

Gerardo Della Paolera

Alan M. Taylor

TENSANDO EL ANCLA LA CAJA DE CONVERSIÓN ARGENTINA Y LA BÚSQUEDA DE LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA, 1880–1935

Introducción **(fragmento)**

Los principales temas: un panorama del libro

Nuestra aproximación es la de un estudio de caso, mezclando los estilos empírico, histórico y teórico en la tradición de la historia económica cuantitativa e institucional, para explorar la historia macroeconómica de Argentina desde 1880 hasta 1935. Estos años marcaron el ascenso y la caída del primer gran experimento de convertibilidad del país.¹¹ El resumen que sigue considera varios factores que influyeron en este trayecto e introduce los temas principales del libro.

Las dinámicas de economía política

Una intención motora en nuestro estudio es comprender los principales actores económicos y políticos, sus objetivos y restricciones. Nos concentraremos en varios tipos de agente en la economía y su interacción: las autoridades gubernamentales fiscales y monetarias y los potenciales conflictos entre ambas; los bancos, públicos y privados; y el sector externo, el resto del mundo, especialmente el mercado internacional de capitales. ¿Qué condicionó el comportamiento de todos estos actores? Aquí surge un segundo objetivo: marcar los límites en el panorama institucional. Pero este panorama, como veremos, estaba en continuo cambio.

El gobierno, en algún sentido, era el primero en ‘mover las piezas’, al fijar las reglas de juego —esto es, el régimen monetario y su objetivo, las regulaciones bancarias y el esquema institucional general de la economía—. Sin embargo, el gobierno también enfrentaba restricciones en esas elecciones y notablemente, la restricción intertemporal, o restricción presupuestaria de largo plazo del gobierno. La solidez o la debilidad fiscal pueden interactuar con el régimen monetario a través de la necesidad de señoriaje, esto es, el impuesto inflacionario. Ésta fue una característica saliente de la Argentina posterior a la independencia y se derivó de una base impositiva pobre y la incapacidad de colocar deuda doméstica entre el público o en forma global, en los mercados financieros internacionales. La elección del régimen monetario determinó el sendero de los tipos de cambio y los precios a través de las restricciones (o su eventual ausencia) en la política monetaria. A su vez, ello condicionó el comportamiento de la banca, y de la mano de las regulaciones bancarias (o su eventual ausencia) determinó cuándo las condiciones crediticias podrían ser accesibles o no, y cómo se sucederían las expansiones y recesiones.

¿Dadas las acciones del Estado, cómo reaccionaron los otros agentes? El público juega un papel fundamental a través de su voluntad de demandar dinero, ya sea en la forma de circulante (“dinero externo” o *outside money*) o en depósitos bancarios (“dinero interno” o *inside money*). Demasiados créditos mal otorgados por los bancos llevarían al público a sustituir los depósitos por billetes, y en el caso extremo, crearían una corrida contra los bancos. Demasiada inflación incentivaría la sustitución de monedas, con el público buscando cambiar los billetes por oro u otros “activos fuertes”, y en el caso extremo, disparar una fuga del circulante. Aquí había una clara interacción con la posición fiscal: una fuga de dinero erosionaba los ingresos por señoriaje, y debilidades de los bancos provocarían un aumento en el gasto público si entre las reglas del juego estaba incluida, explícita o implícitamente, la del Estado como prestamista de última instancia de los bancos.

Por último, mientras todas estas fuerzas podían operar en una economía cerrada, el sector externo era una fuente adicional de interacción. Los bancos (al extender créditos) o el gobierno (tratando de cubrir desequilibrios fiscales) podían tener acceso al capital externo, aunque si se percibían crisis económicas y financieras, dicho acceso podía restringirse, abriendo paso a una típica crisis de mercados emergentes. Los acreedores externos, previendo el riesgo de default, o riesgo país, en los bancos y en las cuentas del gobierno, podían negarse a refinanciar el crédito, dejando a ambas instituciones en una desesperada búsqueda de fondos. Además de añadir problemas fiscales, esto incrementaría la posibilidad de corridas bancarias y quiebras, empeorando indirectamente la tensión fiscal. Esta retroalimentación permite que las expectativas ante una crisis se

traduzcan en profecías autocumplidas. Vista como una característica estructural del régimen monetario, la posibilidad de tales eventos puede ser prevista y formar parte de las expectativas *ex ante* de los mercados de crédito internacionales, limitando el acceso al crédito del país en cuestión. Más allá de esta retroalimentación de variables endógenas, el sector externo frecuentemente imponía *shocks* exógenos muy severos a esta pequeña economía abierta, que fueron especialmente grandes y adversos luego de 1914, agregando otro ingrediente importante a esta historia.

Esta no es la visión completa. Dadas las reacciones arriba mencionadas, tomadas por agentes domésticos e internacionales, uno puede explorar cómo el Estado, a su vez, reacciona y busca mejoras en la estructura institucional. ¿Cómo cambian los objetivos del Estado y cuáles son las fuerzas de la economía política en juego? ¿Es tal la inercia que es capaz de permitir a una estructura funcional pero ineficiente perdurar en el tiempo? ¿Qué se obtiene del fracaso de una estructura institucional cuando un régimen colapsa o cuando es severamente puesto a prueba en una crisis? Esto delinea un proceso de “búsqueda institucional” que puede tomar muchos rumbos, y nuestro libro es sobre este tipo de búsqueda en Argentina entre las décadas de 1880 y 1930. Veremos cómo osados experimentos pueden transformar el plano económico para mejor o para peor; cómo un apego conservador a las viejas estructuras puede garantizar la estabilidad o traer problemas cuando las condiciones económicas cambian. Seguir el camino correcto es un pesado desafío, como sabemos, al ver similares y recurrentes problemas enfrentados por tantos países en desarrollo en la actualidad.

La restricción presupuestaria y el trilema

Nuestra discusión sobre la Crisis de Baring abre el camino para el estudio al enfocar uno de los principales eventos históricos del período, prestando atención a la significación de las políticas macroeconómicas y sus resultados. ¿Cómo emprenderemos la tarea de enmarcar éste y otros eventos en un marco analítico? Nuestro abordaje metodológico se basa en varios elementos de la teoría macroeconómica de economías abiertas que tratan sobre decisiones intertemporales, restricciones de presupuesto y consistencia.

Un elemento central de nuestro estudio es la teoría de la deuda pública.¹² Esta teoría señala que si un gobierno quiere tener buena reputación en sus dos pasivos, el dinero y los bonos, entonces la solvencia del gobierno nunca puede caer en duda. Más detalladamente, las autoridades monetarias y fiscales tienen una restricción intertemporal de presupuesto que necesita ser respetada. Intentos de

violador esta restricción, incluso en el corto plazo, implican una inconsistencia entre políticas monetarias y fiscales, y, por lo tanto, en algún momento el gobierno tendrá que caer en default o con los tenedores de billetes (emitiendo más dinero) o con los tenedores de bonos (al repudiar la deuda) o con ambos. Esto ofrece una vía rápida hacia malos resultados macroeconómicos, como inflación, crisis cambiarias, default de la deuda, pérdida de la confianza e incluso colapsos financieros. Viendo que estos síntomas son frecuentemente observados en los anales de la historia de Argentina, esta teoría es altamente relevante.

Otro elemento principal en nuestro libro es la elección de un régimen monetario como ancla nominal. Dado que el dinero es un pasivo del gobierno y una fuente de ingresos fiscales, el problema de la deuda pública está obvia e íntimamente vinculado con la estabilidad de precios y del tipo de cambio. Pero el tipo preciso de anclaje es una cuestión importante, al determinar qué pueden y qué no pueden hacer los gestores de política económica: la política puede centrarse en un precio o en el tipo de cambio y el compromiso podría darse por la vía de una regla rígida o permitir una considerable discreción. El tipo particular de política determinará si habrá flexibilidad del tipo de cambio o si el país tendrá una política monetaria independiente. El trilema de política macroeconómica resume las principales tensiones (*tradeoffs*) en este ámbito. Los *policymakers* (gestores de política económica) sólo pueden elegir dos de los tres objetivos de una lista que comprende tipos de cambio fijo, movilidad de capitales y política monetaria activa.¹³ Claramente, mientras Argentina luchó con su elección de ancla nominal y con su compromiso con el patrón oro durante nuestro período de estudio, estos *tradeoffs* eran la principal preocupación.

Aun así, la historia muestra que pese a toda la volatilidad externa de este período, Argentina permaneció fuertemente decidida en su apertura externa antes de la década de 1930. Si se asume entonces la apertura externa, el trilema se reduce a un dilema: elegir entre tipos de cambio fijos y política monetaria activa. Ambos fueron intentados varias veces, a pesar de la existencia de la Caja de Conversión y sus reglas rígidas. Las tensiones llegaban al máximo durante tiempos de dificultades financieras por la simple razón de que el dilema tomó una forma particularmente amenazadora. Argentina tenía un sistema bancario de reservas (o encajes) fraccionarias, pero dadas las reglas de la convertibilidad, no había prestamista de última instancia. La flexibilidad monetaria (y fiscal) para proveer liquidez a los bancos en problemas simplemente no existía como resultado de este diseño institucional.

Todo el dilema se resumía en el conflicto entre los objetivos de “convertibilidad interna” (de los depósitos bancarios en circulante) y “convertibilidad externa” (de circulante a oro a una paridad fija). En un

sistema de tipo de cambio flotante, la tensión puede ser resuelta, dado que la autoridad monetaria puede usar discrecionalmente su facultad de inyectar dinero como forma de desactivar una incipiente crisis bancaria. El ajuste se produce en este caso a través del precio del “dinero externo”, el valor del dinero o tipo de cambio; nótese –como es frecuente aunque no necesario el caso – la ausencia de un mecanismo para poner un precio del dinero interno, los depósitos. Pero en un tipo de cambio fijo, no hay una solución simple, dado que no existe tal discreción.

Este conjunto de contradicciones, creemos, eventualmente comprometió a todo el sistema. Pero, como discutiremos en el último capítulo, la experiencia es más que una curiosidad histórica. Los desafíos que enfrentó Argentina generan preguntas sobre la elección de estándares (patrones) monetarios y el diseño institucional de los sistemas bancarios tradicionales. Ellas echan luz sobre los debates contemporáneos, tales como los beneficios de las cajas de conversión y la dolarización, y pueden inducir una cuidadosa revisión de alternativas descartadas, como el modelo de “narrow banking” o bancarización restringida. Todos estos problemas técnicos desafían la estabilidad monetaria y financiera en la economía global actual.

La búsqueda de una autoridad monetaria en el contexto global

Un estándar o patrón monetario puede ser definido como un conjunto de reglas monetarias transparentes para gobernar la evolución de las principales variables nominales, como el nivel de precios, los tipos de cambio nominales y las tasas de interés nominales. Las reglas pueden ser elegidas para manejar las expansiones monetarias y proveer un marco de credibilidad que garantice una inflación mínima. La historia monetaria temprana de Argentina revela una considerable inestabilidad en el tipo de régimen monetario adoptado. La búsqueda estaba en camino, con varios intentos de adoptar el patrón oro, como vimos en el cuadro 1.1. Aquí, el cuadro 1.2 precisa con más detalle los principales desarrollos institucionales del período de estudio.

Cuadro 1.2. *Cronología de la Política Monetaria*

Período anterior a nuestro estudio

1810-67	Tipo de cambio flotante. Período de “anarquía monetaria” luego de la independencia. Fracaso en la unificación entre provincias rivales; se pospone una estructura federal única. Cada provincia emite su propia moneda mediante sus bancos estatales, no hay autoridad monetaria central. Guerras civiles y con otros países llevan al abuso del señoraje y a una inflación crónica.
1862-67	Primera administración nacional bajo la presidencia de Bartolomé Mitre. La política monetaria estable causa una deflación, con el intento de llegar a

	instaurar la convertibilidad con el oro.
1867-75	Tipo de cambio fijo. Convertibilidad regulada por una Oficina de Cambios en el Banco de la Provincia de Buenos Aires, pero otros bancos retienen su independencia. El sistema fracasa luego de un <i>shock</i> externo adverso en 1873 que causa un drenaje de oro y deja expuestas las contradicciones del sistema.
1875-83	Tipo de cambio flotante.
<hr/> <i>Período cubierto por nuestro estudio</i> <hr/>	
ca. 1880	El Gobierno comienza la discusión de la reforma monetaria.
1881	La Ley 1.130 propone un régimen metálico para acabar con la "anarquía monetaria" que prevaleció con la existencia de múltiples bancos de emisión.
1883	Se implementa la Ley 1.130, se establece el patrón oro.
1883-85	Patrón oro; la paridad es 1 peso oro = 1 peso papel.
1886-91	Crisis de Baring; uso fiscal del dinero; inflación; colapso de la convertibilidad; el tipo de cambio comienza a flotar y se deprecia marcadamente.
1890	La Ley 2.471 crea la Caja de Conversión, con el monopolio sobre la emisión de una nueva moneda.
1891-99	Papel moneda inconvertible. Tipo de cambio flotante determina la cotización del peso papel en términos de peso oro. Las reformas macroeconómicas generan estabilidad y apreciación de la moneda.
1899	La Ley 3.871 (Ley de Convertibilidad) ordena a la Caja de Conversión a actuar como un <i>Currency Board</i> , e intercambia pesos papel por pesos oro a la nueva paridad (2.27) para cualquier tipo de transacción. Aunque inicialmente carece de respaldo en oro para garantizar el circulante, la Caja de Conversión acumula oro rápidamente luego de 1902.
1899-1914	Patrón oro; 1 peso oro = 2.27 pesos papel.
1914-27	Moneda inconvertible. Tipo de cambio flotante entre pesos oro y pesos papel. Los flujos de oro en la Caja de Conversión se limitan a usos ocasionales de parte del gobierno. Para estas transacciones, la Caja intercambia pesos papel por pesos oro a la paridad de 2.27. En 1914 se sancionan las Leyes 9.479 y 9.577 otorgando a la Caja de Conversión y al Banco de la Nación permisos para realizar redescuentos por razones de emergencia en tiempos de guerra. Se suspende la convertibilidad. En 1925, por un corto período de tiempo, la Caja de Conversión hace uso de las facultades de redescuentos. El Banco de la Nación hace un uso extensivo de estas facultades.
1927-29	Se reimplanta el patrón oro. La paridad es 1 peso oro = 2.27 pesos papel.
1929-31	Moneda inconvertible. Tipo de cambio flotante entre pesos papel y pesos oro. Se limita el uso de recursos de la Caja de Conversión a asuntos fiscales (pagos de la deuda externa). Para estas transacciones la tasa de cambio entre pesos papel y pesos oro se fija en 2.27.
1931	La Caja de Conversión se desvía de su anterior regla mecánica de creación de dinero y comienza a redescantar documentos comerciales. Se reestablece una política monetaria autónoma.
1935	Creación del Banco Central. Se hace cargo de los pasivos y activos de la Caja de Conversión. Revalúa las tenencias de oro de acuerdo a la tasa de cambio de mercado prevaleciente (la nueva paridad es 4.96 pesos papel por peso oro <i>versus</i> 2.27). Usa los recursos generados por esta operación para incrementar el respaldo de la base monetaria y para el rescate (<i>bail out</i>) del sistema financiero.
<hr/> <i>Período posterior a nuestro estudio</i> <hr/>	
1935-90	Política monetaria discrecional ejercida por el Banco Central. Retorno de la inflación crónica, con hiperinflación en los años 80s.
1991-2001	Retorno al sistema de convertibilidad por medio del Plan de Cavallo. Se alcanza la estabilidad de precios y tipo de cambio.

Es importante ver el registro de Argentina en una perspectiva comparativa. Previo a la Primera Guerra Mundial, la mayoría de los países centrales y un número creciente de los países de la periferia adoptaron el patrón oro –una regla monetaria que, bajo credibilidad, parecía prometedora para alinear a las autoridades monetarias con el objetivo de la estabilidad de precios¹⁴. El patrón oro requería tres políticas básicas para funcionar adecuadamente: un valor fijo para la moneda doméstica fijado por la autoridad monetaria en términos de oro, la libre movilidad de moneda extranjera convertible o metálico y el establecimiento de reglas que relacionaran la cantidad de circulante con el *stock* de metálico. Las implicancias de la estabilidad del tipo de cambio nominal dependían de la operación de las fuerzas de la paridad del poder de compra, la estabilidad de precios en el exterior, y los mecanismos de ajuste monetarios y reales que mediaran estas fuerzas domésticamente. Para un país con una economía pequeña, abierto al movimiento de bienes y de capital como era la Argentina en ese momento, un tipo de cambio fijo anclaba el nivel de precios de los bienes comerciables a su valor internacional.¹⁵

La alternativa al régimen de convertibilidad era un régimen de inconvertibilidad. Bajo un estándar o patrón monetario de inconvertibilidad, los billetes y monedas emitidos por la autoridad monetaria no tienen valor intrínseco, ni están respaldados o garantizados por objeto externo alguno. Son, sin embargo, de curso legal y deben ser aceptados por el público en las transacciones económicas.¹⁶ Bajo inconvertibilidad, la autoridad monetaria tiene plenos y discrecionales poderes sobre la cantidad nominal de dinero y, por lo tanto, en principio, sobre el precio o la tasa de cambio a la cual esta moneda sería intercambiada por oro, monedas extranjeras o por bienes domésticos.

Los regímenes inconvertibles (esto es, monedas sin respaldo) son hoy la norma. Casi todos los países emiten dinero fiduciario, con el mundo dividido en países que tienen tipos de cambio fijo relativo a alguna moneda y países que tienen un sistema flexible o flotante de paridad cambiaria. En contraste, desde 1880 hasta la Segunda Guerra Mundial, el régimen inconvertible estaba desprestigiado. Entonces, la flotación era usualmente útil como medida de emergencia, la convertibilidad era apreciada como un objetivo de política y el patrón oro era su forma aceptada y preferida. Más adelante, cuando examinemos los beneficios reputacionales de un régimen de convertibilidad creíble, veremos porqué.

Primero, detengámonos un momento a notar cómo una política monetaria sin supuestas restricciones puede limitar su efectividad en tiempos de abuso, proveyendo otro motivo para adoptar una política basada en reglas. A pesar de estar recreado aquí como una elección precisa en un momento histórico de Argentina, la misma decisión es

enfrentada hoy por países en desarrollo cuando deben sopesar los pro y contra de fijar sus tipos de cambio, o más aún, adoptar un régimen de conversión o integrarse a una unión monetaria.

La sustitución entre monedas como una restricción de política

Sin un régimen monetario basado en reglas hay, sin embargo, algunos límites fijados por el mercado a la discreción de los gestores de política económica y al grado en el cual pueden abusar de la política fiscal y monetaria. Aun así, estos límites aparecen sólo cuando la economía trabaja en condiciones de alta tensión, y cuando la reacción del público es tal que impide más abusos. El gobierno de Argentina iba a descubrir estos límites en la crisis de 1890, un momento en el cual las inconsistencias de política pusieron un freno al uso del papel moneda y uno de los episodios más antiguos de fuga de capitales en el mundo enseñó una importante lección.

La crisis tuvo su origen en un experimento de política fiscal y monetaria doméstica mal concebido: la ley de Bancos Nacionales Garantidos. En 1887, el gobierno lanzó una nueva ley de bancos por la cual cualquier institución bancaria con un mínimo de requisitos de capital podía emitir billetes respaldados por bonos del gobierno nominados en oro. La mayoría de estos bancos eran nacionales y mixtos de capital privado y provincial, y para participar en el plan emitieron bonos externos en Europa para comprar los bonos nacionales con oro. El esquema era el de una operación de arbitraje apalancada por la cual los inversores externos eran implícitamente socios en la empresa de emitir dinero garantizado por el gobierno.

Como tantos esquemas de este tipo, aparentó funcionar mientras los acreedores externos acompañaron el proyecto –y, crucialmente, hasta tanto todas las emisiones estuvieron respaldadas con el 100% de reservas metálicas–. Pero a fines de la década de 1880, los flujos de capitales comenzaron a revertirse, y cuando las condiciones empeoraron a principios de 1889, el gobierno rompió las reglas de juego y decidió pagar en moneda local depreciada parte de la deuda interna denominada en oro. La decisión representaba un default parcial, y consecuentemente, los inversores locales y externos se volvieron reticentes a absorber más deuda pública de Argentina.

En Buenos Aires, el público comenzó un ataque contra el peso papel. El gobierno decidió intervenir con oro para defender el peso de manera de calmar las expectativas de devaluación, pero pronto demostró ser una defensa inútil, y antes de finales de 1889, el gobierno había perdido casi el 90% de sus reservas de metálico. La falta de coordinación entre políticas monetarias y fiscales resultó en una casi completa reasignación de metálico del sistema bancario hacia el público y

finalmente provocó la Crisis de Baring. En esta circunstancia histórica, el fenómeno de sustitución entre monedas podría ser definido en la terminología moderna como fuga de capitales –no en el sentido de que el metálico haya salido del país, pero sí en el sentido de que el metálico atesorado por el público fue financiado con deuda pública externa–.

Habiendo testeado los límites del señoríaje y la política monetaria discrecional y habiéndolos encontrado deficientes, el gobierno aprendió una importante lección. Irónicamente, una vez que todas las reservas de oro habían sido gastadas, la cuestión del circulante fue definitivamente zanjada en 1890 con la creación de la Caja de Conversión como la única autoridad monetaria de Argentina, y la búsqueda de una autoridad monetaria centralizada finalizó, uno podría decir, por defecto u omisión.¹⁷

La credibilidad monetaria y el mercado de capitales

Hemos visto que los períodos de convertibilidad fueron exitosos en reducir la inflación (cuadro 1.1). Luego, presentaremos los típicos tests de paridad del poder de compra para confirmar que en dichos períodos la Argentina estaba firmemente anclada en el nivel de precios mundiales. Pero la adhesión de Argentina a un régimen monetario aceptado internacionalmente como lo era el patrón oro fue una decisión de economía política que tendría implicancias más allá de atar el nivel de precios domésticos.¹⁸

Para un país deudor como Argentina, un aspecto muy importante en un estándar monetario eficiente es la capacidad de facilitar la integración de la economía local en los mercados de capitales internacionales. De esta forma, una economía doméstica con escasez de capital puede beneficiarse del ingreso de capitales y los ahorros externos pueden contribuir a la acumulación de largo plazo y al crecimiento económico. Un conjunto de reglas monetarias transparentes diseñado para asegurar la estabilidad macroeconómica puede limitar la discreción futura de las autoridades de desviarse de las políticas preacordadas.

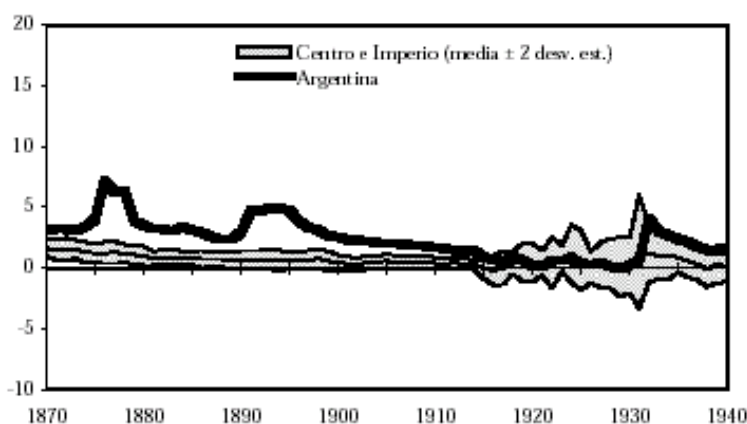
La credibilidad así generada debería reflejarse en una reducción del llamado riesgo país. Este es el premio o sobretasa implícita en los préstamos externos. Una menor prima de riesgo expande el conjunto de alternativas de la economía doméstica a través de menores costos de financiamiento por la vía de una reducción de las restricciones crediticias, a través de un mayor techo de endeudamiento. También en ese sentido, la adopción de un régimen metálico puede ser una estrategia que mejore el bienestar. Uno podría preguntarse si se realizaron tales ganancias de bienestar.

Los analistas de mercados emergentes usan los *spreads* de los bonos como una medida del riesgo país, y aquí aplicaremos el mismo criterio. Quisiéramos saber si el *spread* se mantuvo en los rangos observados en otros países; por lo tanto, usamos el método estadístico de intervalos de confianza, observando en este caso la media más-menos dos desvíos estándares. El gráfico 1.4 sugiere que una sólida reputación rindió sus frutos en términos de un menor riesgo país en los mercados financieros globales.

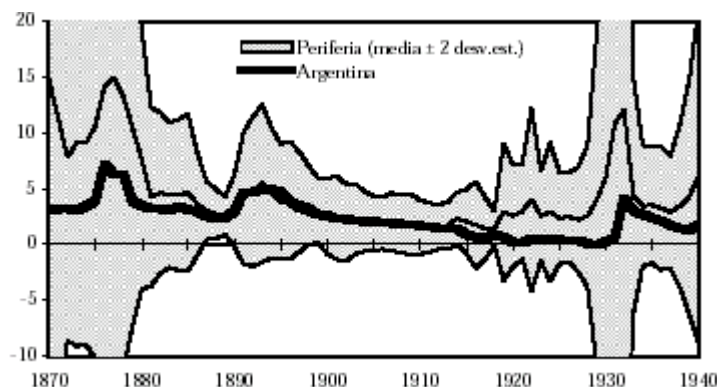
El gráfico está basado en el *spread* entre el rendimiento de un bono de la deuda pública externa y el rendimiento de un bono internacional de referencia, como era en esa época el *British Consol* (una perpetuidad emitida por el gobierno inglés), usando datos para aquellos países que tuvieron cotización continua en Londres, citados en el periódico *The Economist*. El grupo “centro e imperio” se compone de bonos altamente seguros de once países: Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, India, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Sudáfrica y Suecia. El grupo “periferia” (en la misma escala) está compuesto por bonos de países potencialmente más riesgosos: Chile, España, Grecia, Hungría, Italia, Japón, México, Portugal y Uruguay. En la década de 1860 y 1870, la Argentina modernizadora aspiraba a ser tratada como los países del primer grupo, no como los países emergentes del segundo, y buscó implementar políticas reformistas con ese fin. ¿Tuvo éxito este plan?¹⁹

Gráfico 1.4 Riesgo País en Argentina, en los países del Centro y de la Periferia, 1870-1940

Spread de los bonos externos: Argentina en comparación con bonos de 11 países del Centro e Imperio



Spread de bonos externos: Argentina en comparación con bonos de 9 países de la periferia



Unidades: spread (brecha) en puntos porcentuales respecto al rendimiento del consol británico.

Notación: Línea gruesa = Argentina; Línea delgada con área sombreada = media más-menos dos desvíos estándares para el grupo de comparación de bonos. Centro e Imperio = Alemania, Australia, Estados Unidos, Canadá, Francia, India, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Sudáfrica y Suecia. Periferia = Chile, España, Grecia, Hungría, Italia, Japón, México, Portugal y Uruguay.

Notas y fuentes: El riesgo país es la diferencia o *spread* entre el rendimiento de un bono externo del gobierno de largo plazo y el rendimiento de los bonos Consol británicos. Los rendimientos se calculan de acuerdo con el ratio cupón a precio del bono en Londres. Los datos provienen de Global Financial Data <<http://www.globalfindata.com>>, excepto los de Argentina 1884-1913, que provienen del Apéndice 1 (a diferencia de Global Financial Data incluimos sólo bonos federales que no se encuentran en situación de default). La fuente primaria es *The Economist*. Se entiende que los bonos que experimentaban descuentos iguales o superiores al 50 diferenciales de rendimiento (*spreads*) que exceden los 10 puntos porcentuales, muy probablemente estaban en default.

Los dos gráficos muestran que Argentina fue tratada como un miembro de los países centrales durante los períodos de convertibilidad o en aquellos períodos cuando el tipo de cambio estuvo lo suficientemente cerca del valor como para indicar credibilidad (1868-1875, 1880-1889, 1900-1931); pero cuando sus compromisos estaban en duda enfrentó sobretasas más altas en sus bonos, como otros miembros de la periferia (1876-1879, 1890-1899, luego de 1932). Cuando el experimento de la Convertibilidad en Argentina colapsó en 1875, el *spread* prácticamente se duplicó, del 4% al 8%. El *spread* se redujo en la década de 1880, cuando un nuevo plan de convertibilidad fue anunciado, pero al estallar la Crisis de Baring, todos los esfuerzos se esfumaron y el riesgo país otra vez volvió a duplicarse. Peor aun, ello no implicaba que los préstamos externos estuvieran disponibles a esas tasas luego de 1890; no hubo nuevos préstamos por varios años –lo

que revela la percepción del mercado secundario sobre los problemas de solvencia del país.

Puede verse en el gráfico inferior que en 1890 Argentina comenzó a verse como un caso atípico incluso para los estándares de la periferia, aumentando su sobretasa hasta superar los dos desvíos estándares por sobre el rendimiento promedio de los bonos en este grupo de referencia. Ésta fue precisamente la penosa situación que los modernizadores trataban explícitamente de evitar. Aquellos que tuvieron que resolver el desastre luego de la Crisis de Baring, en particular el presidente provisional Carlos Pellegrini (1890-1892), tenían como altísima prioridad tratar de limpiar tan ultrajada reputación. Tuvieron una larga y ardua tarea por hacer. Incluso en 1899, con la economía estable y a punto de retomar la convertibilidad, los observadores extranjeros eran escépticos con respecto a que, por el sólo hecho de tener un nuevo régimen monetario, Argentina pudiera abandonar los malos hábitos de país latinoamericano del siglo XIX, un mundo donde la inestabilidad política y económica parecían ir de la mano:

[Los sudamericanos] siempre están en problemas con su dinero. O es demasiado bueno para uso doméstico o, como ocurre frecuentemente, es muy malo para el intercambio externo. Generalmente tienen mucho de él, pero su propia idea es que nunca tienen suficiente...los argentinos alteran su moneda casi tan frecuentemente como cambian de presidente... Nadie en el mundo como los argentinos tiene un interés tan marcado por los experimentos monetarios.²⁰

Como muestra la parte superior del gráfico 1.4, recuperar la credibilidad de los mercados de capitales internacionales era una larga tarea de reconstrucción de confianza. Luego de 1890, el *spread* se redujo lentamente y convergió hacia el intervalo de confianza del 95% (la media más dos desvíos estándares) del grupo de países centrales y del imperio. Finalmente, en 1913, una fecha que toma aun más significación histórica, Argentina se volvió un “miembro del club”, una economía central, de acuerdo con los registros en la dimensión del riesgo soberano.

El período de entreguerras también ofrece una visión interesante, dado que los mismos países centrales (*core*) comienzan a transformarse en más riesgosos, como consecuencia de la guerra, la incertidumbre y las fluctuaciones económicas antes y especialmente durante la Gran Depresión. Por entonces Argentina se veía como un muy buen riesgo –un triunfo pírrico, diríamos, dado que los mercados de capitales internacionales habían implosionado y el racionamiento de crédito obstruyó la emisión de nuevos bonos en casi todos los años desde 1913, excepto por algunas pocas incursiones exitosas en el

mercado de Nueva York a fines de los 20s y de los 30s. Es de remarcar cómo todos los *spreads* de los bonos se incrementaron cuando la Gran Depresión se esparció a principios de la década de 1930. Para Argentina, el principal *shock* fue un alza en el *spread* de sus bonos en 1931, una fecha a tener en cuenta dado que fue ocasión de otro cambio central de política macroeconómica: el abandono efectivo del sistema de conversión, un evento crucial al final de nuestro período de estudio.

Globalmente, es justo decir que la adopción de un régimen monetario creíble representaba una innovación institucional favorable en cuanto al riesgo país, al menos hasta tanto los mercados de capitales internacionales funcionaron aceitadamente. Éste fue el caso al menos antes de 1913. Al costo de acumular un enorme *stock* de reservas internacionales para recrear la credibilidad en el régimen, Argentina obtuvo un acceso mejor y más barato a los mercados financieros globales, relajando las restricciones sobre la inversión y el crecimiento. Pero cuando los mercados de capitales entraron en convulsión luego de 1913, este cálculo costo-beneficio cambió dramáticamente: un *spread* reducido era de poca utilidad si no se podían emitir nuevos bonos.

Credibilidad de la deuda pública y el mercado de capitales

Por supuesto, la credibilidad en el régimen monetario sólo podría obtenerse si la posición fiscal subyacente también era creíble. Para mantener la credibilidad fiscal, el gobierno tenía que respaldar todos sus pasivos y no sólo el papel moneda con una combinación de metálico y una posición fiscal solvente. Entonces, para los actuales especialistas de mercados financieros que buscan monitorear un régimen de tipo de cambio fijo, algunos de los indicadores a seguir son la evolución del tipo de cambio, el respaldo en metálico (o reservas internacionales) de la base monetaria y medidas de comportamiento fiscal, idealmente la evolución de los déficits y el *stock* de deuda pública. Similarmente, nuestro entendimiento de las tensiones del nexo fiscal-monetario no está completo sin alguna discusión sobre las políticas salientes en el ámbito del manejo de la deuda pública.

En el boom de la década de los años 1880s, el término “administración de la deuda” era, tal vez, demasiado cortés, dada la forma en que los desequilibrios fiscales causaban una espiral de endeudamiento público que rápidamente se iba fuera de control. Desde 1881 hasta 1889, la deuda consolidada de las provincias, principalmente en manos de inversores extranjeros, creció el 746% en términos reales.²¹ En el mismo período, la deuda pública consolidada de la Nación creció el 95%, una indicación en sí de la política fiscal extremadamente expansiva adoptada por la administración del presidente Miguel Juárez Celman (1886-1890). Es difícil acentuar demasiado el grado en el que

los inversores externos comenzaron a prestar a todo tipo de nuevos deudores dentro de este mercado emergente en tan breve lapso. La provincia de Buenos Aires era la única provincia que, antes de la euforia de los años ochenta, había tenido acceso genuino a los mercados de crédito internacionales. Todo comenzó en 1883: otras diez provincias y municipios emitieron sus primeros bonos de largo plazo en el mercado londinense. A fines de dicho año, la deuda externa consolidada de las provincias representaba el 35% de la deuda consolidada de la Nación. En los albores de la Crisis de Baring en 1891, esta proporción había llegado al 114%.

Para 1891 casi toda la deuda externa emitida por los municipios y las provincias estaba técnicamente en default. Sólo con el extraordinario liderazgo de Pellegrini, el gobierno nacional evitó un default completo en su deuda externa. Para ser precisos, recibió alguna ayuda en la forma de un “rescate”. En enero de 1891, el Banco de Inglaterra actuó de manera similar que en las intervenciones del FMI durante la reciente crisis, adelantando al gobierno nacional un “crédito puente” de 15 millones de libras para cubrir los servicios y amortizaciones de la deuda externa. Esto le dio a Argentina un respiro para diseñar un conjunto de acuerdos de reprogramación con sus acreedores, un heterogéneo grupo de bancos y otros tenedores privados de bonos; pero no ayudó demasiado y ningún crédito externo estuvo disponible por años para el sector público o privado.

Los costos fueron serios e ilustran la importancia de la credibilidad de la deuda pública. Desde 1891 hasta 1902, Argentina sufrió un restrictivo racionamiento crediticio y un aislamiento financiero. El repentino colapso de flujos de capitales externos requirió drásticos ajustes en la estructura de la economía doméstica, como era sabido en ese entonces.²² Argentina tuvo que soportar condiciones de austeridad para generar grandes superávits comerciales. Pero el impacto fue más lejos que meros efectos en el consumo: una década de crecimiento económico fue efectivamente perdida debido a la fuerte contracción en la inversión, una consecuencia directa del retiro de inversiones extranjeras. Las similitudes con las crisis contemporáneas en los mercados de capitales son sorprendentes: nos recuerda que todos los aspectos de la actividad económica doméstica están comprometidos por tales *shocks*. El estándar de vida puede necesitar decaer, y las inversiones futuras también pueden verse paralizadas; todo para resolver este particular tipo de “problema de transferencia”.

Deflación, Expectativas e Inversión

El trauma de la Crisis de Baring iba a dejar su marca en el diseño de nuevas políticas macroeconómicas en el resto de la década. Las restricciones de economía política del momento produjeron un original, efectivo, aunque muy costoso fenómeno económico: deflación bajo un patrón de inconvertibilidad con una base monetaria fija.

Durante la Crisis de Baring, el peso papel (más concretamente peso moneda nacional), nominalmente equivalente a un dólar de oro por virtud de la convertibilidad de 1881, sufrió una depreciación del 274%. A pesar de este severo desajuste –y en el medio de las delicadas negociaciones con acreedores externos para resolver el default– las autoridades monetarias de Argentina aseguraron a los inversores que la convertibilidad sería readoptada a la par. La Caja de Conversión no tenía respaldo para emitir nuevo dinero, por lo que el *stock* de “dinero de alto poder” (base monetaria) fue mantenido fijo en su nivel pre-crisis por una década. Una vez que desapareció la inercia inflacionaria de la crisis sobrevino una rápida deflación y apreciación de la moneda doméstica como consecuencia de una recuperación de la demanda de dinero.

Los efectos deletéreos de la deflación, como resultado de esta restrictiva política monetaria, no tardaron en sentirse. En 1897, comenzó un debate de economía política sobre si era conveniente o no retornar a un régimen de convertibilidad monetaria. El debate se centró sobre si la convertibilidad debía restaurarse a la paridad original o a la paridad entonces existente, acomodando la devaluación. Comenzaron a originarse previsibles divisiones. Los sectores urbanos e intereses comerciales favorecían una convertibilidad fijada a la par (es decir, un peso papel por dólar de oro), mientras que los poderosos intereses rurales estaban ansiosos por ver el final de la deflación y la apreciación que evaporaron sus beneficios en las exportaciones de bienes agroganaderos.²³

Aun así, si nos apartamos del conflicto distributivo, los argumentos más importantes en pos de la devaluación se centraban en los dañinos efectos en términos de inversión y crecimiento que se desparramaban sobre toda la economía. Estos reparos fueron originados por el ahora desconocido economista político Silvio Gesell (1862-1930), cuyos trabajos se adelantan a las ideas de Fisher sobre iliquidez, tasas de interés y el problema de la trampa deuda-deflación, incluso anticipando ideas de escolásticos tales como Mundell y Sargent sobre la importancia de los cambios de régimen, las expectativas y el impacto de la política monetaria a través de la tasa de interés real. Las tasas de interés en términos reales (la tasa nominal de interés menos la tasa de inflación) fueron bastante altas en Argentina; promediaron el 10,4% en el período 1892-1899. En este esquema, una política monetaria laxa

que acomodara la devaluación parecía, en principio, el curso de acción apropiado. Con el retorno a la convertibilidad en 1899, este fue de hecho el camino adoptado.

Dada la rígida política monetaria implementada al principio de la década de 1890, nos preguntamos cuáles serían los dilemas que enfrentaban los hacedores de política económica, o *policymakers*. Aquí, una perspectiva comparativa puede ser informativa, y a lo largo del libro examinaremos las elecciones de política económica y sus resultados en la crisis de 1890, en comparación con las posteriores recesiones de 1913-1919 y 1929-1933. Por ejemplo, cuando analizamos cómo Argentina superó la Gran Depresión, enfatizamos el cambio de régimen en 1931 que destruyó las expectativas deflacionarias previas –pero que también destruyó el ancla nominal y los años de inversión en la credibilidad del régimen monetario.

Convertibilidad y sistema financiero: ¿caminando sobre la cuerda floja?

La pérdida de intermediación financiera en la década de 1890 impuso serios costos sobre la economía real de Argentina en el corto plazo. El pobremente diseñado sistema bancario quedó hecho trizas luego del abortado ciclo expansivo recesivo de la década de 1880. En el largo plazo, sin embargo, necesitamos saber qué impedimentos institucionales y económicos estorbaron el crecimiento de un ágil sistema financiero que pudiera estimular y sostener el proceso de financiamiento doméstico de formación de capital.

La reconstrucción postcrisis no estuvo libre de conflictos. A pesar de un sistema de banca diversificada, e incluso con la política macroeconómica bajo control, las crisis financieras en Argentina seguían siendo recurrentes. Para explorar esta problemática, invocamos la idea de “riesgos gemelos” en los sectores monetario y financiero que enfrenta una pequeña economía abierta bajo un tipo de cambio fijo.

Hasta 1935, el régimen monetario y financiero de Argentina operó sin un Banco Central. La concepción moderna de Banco Central prevee un banco oficial con el monopolio de emisión y la capacidad de hacer redescuentos del portafolio de obligaciones comerciales del sistema financiero, de manera de actuar como prestamista de última instancia. Entonces, una posible causa de una estructura financiera subóptima fue la existencia de una autoridad monetaria menos potente (esto es, menos discrecional). La Caja de Conversión tenía la única responsabilidad de garantizar el valor externo de la moneda doméstica. No tenía, por cierto, mandato para garantizar la convertibilidad interna de los depósitos en efectivo en el eventual caso de una corrida bancaria generalizada. Puesto en términos sencillos, la Caja de Conversión no

podía actuar como prestamista de última instancia proveyendo de billetes sin respaldo al sistema financiero –al menos no sin romper sus propias reglas.

Una característica común de las crisis financieras reales es que una caída del dinero bancario (o del *ratio* de dinero interno a externo) coincide con una severa caída en el producto. El caso de 1913-1914 es ejemplar y expone las debilidades de la política monetaria unidimensional que la convertibilidad había introducido. A diferencia de la crisis de 1890-1991, en esta ocasión Argentina no necesitó protección de sus propios errores de política económica; en este caso fue la volatilidad de los mercados externos, que afectó las condiciones internas, cuando la guerra y la incertidumbre conmocionaron a los países centrales. Pero la naturaleza del *shock* adverso, la razón para una reversión en los flujos de capital, no fue una contingencia que la regla monetaria tomó en consideración. Las autoridades se habían “atado de manos”, y observaban pasivamente cómo una masiva pérdida de oro imponía una gran contracción monetaria en la economía. Es cierto, se evitó una gran devaluación de la moneda, como ocurrió en la Crisis de Baring, pero el precio fue demasiado elevado. La industria bancaria, que entonces se había repuesto, resultó nuevamente devastada. Los precios de las acciones bancarias cayeron el 38% en un año y hubo una severa escasez de capital en todos los bancos.

El dilema es claro. Si tal *shock* externo golpeaba la economía, una crisis financiera podía iniciarse si los agentes comenzaran a entrar en pánico y, dudando de la convertibilidad interna, trataban de convertir sus depósitos en billetes. Si la Caja de Conversión actuaba como prestamista de última instancia para disminuir la iliquidez, esto podía alimentar una nueva corrida de depósitos, pero esta vez con dudas sobre la convertibilidad externa, con el público corriendo para convertir sus pesos depositados en metálico. Por lo tanto, bajo este tipo de escenario de “riesgo gemelo”, el diseño institucional era muy ingrato y (deliberadamente) inflexible.²⁴ Sin una red de seguridad, las autoridades monetarias argentinas caminaban en una peligrosa cuerda floja, dada la arquitectura monetaria y financiera prevaleciente. ¿Se mantendría pasiva la autoridad monetaria en un colapso bancario cualquiera fuera su magnitud? La crisis de 1913-1914 parecía indicar que tenían la intención de hacer precisamente eso. La historia pronto presentó un test más difícil, cuando la economía mundial impactó con el *shock* externo más grande registrado hasta entonces en la crisis de los 30s.

Hacia una banca central: ¿mejoras evolutivas o mutaciones malignas?

Históricamente, muchos bancos centrales alrededor del mundo han surgido orgánicamente de grandes bancos –bancos de banqueros privados– o de bancos especialmente privilegiados por los Estados, como agentes fiscales de estos últimos y con algunos derechos monopólicos en su haber.²⁵ Por cierto, el panorama argentino tenía algún potencial en este ámbito, dado el temprano establecimiento de bancos del estado en el siglo XIX. Pero estos bancos eran de alcance provincial, no nacional, y su capacidad de operar como instituciones fiscales prudentes fue repetidamente comprometida por el deseo de las provincias de usarlos como agentes de recaudación de señoriaje. Ningún banco completamente nacional fue implementado hasta que se consolidó el sistema federal.

En nuestro período de estudio, el único banco nacional de relieve fue el Banco de la Nación Argentina, bautizado como Banco Nacional en 1872. Fue el principal banco estatal y agente fiscal del gobierno nacional. Luego de jugar un rol preponderante en el abortado experimento de fines de la década de 1880, fue liquidado durante la Crisis de Baring y refundado como Banco de la Nación en 1891. Permaneció como el principal agente fiscal del gobierno, y, al haberse depurado luego de la Crisis de Baring, emergió como el banco comercial más importante de la década de 1890, un momento en el cual el *crack* financiero había puesto a casi cualquier otro banco en apuros.

Luego de la crisis, el gobierno tomó grandes recaudos e instrumentó estrictas políticas para evitar que el Banco de la Nación manipulara sus reservas, limitando además las capacidades de redescuentos al gobierno. Más aun, el Banco de la Nación y la Caja de Conversión fueron separados en un intento de aislar estas dos importantes funciones. Las responsabilidades por la emisión de billetes y su eventual convertibilidad –es decir, el dinero externo y el problema de la convertibilidad externa– fue asignado a la Caja de Conversión. Las actividades de banca estatal y comercial –o sea, el dinero interno y el problema de la convertibilidad interna– iban a ser el dominio del Banco de la Nación. Se esperaba que esta separación de poderes pudiera constituir un régimen más robusto al mantener la actividad bancaria fuera del alcance de la institución que era responsable última de la moneda, con la intención de crear la credibilidad suficiente para retomar el patrón oro.

Esta clara separación fue esencialmente mantenida hasta la crisis de 1913-1914, cuando una fue aprobada una nueva ley de emergencia para redescuentos, permitiendo más flexibilidad en el sistema. El Banco de la Nación fue autorizado a redescantar obligaciones comerciales de otros bancos privados, las cuales, al mismo tiempo, podían redescantarse en la Caja de Conversión por efectivo. En otras palabras,

el banco estatal tenía ahora la capacidad de actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero, y la autoridad monetaria tenía el poder para financiar tal actividad con emisión de billetes sin respaldo. ¿Qué ocurrió en la práctica? El Banco de la Nación inmediatamente estrenó sus nuevos poderes y comenzó a extender redescuentos a otros bancos. Pero la Caja de Conversión rehuyó sus nuevas prerrogativas y mantuvo el dinero y el oro sincronizados en el margen por un largo tiempo. De hecho, como veremos, la Caja de Conversión sólo puso en práctica la previsión de redescuentos durante la crisis de 1931, con el objetivo de paliar una severa pérdida de oro.²⁶

Este sendero institucional no podría ser descrito como una evolución coherente del sistema bancario y monetario hacia un diseño maduro construido en torno a un banco central. En Argentina, la idea de un banco central y el concepto de regulación y supervisión del sistema financiero eran ajenos al pensamiento de las autoridades monetarias así como también, de la misma comunidad bancaria, al menos hasta luego de la Primera Guerra Mundial.²⁷ Aun así, en estas condiciones emergió un banco central. En abril de 1931 ocurrió una crítica mutación del sistema monetario. El gobierno provisional comenzó a usar el mecanismo de redescuentos en la Caja de Conversión, permitiéndole a esta última financiar las actividades de prestamista de última instancia del Banco de la Nación, que redescataba documentos comerciales. La administración convenció eventualmente al Congreso de aprobar una ley que daba al gobierno el poder para colocar bonos del Estado –una emisión llamada “Bono Patriótico”– directamente en la Caja de Conversión a cambio de dinero.

Más allá de la Belle Époque

Mientras un tácito espíritu de *laissez faire* había guiado al sistema financiero por muchos años, el ascenso de la banca central en el mundo agudizó los acalorados debates sobre el mejor régimen monetario para un país, y pronto repercutió en Argentina. La Caja de Conversión no sobrevivió a la Gran Depresión: sus funciones fueron reorganizadas dentro de la esfera de un banco central en 1935, y a lo largo del trayecto se fue construyendo un masivo rescate bancario, utilizando los vastos ingresos por señoría. La máquina de emitir, que hacía tiempo estaba detenida, comenzó a funcionar.

Luego del fatídico evento de abril de 1931, el genio salió de la botella. Con la tinta aún fresca de los billetes recién impresos que iban de la autoridad monetaria a la banca estatal, primero, y luego al Ministerio de Hacienda, la discreción había reemplazado definitivamente a las reglas en el campo de la política monetaria. Las pretensiones de mantener un régimen metálico convertible habían terminado, pronto se erosionó la credibilidad y el régimen fiduciario

tomó la posta nuevamente. Aunque comprensible por ese entonces, la reacción a la crisis tuvo desastrosas ramificaciones para la historia económica argentina subsecuente.

¿Qué lecciones nos deja la historia al mirar el pasado y cuáles son sus implicancias para la actualidad? La importancia de políticas macroeconómicas consistentes no puede ser pasada por alto. Las contradicciones económicas fundamentales aparecieron en el sistema argentino, y tenían permitido magnificarse por medio de una curiosa arquitectura financiera que parecía superficialmente sensata, pero que tenía sus precariedades si se la observaba con profundidad. Aquí es clara la importancia del diseño institucional. La política monetaria y el comportamiento de los bancos no están en una torre de marfil.

Un contraste institucional sobresale en el centro de nuestro estudio. La Caja de Conversión tuvo éxito en su misión por un largo período, gracias a un diseño elegante y robusto. El Banco de la Nación, por otro lado, estuvo sujeto a algunas negligencias, y modificaba repetidamente sus objetivos, extendiendo su alcance hasta llegar al rescate de casi todo el sistema financiero, llevando su balance al caos. Para salvar el banco, el plan de convertibilidad tenía que ser sacrificado. Era un caso, diríamos, de malas instituciones en un buen manejo. O, como es frecuentemente señalado aunque rara vez demostrado en la práctica, es importante como está diseñada la arquitectura financiera como un todo: tener un elemento adecuado, como la Caja de Conversión, no impide que imprudencias en otros organismos derrumben tarde o temprano la estructura completa. Dadas las instituciones que tenía y su incapacidad para soportar ciertos tipos de *shocks*, Argentina fue eventualmente arrasada por un severo tipo de revés económico.

En este caso tomó su tiempo, pero los declives graduales a veces son más dramáticos que los colapsos instantáneos: un proceso de caída lenta avanza progresivamente, sólo para ser agudizado en un estruendoso *crash*, cuando una importante parte de la estructura quiebra y se desmorona. Tal proceso invita a las descripciones precisas y los estratos de análisis que las herramientas de la historia económica moderna pone a disposición; en consecuencia, nuestro estudio emplea herramientas formales del campo de la econometría y la teoría económica, explota nueva información cuantitativa, denota una sensibilidad hacia el contexto institucional y explora un conjunto de fuentes narrativas.

Es sólo considerando la relación entre estructura institucional, elecciones de política económica y condiciones económicas que podemos empezar a dar una explicación del enigma que representa el declive de Argentina luego de los “años dorados” de principios del siglo XX. Argentina era entonces uno de los países más ricos del mundo, pero su potencial se deterioró en el largo plazo, cuando surgió una creciente inconsistencia de políticas. Es una historia triste pero valiosa,

un relato de advertencia con mucho que decir de los desafíos de reforma económica actuales en los países en desarrollo. La historia económica de Argentina demuestra que la prosperidad de ingresos y la prosperidad de instituciones son dos cosas muy distintas. Un fracaso en la segunda puede deshacer la primera.

Notas

¹¹ El estudio sistemático de la historia monetaria y financiera de la Argentina es un fenómeno de reciente aparición y creciente interés. Entre los trabajos más prominentes están los de Fishlow (1985), Amaral (1988), Cortés Conde (1989), Regalsky (1994), Della Paolera y Ortiz (1995), Bordo y Végh (1998), Irigoien (1999, 2000a, 2000b), y Nakamura y Zarazaga (1999). Incluiremos además artículos de los autores sobre los cuales se basan partes del actual libro (Della Paolera 1988, 1994; Della Paolera y Taylor 1999a, 1999b, 1999c). Estos estudios, en su análisis formal del comportamiento de instituciones monetarias y financieras en una economía abierta periférica, representan la continuación de los artículos clásicos de Williams (1920), Prebisch (1922), y Ford (1962).

¹² Sargent (1986); Calvo (1988).

¹³ Sobre el trilema y sus manifestaciones históricas, véase Obstfeld y Taylor (1998).

¹⁴ Sobre la adopción del patrón oro en este período, véase Eichengreen (1996, cap. 1).

¹⁵ Sobre los mecanismos de la paridad del poder de compra (*purchasing power parity* o *PPP*) durante la época de patrón oro, véase McCloskey y Zecher (1976). Sobre la *PPP* en el largo plazo, véase Taylor (2001).

¹⁶ Estos estándares o patrones monetarios se denominaban con el término en latín *fiat*, que significa “de hecho” –refiriéndose a aquellas monedas inconvertibles eran creadas por comando o decreto del gobierno.

¹⁷ La Caja de Conversión fue creada por la Ley 2.741 del 7 de octubre de 1890, que retiró el privilegio de emisión de los bancos y efectuó una gradual conversión y amortización del dinero de curso legal. Esta ley fue promulgada por el Poder Ejecutivo y luego fue aprobada por el Congreso (en noviembre de 1891). Sin embargo no hubo convertibilidad de los billetes en oro en 1890, esto es convertibilidad externa; pese a que la misma fue anunciada como fin último, no fue establecida formalmente hasta que la sanción de la Ley 3.871, conocida como Ley de Convertibilidad, el 31 de octubre de 1899. Las diferencias entre ambas leyes deben tenerse en cuenta: la primera estableció la Caja de Conversión con sus prerrogativas de emisión de billetes; la segunda fue una ley sobre cómo conducir la política monetaria y cambiaría en la ya existente Caja de Conversión. Véase el cuadro 1.2.

¹⁸ Esta sección sobre efectos reputacionales, y el patrón oro como un mecanismo de compromiso, se basa en Della Paolera (1994), Bordo y Kydland (1995), y Bordo y Rockoff (1996).

¹⁹ Nótese que el *estatus* o categorización centro-periferia no es necesariamente claro y que existían fronteras móviles entre estos dos grupos. Elegimos un conjunto fijo de países por simplicidad, pero incluso estos grupos presentan algunos problemas de cambios de categoría. El grupo de países centrales vio sus *spreads* reducirse al consolidarse el sistema de patrón oro y guió la globalización del mercado de capitales con centro en Londres. La periferia tuvo su convergencia, pero también sufrió volatilidad. Los *spreads* de los bonos se dilataron y contrajeron, creciendo en las crisis globales, particularmente en las contracciones del mercado en 1873 y 1890.

²⁰ Esta cita corresponde nuevamente al corresponsal inglés W. R. Lawson, expresada en el *Banker's Magazine* de 1899 (p. 691), citado en Ford (1962, p. 90).

²¹ *Memorias de Hacienda* (1892, 1893).

²² José Terry, uno de los principales expertos financieros del gobierno, escribió al poco tiempo de la Crisis de Baring que “es cierto, después de todo, que los productos deben pagarse con productos; pero también se da el caso de que un país puede pasar algunos años pagando productos con crédito; el crédito en este caso representa el producto a ser exportado en el futuro...aquí podemos observar que, luego de cualquier crisis en la cual el país pierde crédito y capitales externos, las importaciones se reducen considerablemente –porque la ley de Say debe entonces satisfacerse exactamente, ya que porque en esos momentos no hay ni dinero ni crédito que pueda reemplazarla–” (Terry, 1893, pp. 64-68).

²³ Ford (1962). Todos estos conflictos eran frecuentes en los países que integraban o intentaban integrar el patrón oro. Las divisiones políticas de los Estados Unidos en la década de 1890 son un ejemplo conocido, aunque no el único. Ver Eichengreen (1992a; 1992b) y Frieden (1988; 1997).

²⁴ Esto no implica que teniendo un banco central se puedan evitar todas las crisis financieras, como la experiencia reciente muestra y como la experiencia de los Estados Unidos mostró en la Gran Depresión. El banco central debe tener una clara misión de asistir a los bancos en problemas, y a eso se limitan sus responsabilidades en esa área, condiciones que la Reserva Federal falló en satisfacer en la década de 1930, llevando el sistema bancario norteamericano al colapso. Una banca central no es condición suficiente para prevenir las crisis bancarias. Pero ante la ausencia de una fuente fiscal alternativa de fondos de resguardo bancario o de un sistema asegurador privado creíble –ambas soluciones evasivas en la realidad–, es por cierto una condición necesaria.

²⁵ Para más información sobre la evolución de los bancos centrales, véase Goodhart (1988).

²⁶ En el nivel provincial, el Banco de la Provincia de Buenos Aires había reunido ciertas características de oficina de conversión entre 1867 y 1876, con la operación de su “Oficina de Cambios”. Nótese que estas operaciones eran asuntos de política monetaria y bancaria provincial, no federal, y por entonces no existía una moneda nacional. Véase nuestra discusión en el próximo capítulo.

²⁷ Por ejemplo, hasta 1935 no había una política oficial en lo concerniente al nivel de reservas bancarias –la relación entre disponibilidades (billetes) y el nivel de depósitos– que debía ser mantenido por los bancos privados en el sistema financiero. No existía ninguna institución de contralor para supervisar las instituciones bancarias, como sí sucedía en los Estados Unidos. La transparencia y la diseminación de información económica eran infrecuentes: antes de 1900, las *Memorias de Hacienda* no incluían sistemáticamente alguna estadística consolidada del sector bancario y monetario para describir la situación del sistema financiero local.