían emitir los Bancos que cumplieran con los requisitos de la ley. Si la oferta monetaria creció excesivamente en dicho período, no habría sido porque no había control sobre la misma sino porque el gobierno nacional así lo planeó. Como plantean Gerchunoff, Rocchi y Rossi (2008): “El canje de la descentralización juarista por los favores políticos provinciales parecía en 1886 una fórmula imbatible y, con la recuperación del financiamiento externo, en verdad lo fue”.

Gerchunoff, Rocchi y Rossi (2008) acuerdan con Llach (2007) en que fueron factores políticos los que llevaron a la excesiva emisión de dinero en la Argentina de fines del siglo XIX. Refiriéndose a la presidencia de Roca y al enfrentamiento entre la Nación y Buenos Aires, los autores dicen: “En su mejor momento, el Banco Nacional fue la institución de las provincias pobres y el agente financiero del poder roquista. Sin embargo, Córdoba, Santa Fe, Entre Ríos y Tucumán (la franja próspera del interior) tuvieron sus propios bancos de emisión, y no porque Roca así lo deseara sino porque no pudo evitarlo. Pero más importante fue la supervivencia de aquello que Roca quiso absorber o aniquilar: el Banco de la Provincia de Buenos Aires, cuyo poderío persistió, aunque algo recortado” (Gerchunoff, Rocchi y Rossi, 2008).

¹⁶ Las provincias del Interior sufrían de desequilibrios fiscales estructurales en tanto los impuestos que recaudaban eran exiguos en relación a sus gastos.

III. EL TRILEMA DE POLÍTICA MACROECONÓMICA

El *trilema* de política macroeconómica es un argumento que surge por deducción lógica del modelo de Mundell Fleming. Este modelo plantea que en un mundo con perfecta movilidad de capitales y régimen de tipo de cambio fijo, la autoridad monetaria no puede perseguir una política monetaria activa dado que el mecanismo de ajuste del BP que opera bajo un régimen de tipo de cambio fijo lleva a contrarrestar todo tipo de movimiento exógeno de la base monetaria.

En otras palabras, dado que la oferta de dinero bajo un régimen de cambio fijo, es endógena, la entidad monetaria no tiene grados de libertad para seguir una política monetaria activa.

La razón que lleva al modelo a concluir que no hay lugar para una política monetaria activa en un país con perfecta movilidad de capitales¹⁷ y régimen de tipo de cambio fijo es la siguiente:

Supongamos que la autoridad monetaria lleva adelante una política monetaria expansiva (aumento de la base monetaria). Esto generaría una baja en la tasa de interés local, situándose la misma por debajo de la tasa de interés internacional. El efecto que esta política tendría sobre el resultado del balance de pagos sería el de un déficit (suponiendo que se partía de una situación de equilibrio tanto en la cuenta corriente como en la cuenta capital). El déficit se da por dos canales: por un déficit en la cuenta corriente y por un déficit en la cuenta de capitales. El déficit en la cuenta corriente se origina por un incremento en el volumen de importaciones inducido por un incremento en la demanda agregada doméstica (esto último tiene lugar por el estímulo que representa la política monetaria expansiva sobre la demanda de los individuos). El déficit en la cuenta de capitales se debe a la salida de divisas motivada por el diferencial negativo entre la tasa de interés local y la internacional. Bajo un régimen de tipo de cambio fijo, el déficit del balance de pagos se ve reflejado en una reducción en el stock de reservas internacionales de la autoridad monetaria. La disminución en las reservas genera una reducción endógena de la misma magnitud en la Base Monetaria (principal pasivo de la entidad). Este razonamiento lógico pone de manifiesto que el aumento autónomo de la Base monetaria implicado en la ejecución de una política monetaria expansiva se ve completamente contrarrestado por la disminución inducida (endógena) de la base monetaria implicada en la reducción del stock de reservas internacionales.

En resumen, la imposibilidad de seguir una política monetaria activa en un mundo con libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo se origina en el particular mecanismo de ajuste del balance de pagos, que se da a través de la cantidad de dinero doméstico. Vale la pena aclarar que dado que el ajuste tiene lugar en las cantidades, el tipo de cambio nominal y el nivel de precios doméstico de la economía se mantienen constantes.

Si, en cambio, la economía se hallara bajo un régimen de tipo de cambio flexible con libre movilidad de capitales, entonces los desequilibrios en el balance de pagos no se

¹⁷ La perfecta movilidad de capitales implica que se cumple la *uncovered interest parity* (UIP). Esta última dice que, en un mundo con total libertad de capitales, el arbitraje llevará a que la tasa de interés local sea igual a la tasa de interés internacional (esta última es considerada como un parámetro fijo en el modelo).

traducen en movimientos en las reservas internacionales sino en movimientos en el nivel de tipo de cambio nominal. Dejando fluctuar libremente a este último, la oferta de dinero se torna independiente de la oferta de divisas, con lo cual se puede seguir una política monetaria activa. En resumen, la posibilidad de realizar política monetaria activa en un mundo con libre movilidad de capitales y tipo de cambio flexible se debe a que en este caso el mecanismo de ajuste del balance de pagos se da a través del tipo de cambio nominal y no a través de la oferta monetaria doméstica. Vale la pena aclarar que los movimientos en el nivel de tipo de cambio nominal son seguidos en este caso por variaciones de la misma magnitud en el nivel de precios doméstico (*pass through completo*¹⁸).

En conclusión, del modelo de Mundell Flemming se deduce que en un mundo con perfecta movilidad de capitales, la autoridad monetaria no puede perseguir objetivos de política cambiaria y monetaria simultáneamente dado que el proceso de ajuste del balance de pagos en un régimen de cambio fijo hace que alguna de estas dos políticas se torne insostenible en el tiempo. Por tanto, alguno de los dos objetivos de política debe resignarse o, si se pretende mantener ambos, entonces debe restringirse la movilidad de capitales. A esto es a lo que suele llamarse *trilema*.

En el caso de la Argentina de fines del siglo XIX, el *trilema* se redujo a un simple *dilema* (régimen cambiario fijo o política monetaria activa) dado que el gobierno nunca puso en cuestionamiento la libre movilidad de capitales.

Siendo una economía naciente, la Argentina de fines del siglo XIX necesitaba de obras de infraestructura claves, como el desarrollo de los ferrocarriles y puertos. Sin ahorro doméstico, la única manera de financiar aquellas obras de inversión era a través de capitales extranjeros. Por otra parte, en esta misma época, comienza la expansión mundial del capital británico, que se desparrama en grandes cantidades no sólo en Sudamérica sino también en Sudáfrica y Australia. La combinación de una fuerte necesidad de financiamiento a nivel interno, con el boom prestamista británico explicaría en cierto modo la necesidad de mantener la libre movilidad de capitales por parte del gobierno (Williams, 1920).

¹⁸ Para que tenga lugar el *pass through completo*, el modelo supone que se cumple la *purchasing power parity* (PPP). Ésta dice que el tipo de cambio nominal entre dos países debe ser igual al ratio entre el nivel de precios doméstico y el nivel de precios internacional.

IV. LAS CRISIS ARGENTINAS DE FINES DEL SIGLO XIX A LA LUZ DEL *TRILEMA*

“En la historia monetaria argentina, a pesar de su confusa apariencia, nótase una serie de períodos de ilimitada confianza y prosperidad (...) seguidos de colapsos más o menos intensos, precipitados en pánicos que originan la liquidación forzada de las operaciones, el relajamiento de la confianza y el estancamiento de los negocios. Sin duda, cada uno de estos ciclos no se presentan en las mismas condiciones, ni con idéntico carácter; pero, considerados en conjunto, es posible encontrar en ellos hechos fundamentales que se repiten, cuyo análisis permite formular síntesis acerca de su evolución” (Prebisch, 1921).

Si bien cada una de las crisis estudiadas en este trabajo presenta sus peculiaridades, como bien dice Prebisch (1921), es posible hallar fenómenos que se repiten en ellas y que posibilitan hacer un análisis conjunto de las mismas. Podría decirse entonces que, desde la perspectiva del *trilema* macroeconómico, las causas que condujeron a las crisis argentinas de fines del siglo XIX fueron las mismas.

Nuestro pequeño aporte en este apartado es mostrar que las crisis cambiarias de fines del siglo XIX tuvieron lugar porque en los tres períodos previos a las mismas regía en la Argentina un tipo de régimen cambiario-monetario que no era sostenible en el tiempo a la luz del *trilema* macroeconómico. Ese tipo de régimen puede denominarse *régimen de tipo de cambio fijo con esterilización asimétrica*.

Un régimen de este tipo se caracteriza por perseguir dos objetivos simultáneos: mantener un tipo de cambio fijo y al mismo tiempo neutralizar el efecto adverso que la variación de las reservas internacionales podría tener sobre la base monetaria.

Vale aclarar que la esterilización es una práctica a través de la cual la entidad monetaria neutraliza aquellos movimientos de la base monetaria inducidos por variaciones en las reservas internacionales. Es decir, cuando la esterilización tiene lugar, en vez de observar que la base monetaria varía en la misma proporción que las reservas internacionales (como debe suceder en un régimen de tipo de cambio fijo), lo que se observa es que la base no reacciona frente a cambios en las reservas. La esterilización asimétrica simplemente hace referencia al hecho de que dicha práctica no se lleva a cabo ante cualquier tipo de variación en las reservas. En el caso de la Argentina de fines del siglo XIX, es claro que la esterilización se producía sólo cuando había un movimiento negativo en las reservas metálicas (cuando la variación era positiva, la regla mecánica del régimen de cambio fijo parecía cumplirse, al menos en gran parte de los casos).

Desde la perspectiva del *trilema*, es bastante claro que un régimen de este tipo no era sostenible en las condiciones de apertura a los mercados financieros internacionales en las que se hallaba la Argentina a fines del siglo XIX¹⁹. La explicación es simple y ya fue desarrollada con claridad por Cortés Conde (1989): si cada vez que un saldo negativo del balance de pagos tenía lugar, el gobierno optaba por esterilizar el efecto negativo de

¹⁹ Vale la pena aclarar que la apertura de Argentina a los mercados financieros internacionales es fundamental para analizar los hechos a la luz del *trilema*, en tanto este último concepto se basa en el supuesto de “perfecta movilidad de capitales” planteado en el modelo de Mundell Fleming.

las salidas de oro sobre la base monetaria, entonces el circulante nunca se reducía ante la caída en las reservas metálicas y por tanto el mecanismo de ajuste del patrón oro no operaba. La perpetuación del desequilibrio del balance de pagos y el consiguiente drenaje de reservas no era más que la lógica consecuencia del intento de sostener dos objetivos de política contrapuestos (tipo de cambio fijo y política monetaria activa) en un mundo con libre movilidad de capitales. En otras palabras, el drenaje del metálico y la posterior devaluación ocurridos en las tres crisis de fines del siglo XIX no son más que la manifestación en el mundo real del *trilema* macroeconómico.

A continuación, trataremos de probar nuestra tesis acerca de que en los tres períodos previos a las crisis, regía en la Argentina un *régimen de cambio fijo con esterilización asimétrica*. Este tipo de régimen se manifestaría en los datos como una combinación de fenómenos: por un lado, la estabilidad del tipo de cambio nominal en el tiempo; por el otro, la falta de correlación entre la evolución de la base monetaria y la evolución de las reservas metálicas de los bancos (debido a las prácticas de esterilización).

Vale la pena hacer una aclaración. No se puede pasar por alto que en los lapsos de 1867-1876 y 1883-1885 la Argentina estaba bajo un régimen de convertibilidad y que en 1885-1889 había un régimen de papel moneda inconvertible. Pero si se ha decidido tratar a las tres crisis como análogas es porque, en los hechos, en los tres períodos mencionados el gobierno se mostró con el claro objetivo de mantener un tipo de cambio fijo. Mientras en los dos primeros casos ese objetivo se logró a través de regímenes de convertibilidad, en el tercer período ese objetivo se logró a través de la intervención oficial en el mercado de cambios. Como señala Cortés Conde (1989), el gobierno intervenía activamente en el mercado de cambios con el objeto de mantener un tipo de cambio bajo y estable. Podría argüirse entonces que mientras en los períodos 1867-1876 y 1883-1885 el gobierno mantuvo un régimen de tipo de cambio fijo *explícito*, en el período 1885-1889 el gobierno sostuvo un régimen de tipo de cambio fijo *implícito*²⁰.

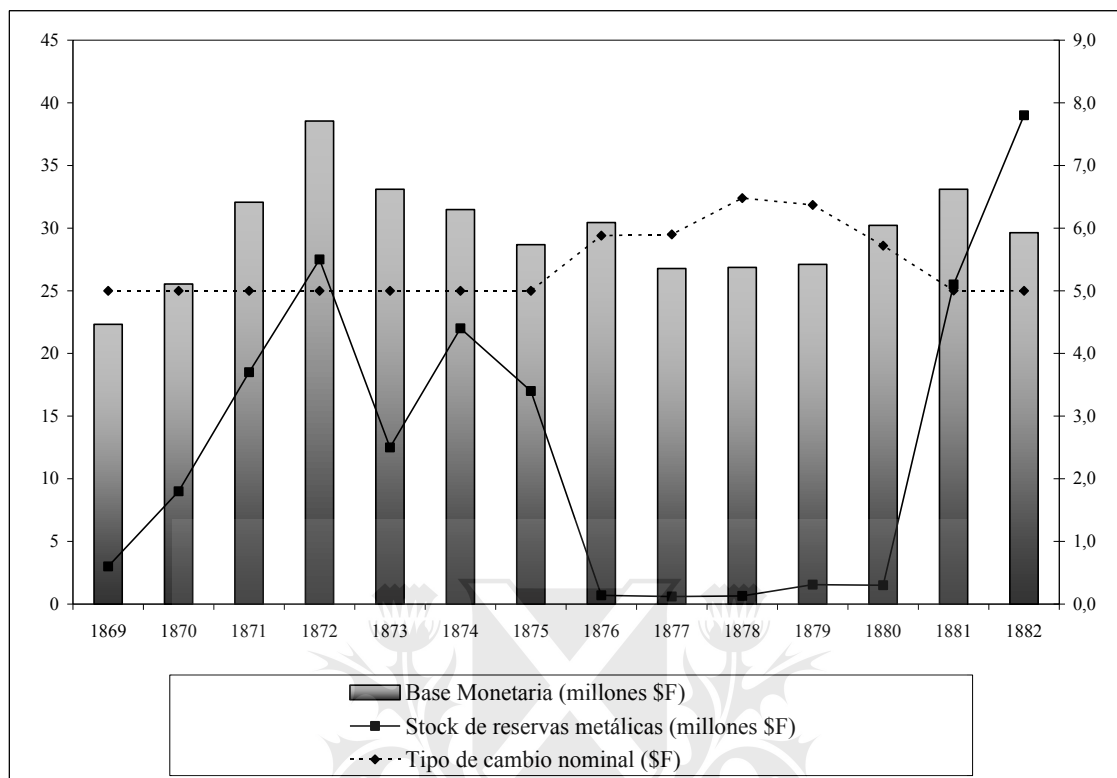
1867-1876: Entre 1867 y 1876, el tipo de cambio se mantuvo estable en 25 pesos papel por peso oro (\$F), lo que confirma que previo a la crisis de 1876 existía en Argentina un régimen de tipo de cambio fijo (Gráfico 3). Por otro lado, si se observa la evolución de las reservas y de la base monetaria, se aprecia que entre 1869 y 1872²¹ el stock de reservas metálicas creció a un ritmo de 109% promedio anual, mientras que la base monetaria sólo lo hizo a una tasa de 19,9% promedio anual. Por otro lado, entre 1873 y 1876 las reservas cayeron de 2,5 millones \$F a 0,14 millones \$F (caída del 89,7% promedio anual) mientras que la base monetaria sólo se redujo un 2,7% promedio anual (Gráfico 3). El hecho de que la Base Monetaria haya permanecido prácticamente constante y el stock de reservas haya experimentado semejantes variaciones pone de relieve que el gobierno seguía una suerte de política de esterilización.

En el año 1876 las reservas metálicas tocaron un piso de 0,14 millones de \$F, lo que llevó a la suspensión de la convertibilidad y la devaluación de la moneda (el tipo de cambio saltó de 25 en 1875 a 29,4 en 1876).

²⁰ Con el término *implícito* se quiere decir que era un régimen de cambio fijo de facto y no establecido (explícitamente) por ley. En otras palabras, a diferencia de los regímenes de convertibilidad, en un régimen como éste el gobierno no anuncia su objetivo de tipo de cambio al público.

²¹ Se comienza a analizar a partir de 1869 dado que no contamos con datos de stock de reservas metálicas antes de dicho año.

Gráfico 3
Tipo de cambio nominal, Base Monetaria y Stock de Reservas Metálicas
1869-1882



Fuente: Cortés Conde (1989).

Nota: El eje izquierdo corresponde a las barras y a la línea de puntos, el eje derecho corresponde a la línea de trazo continuo. Todos los valores son a fines de periodo.

1883-1885: Entre 1883 y 1885, el tipo de cambio se mantuvo constante en 1 \$m/n (Gráfico 4). Sin embargo, en el mismo lapso el stock de reservas metálicas cayó un 61,7% en dicho lapso y la Base Monetaria se incrementó un 47,3% (pasó de 50,25 millones de \$m/n a 74 millones de \$m/n) (Gráfico 5). Es decir, se llevó a cabo una política de esterilización contundente.

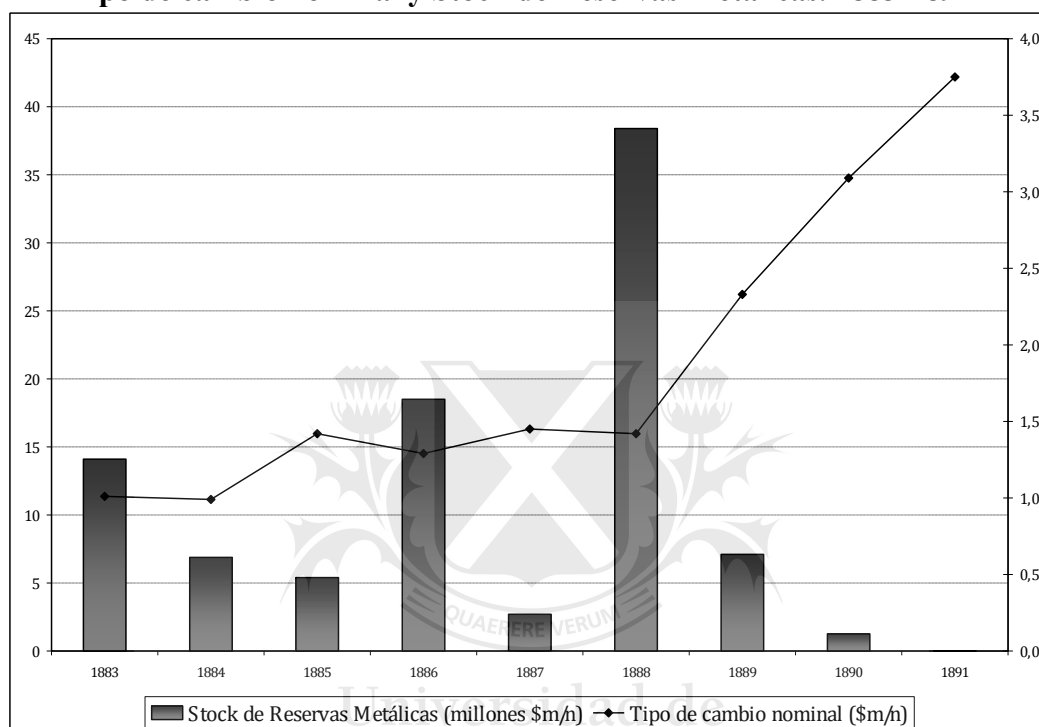
En el año 1885 se suspendió el régimen de convertibilidad y el tipo de cambio saltó de 1 \$m/n a 1,42 \$m/n (Gráfico 4). A partir de aquí, se entra en un supuesto régimen de flotación. Lo que mostraremos a continuación es que esto no fue así y que en los hechos, en el periodo 1885-1889 rigió lo que podría llamarse un régimen de tipo de cambio fijo *implícito*; o como sugiere Cortés Conde (1989), régimen de *flotación sucia*.

1885-1889: Entre 1885 y 1888 el tipo de cambio nominal fue de 1,42 en 1885; 1,29 en 1886; 1,45 en 1887 y 1,42 en 1888. Esta relativa estabilidad fue lograda por la constante intervención del gobierno en el mercado de cambios. Esto es lo que permite decir que regía un sistema de tipo de cambio fijo *implícito* (Gráfico 4).

Ahora bien, mientras el gobierno intervenía en el mercado de cambios vendiendo metálico para sostener el valor de la moneda, la disminución de sus reservas metálicas no era seguida por una reducción de la misma magnitud en la Base Monetaria. A modo de ilustración, entre 1886 y 1887 el stock de reservas de oro cayó un 85,4% pero la Base Monetaria sólo lo hizo un 11,5%. Entre 1888 y 1889 las reservas pasaron de 38,4

millones \$m/n a 7,1 millones \$m/n (una caída anual de 81,5%) y la Base Monetaria permaneció prácticamente constante (cayó un despreciable 0,15%). Este descalce entre el ritmo de disminución de las reservas y el de la Base es lo que habría llevado al tipo de cambio a saltar de 1,42 en 1888 a 2,33 en 1889. A partir de este año, el cambio continuaría creciendo hasta alcanzar un pico de 3,75 en 1891 (Gráfico 5).

Gráfico 4
Tipo de cambio nominal y Stock de Reservas Metálicas. 1883-1891²²

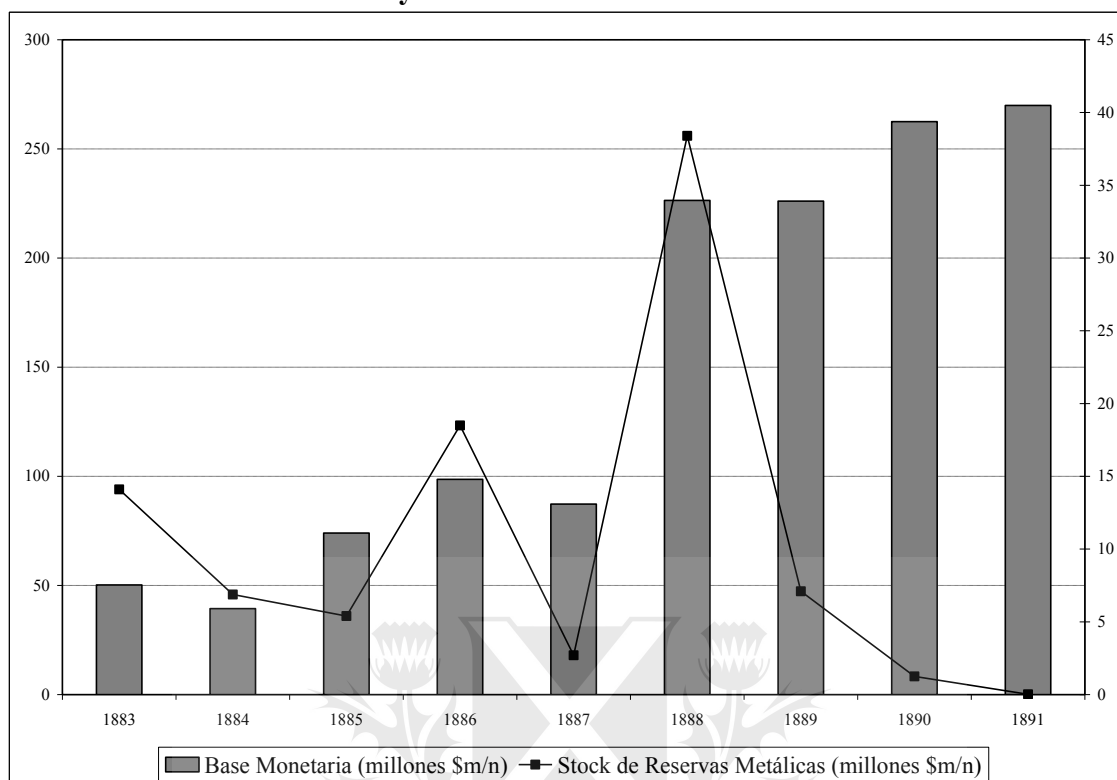


Fuente: Cortés Conde (1989).

Nota: El eje izquierdo corresponde al gráfico de barras y el eje derecho corresponde al gráfico en líneas. Todos los valores son a fines de período.

²² Los gráficos se han dividido en los períodos 1867-1882 y 1883-1890 porque a partir de 1883 cambia la moneda nacional y por tanto las estadísticas se dan en la nueva unidad de cuenta \$ m/n, no comparable con la anterior \$F. Es decir, en el primer período los datos están expresados en \$F (pesos papel por peso fuerte) mientras que en el segundo período los datos están expresados en \$m/n.

Gráfico 5
Base Monetaria y Stock de Reservas Metálicas. 1883-1891



Fuente: Cortés Conde (1989).

Nota: El eje izquierdo corresponde al gráfico de barras y el eje derecho corresponde al gráfico en líneas. Todos los valores son a fines de período.

En conclusión, se puede decir que en los tres lapsos analizados (1867-1876, 1883-1885 y 1885-1889) tuvo lugar un *régimen de tipo de cambio fijo con esterilización asimétrica*.

Como ya se mencionó, este tipo de régimen no es sostenible en el tiempo en tanto requiere de permanentes saldos positivos del balance de pagos. La inviabilidad del mismo se manifestó en las tres crisis cambiarias que sufrió la Argentina en el transcurso de sólo 15 años (1875-1890).

V. BIBLIOGRAFÍA

Cortés Conde, R. (1987). Nuevos aspectos en la Crisis de 1890. Buenos Aires, Instituto Torcuato Di Tella. Centro de Investigaciones Económicas.

Cortés Conde, R. (1989). Dinero, Deuda y Crisis. Evolución fiscal y monetaria en la Argentina. Buenos Aires, Editorial Sudamericana. Instituto Torcuato Di Tella.

Cortés Conde, R. (1995). The failure of the Gold Standard in Argentina: The debate revisited. Buenos Aires, Argentina, Universidad de San Andrés.

Della Paolera, G. y A. M. Taylor (2001). Tensando el ancla. La caja de conversión argentina y la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, 1880-1935. Buenos Aires, Argentina., Fondo de Cultura Económica.

Di Tella, G. y M. Zymelman (1967). Las etapas del desarrollo económico argentino.

DNEC (1945). Boletín N° 235 de Dirección Nacional de Estadísticas y Censos.

Ford, A. G. (1962). El patrón oro: 1880 1914. Inglaterra y Argentina. Buenos Aires, Editorial del Instituto.

Gerchunoff, P., F. Rocchi, y G. Rossi (2008). Desorden y Progreso. Las crisis económicas argentinas, 1870-1905. Buenos Aires, Argentina. Ensayo Económico. Edhasa.

Krugman, P. (1979). "A model of Balance of Payments Crisis." Journal of Money, Credit and Banking 11(3): 311-325.

Llach, L. (2007). The Wealth of the Provinces: The Rise and Fall of the Interior in the Political Economy of Argentina, 1880-1910. The History Department. Cambridge, Massachusetts, Harvard University.

Prebisch, R. (1921). Anotaciones sobre nuestro medio circulante. A propósito del último libro del Doctor Norberto Piñero. Revista de Ciencias Económicas. 9: 190-204.

Salant, S. W. y D. W. Henderson (1978). "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold." The Journal of Political Economy 86(4): 627-648.

Williams, J. H. (1920). El comercio internacional argentino y el papel moneda inconvertible 1880-1900. Buenos Aires, Argentina., Academia Nacional de la Historia. Editorial de la Universidad Nacional de Tres de Febrero.