

**REGIMENES , EXPERIENCIAS MONETARIAS  
Y FLUCTUACIONES ECONOMICAS.  
De la organización nacional al patrón oro (1862-1899).**

ROBERTO CORTES CONDE

**I. Regímenes monetarios en la Argentina**

Los aspectos institucionales.

Fueron variadas y complejas las experiencias monetarias en la Argentina en el primer siglo de su vida independiente. La falta de consolidación de sus instituciones monetarias, su multiplicidad, los bruscos cambios y la generalizada confusión fueron el resultado de una variedad de causas, pero fundamentalmente de las dificultades en establecer un sistema político que definiera eficientemente los derechos de propiedad. Ello se debió a que los gobiernos utilizaron reiteradamente los instrumentos monetarios para obtener recursos y así hacer frente a gastos urgentes , casi siempre debidos a las guerras, cuando estaba en juego su propia subsistencia. Ellos actuaron con un horizonte temporal muy corto ya que su costo de oportunidad, ser desalojados del poder sin poder volver o en algunos casos ir a la cárcel o perder la vida, era enormemente alto.

Cuando los gobiernos trataron de repetir experiencias que en otros lados habían sido exitosas, como las del Banco de Inglaterra o los National Banks en Estados Unidos no quisieron atarse a restricciones demasiado estrictas para tener la posibilidad de cambiar las reglas cuantas veces fuera necesario a fin de sostenerse en el poder. Las consecuencias sobre las instituciones monetarias y fiscales de un régimen político crónicamente inestable y afectado por reiteradas guerras externas e internas fueron negativas, provocando múltiples cambios, escasa credibilidad y demorando una institucionalización que hubiera sido más favorable al crecimiento.

A pesar de la promulgación de la Constitución en 1853 y del efectivo ejercicio de una administración nacional desde 1862, continuaron hasta 1880 los conflictos: la guerra de la confederación y Buenos Aires hasta 1862, la guerra del Paraguay, los levantamientos interiores entre los 60 y 70, la revolución de 1874 y finalmente en 1880 el enfrentamiento entre Buenos Aires y el gobierno nacional que terminó con la cuestión capital.

Mientras que hasta 1880 el gobierno central fue extremadamente débil ( y eso se advierte en la falta de ejercicio de sus facultades monetarias) la situación cambió en 1880 cuando ejerció todas las que le asignaba la Constitución art. 67 inc. 5 y 10 y art. 108.

Pero los dos experimentos de esa década, la ley monetaria de 1881 y la ley de Bancos Garantidos de 1887 fracasaron porque prevaleció la idea de que el gobierno no debía atarse a reglas que pudieran no convenirle, lo que terminó afectando su credibilidad [Sargent y Velde, 1995]. La suspensión de la convertibilidad en 1885 fue una muestra de la poca disposición del gobierno de seguir reglas y el factor mas importante en el proceso que condujo a la crisis de 1880 [Cortés Conde, 1989]. La ley de Bancos Garantidos, por otro lado, en vez de aceptar las restricciones del modelo de los National Banks, se elaboró como un instrumento deliberadamente ambiguo con el propósito de que el gobierno pudiera apropiarse de las reservas de oro de los Bancos privados y de ayudar a los estados provinciales, aliados en la coalición oficialista a obtener -por medio de esos bancos- recursos para cubrir sus déficit.

Tendría que pasar la crisis del 90 para que, restringidos, además por las condiciones del arreglo de la deuda externa, los gobiernos se atuvieran a reglas más estrictas, lo que permitió lograr la estabilidad monetaria y una suficiente credibilidad para poder entrar en el régimen del patrón oro.

En este trabajo trataremos de ver como se fueron modificando los regímenes monetarios en un período sumamente complejo como el que va desde 1862 en los primeros años de una muy débil organización nacional, hasta que se consolidó el estado central en 1880 y se entró al régimen del patrón oro en 1899. También se tratará de conocer en cada caso como ello incidió en la evolución del dinero, los precios y el crecimiento económico. Utilizaremos en él los resultados de nuestra investigación sobre la historia monetaria del período [Cortés Conde, 1989] como otros datos y estimaciones sobre evolución del producto y precios que resultaron de nuestra última investigación [Cortés Conde, 1996]. Debemos anotar que salvo en periodos muy cortos, (1876 y 1890-92) en que el producto cayó después de las dos crisis financieras de 1876 y 1890, a pesar de todos los inconvenientes el proceso de fuerte expansión económica que se venía dando desde los setenta continuó, aunque hubo años de mayor aceleración y otros de desaceleración.

## Antecedentes

### Patrón fiduciario y patrón metálico

En primer lugar debe saberse qué patrón monetario existía en el país. En el período colonial en el Virreinato del Río de la Plata -que fue uno de los productores de plata más importantes del mundo, ya que en su jurisdicción estaban las minas del Potosí- circulaba la moneda de plata. En la época del virreinato -decía Juan Alvarez- "a semejanza de lo que ocurriera desde el descubrimiento y la conquista, se utilizaron monedas efectivas y monedas de cuenta [Alvarez, 1938 pág.333]. De las monedas de oro la más difundida fue la onza o el doblón de a ocho (luego pelucona) que equivalía a \$ 17,08 oro de la ley de 1881, más adelante la corona redujo su contenido por lo que pasó a \$16.03 de la ley de 1881. La moneda de plata fue la de mayor circulación en América "como podía esperarse del rendimiento de sus minas" [Alvarez, 1938 pág.338]. La unidad efectiva era el real con sus múltiplos, real de a dos (peseta), real de a cuatro (medio peso, tostón) y real de a ocho (peso, onza de plata). Entre diecisiete y dieciséis pesos de plata (ocho reales) equivalían a una onza de oro. Concluía diciendo Alvarez que "a semejanza de lo ocurrido con el cobre tampoco tuvieron curso efectivo en el Río de la Plata, los billetes que en España circularon bajo el nombre de *vales reales* [Alvarez, 1938, pág.346].

Así a diferencia de lo que se conoció en las colonias americanas de Gran Bretaña en el Río de la Plata (y en toda América Española) no se difundió dinero papel ni del gobierno ni de los bancos.

El régimen monetario en la colonia consintió en un patrón bimetálico, aunque en la práctica fue un patrón plata. No existió el papel moneda, aunque si, en algunas regiones y épocas, lo que se llamó monedas de la tierra.

El mismo patrón monetario estuvo en vigencia en la primera década revolucionaria, en la que la ruptura con el Alto Perú -donde estaba Potosí- y la guerra produjeron una severa contracción de la oferta de plata y una penuria monetaria generalizada. Aunque los ingresos de la aduana de Buenos Aires compensaron, aunque en una medida menor, la pérdida de los fondos del Potosí los gobiernos revolucionarios no apelaron a la emisión para financiar sus gastos de guerra.

También existieron aislados intentos por acuñar monedas que fracasaron y durante algún tiempo en ámbitos limitados circularon acuñaciones locales

febles o fraudulentas (el peso de Guemes) [Segreti, 1975]. Cuando la guerra de hecho cesó y se restablecieron los circuitos comerciales continuó usándose moneda de plata (ocho reales), mayormente el boliviano.

Existieron algunos intentos de cuasi dinero, bonos del gobierno y de la Caja de Fondos de Sudamérica pero de circulación limitada. [Amaral, 1988]. No existieron Bancos

### **Billetes de banco convertibles**

Recién en los años 20, ya el país dividido, en Buenos Aires se fundó en 1822 el primer banco de emisión. Una innovación importante que como en el caso de Gran Bretaña [Cameron, 1967] trataba a salvar la penuria de dinero fraccionario en la provincia que comerciaba con el exterior con oro (a diferencia de las del interior que lo hacían con plata). Siguiendo el modelo británico el banco emitía dinero sobre la base del descuento de documentos que reflejaban operaciones comerciales (*real bills*). Esta adaptación de las instituciones británicas hubiera tenido éxito en proveer de numerario y canalizar el ahorro sino fuera porque estuvo atada a las necesidades fiscales del gobierno que lo convirtió finalmente en un banco de estado subordinándole a la necesidad de afrontar la guerra con el Brasil, para lo que usó la emisión de dinero declarándolo en 1826 de curso forzoso, iniciando un largo período inflacionario de las finanzas públicas argentina [Amaral, 1988].

### **El papel moneda inconvertible**

Con la guerra con el Brasil comenzó el largo período de papel moneda inconvertible. Disuelto el Banco Nacional en 1836 el gobierno directamente por medio de la Casa de la Moneda emitió papel moneda, principalmente, cuando debido a los bloqueos en 1837-40 y 1846 se encontró con la caída de sus ingresos de aduana. La emisión que en 1836 había llegado a 15m \$ subió, al final del período de Rosas, a la astronómica cifra de 125 M \$ cts. Ello produjo la depreciación enorme del peso papel, que desde la antigua paridad pasó a valer sólo a cinco centavos de plata.

Desde 1829 a 1840 la tasa de riesgo implícita en el rendimiento de la deuda pública provincia se reflejó en una alta tasa de interés. Ello debió tener un efecto negativo en esos años sobre la inversión y la actividad económica.

Buenos Aires siguió hasta 1867 en un régimen de curso forzoso con moneda papel de la tesorería frustrándose por varias décadas la aparición de intermediarios financieros institucionalizados. En el interior continuaron circulando monedas de plata de los países limítrofes (bolivianos) y tampoco aparecieron Bancos hasta mediados de siglo.

Durante el enfrentamiento con la Confederación el gobierno de Buenos Aires y más adelante ya organizado el país, el gobierno nacional se volvieron a utilizar los bancos de la Provincia de Buenos Aires y luego el Nacional para cubrir los déficit gubernamentales con emisión de curso forzoso.

### **Monedas de plata. Bolivianos**

En las provincias del interior nunca llegó a difundirse el papel moneda de Buenos Aires y, en cambio, circularon monedas metálicas, principalmente el boliviano que era una moneda de plata de un contenido menor (76 % a 80 %) al del antiguo peso plata español de ocho reales, o duro con 27 gramos. Su uso fue tan generalizado que cuando en algunas provincias, Córdoba, Santa Fe, Mendoza, se fundaron Bancos de emisión, sus billetes se denominaron en pesos bolivianos, moneda a la que se obligaban a convertir.

### **El régimen bimonetario**

El BPBA fundado en 1854 aceptó depósitos y descontó documentos en dos carteras, una en pesos moneda corriente y otra en metálico. En la primera se pagaban los depósitos en peso moneda corriente inconvertibles con un valor fluctuante y la otra en metálico (oro o plata) que se registraba en una unidad de cuenta el peso fuerte, con un valor fijo de 16 \$F y luego 17\$ fuerte la onza de oro. Los depósitos se recibían y pagaban en metálico, y el Banco descontaba documentos en metálico. Existió entonces un régimen bimonetario ya que no solo se trató de la circulación de monedas metálicas como medios de pago, sino que para hacer pagos también se utilizaron depósitos en metálico, a un tipo de cambio fijo.

### Las notas metálicas

Desde 1863 existió la prohibición de emitir prescrita en la Constitución de la Provincia de Buenos Aires. Sin embargo en 1866 como contrapartida de un crédito que el banco concedió al gobierno nacional para la Guerra del Paraguay éste último aceptó recibir en sus oficinas los nuevos billetes en pesos fuertes, llamados notas metálicas. Se emitieron 4m \$F (un equivalente a la enorme suma de 100 m \$ corrientes). Estas emisiones eran convertibles.

En otro trabajo [Cortés Conde, 1989] hemos advertido de la existencia de estos billetes de banco que había pasado inadvertidos en otros estudios [Williams, 1920 y Ford, 1962], los que no los incluyeron en la oferta monetaria. Se suponía que las notas era un verdadero billete de banco convertible y que simplemente consistían en una manera de facilitar las transacciones en las carteras metálicas ahorrando los traslados del metálico en especie y se emitían en base al descuento de documentos comerciales (real bills). Las notas metálicas circularon hasta 1876 como el resto del papel moneda. En 1872 se agregaron las notas del recientemente creado Banco Nacional que sólo tuvo una cartera en metálico. En 1876 la suspensión de la convertibilidad no sólo afectó a los billetes emitidos por la Oficina de Cambios sino que se hizo extensiva a las notas metálicas de ambos Bancos.

### Los billetes de la Oficina de Cambios

En 1867 el BPBA abrió una Oficina de Cambios que entregaría a los particulares que lo pidieran billetes de banco en pesos corrientes a un tipo fijo de \$25 por cada peso fuerte. A su vez cambiaría esos billetes por metálico al mismo tipo. En esa forma se entró en un régimen de cambio fijo.

No puede decirse, sin embargo, que se trató de un sistema de patrón oro ya que no se establecieron los recaudos de reservas por un 100% en oro para las nuevas emisiones que fue un requisito del sistema en la ley británica de 1844 (*currency principle*)

En mayo de 1876 el BCPA pidió autorización al gobierno de la Provincia para suspender la convertibilidad, que fue concedida no sólo a los billetes emitidos en la OFCAM sino también a las notas metálicas. Inmediatamente hizo lo

mismo el gobierno nacional con las del Banco Nacional. Quedaron entonces todas las emisiones circulando con *curso forzoso*.

### **Las leyes monetarias de 1875 y los proyectos monetarios de 1879**

Todavía en el período de convertibilidad el Poder Ejecutivo promulgó un decreto estableciendo que la unidad monetaria nacional sería el peso fuerte de un gramo y dos tercios de oro, del que se acuñarían monedas de 5 \$ fuertes (6.333gr oro) y de 10 \$ F (16,666 gr. oro). Esa unidad monetaria el peso fuerte tendría una equivalencia en plata de 27,111. Continuaba así con la vieja unidad de cuenta, el peso de ocho reales.

La ley no se puso en práctica porque en 1876 se decretó la inconvertibilidad. Más adelante, en 1879, el PE envió un mensaje al Congreso con un proyecto de reforma monetaria que fue el antecedente de la ley de 1881. Se propuso una unidad monetaria distinta, el peso oro de 1.6129 gramos de oro o 25 gramos de plata siguiendo el régimen de la Unión Latina

### **La ley de 1881, el peso oro.**

En 1881 se dictó una ley por la que se estableció definitivamente una unidad monetaria nacional, el peso oro de 1.6129 gr. de oro o 25 gr. de plata, que en realidad se trataba de una moneda de cuenta. Se acuñarían monedas de 5 de esa unidad de cuenta pesos oro y 2,50 \$ oro (el argentino y medio argentino), que tendrían curso legal. Los Bancos de emisión deberían cambiar sus billetes de viejas denominaciones por otros con la nueva, y debían volver a convertir a la paridad anterior a 1876 a partir de 1883. Los billetes de banco no tenían curso legal. De hecho casi desde comienzos de la década los Bancos ya convertían a la par.

### La suspensión de la convertibilidad en 1885

En 1885, para detener una corrida de reservas, el PE autorizó al Banco Nacional a suspender la convertibilidad de sus billetes, idéntica disposición adoptó el gobierno de Buenos Aires respecto al BPBA y luego el gobierno nacional con los pocos bancos de emisión provinciales. Esta vez la exención se extendió a los depósitos.

### El dinero de los Bancos Garantidos

En medio de la inconvertibilidad, en 1887 se estableció el régimen de los Bancos Garantidos. Su propósito -se dijo- fue el crear una moneda de alcance nacional siguiendo el modelo que habían adoptado los Estados Unidos con los National Banks ( y que por ello seguiría el ejemplo de los *Free Banks*). El negocio bancario dejaba de requerir la autorización del gobierno y cualquier particular podía fundar un Banco siempre que cumpliera los requisitos que establecía la ley por la que debía depositar bonos de la deuda pública en oro por el monto de la emisión a realizar. Para ello el estado emitió títulos de deuda por unos de 140 m\$, cifra enorme respecto a la deuda pública existente en 1880, de 24m\$ la cual subió a 47m\$ en 1886 y a 190 m\$ en 1890 [Cortés Conde, 1989]. De hecho la mayor parte de los Bancos de emisión, el Nacional, el de BPBA, el de Córdoba y Santa Fe se convirtieron al régimen de los Bancos Garantidos mientras que los gobiernos de cada una de las provincias crearon sus propios bancos. Algunos bancos privados se adhirieron, otros como el de Londres no. Las provincias para obtener oro a fin de comprar los títulos nacionales emitieron deuda en el exterior por un monto de aproximadamente 69 m de \$ oro, con la garantía de la deuda nacional (que a su vez garantizaba la emisión). Esta en menos de un quinquenio la deuda casi se duplicó. Los Bancos recibirían billetes de la Inspección de Bancos contra los títulos comprados en oro. Pero no siempre se los compró en oro ya que al BPBA se los entregaron en compensación de la deuda del gobierno y el Banco de Córdoba entregó pagarés en vez del efectivo. La emisión de los Bancos fue inconvertible (a diferencia de los EEUU que se convertían en dinero de curso legal del Tesoro, los *greenbacks*) [Cortés Conde, 1979].

### **Las emisiones de la crisis de 1890. La moneda nacional.**

En abril de 1890 se realizó la última emisión "clandestina" de los Bancos Garantidos. En medio de la crisis el gobierno emitió directamente la suma de 52 m\$ pensados en un comienzo para comprar oro y pagar los servicios de los empréstitos con Baring, que se utilizaron en cambio para afrontar pagos en el Banco Hipotecario, en la Municipalidad de Buenos Aires y 12m\$ de los 50m\$ entregados para fundar el Banco de la Nación Argentina que reemplazaría al liquidado Banco Nacional. Desde entonces todas las emisiones pasaron a ser un pasivo del gobierno nacional. A partir de allí no se emitió más hasta la ley que dispuso la convertibilidad en 1889 poniendo en funcionamiento la Caja de Conversión que había sido fundada en 1891.

La ley estableció que todo particular que llevara a la Caja de Conversión 44 centavos de oro recibiría papel moneda por valor de un peso moneda nacional, el que podría volver a convertir en oro a esa paridad. La conversión no incluyó los 290 M\$M/N de las emisiones anteriores, que quedaron en descubierto.

## **II. Fluctuaciones**

### **1. El período de convertibilidad 1867-76**

Convertibilidad, expansión monetaria, estabilidad de precios.

La provincia de Buenos Aires entró en 1867 en un régimen de cambio fijo. La cantidad de dinero y los precios estuvieron determinados por circunstancias externas, el nivel internacional de precios y los resultados del Balance de Pagos. No se trató de todos modos de un sistema de patrón oro al menos con los recaudos conocidos desde la *Peel's Act* ya que no rigió el principio del 100 % de reservas para las nuevas emisiones. Tampoco se lo exigió para las notas metálicas de los Bancos PBA y Nacional. Sin embargo la acción del gobierno, en este caso de la Tesorería, sobre la oferta monetaria fue importante. En 1866 el gobierno nacional había gestionado un empréstito de 2,5 millones de libras en Gran Bretaña y en 1870 concluyó otro, el de Obras Públicas, por un monto de 6 millones de libras (30m\$ F). Los flujos de oro que entraron por esas causas aumentaron las reservas e incidieron en la emisión no sólo en la Oficina de

cambio del BPBA sino en las carteras comerciales de los Bancos que emitían notas metálicas. La Oficina de Cambios aumentó sus emisiones hasta llegar a los 375 millones de \$ cte. En 1872 se agregaron las emisiones de notas metálicas del Banco Nacional, también convertibles.

Los flujos de metálico fueron la fuente principal de la creación adicional de dinero hasta 1872 para alcanzar un 30 % de la Oferta Monetaria en 1872. Sin embargo entre los años 1873 y 1874 los fondos de los empréstitos que se gastaron (más que en Obras Públicas en la guerra de Entre Ríos), salieron del país en pago de importaciones y de créditos o, lo que es más probable, por cambios de cartera debida a la desconfianza de los tenedores de dinero sobre las posibilidades de que se mantuviera la convertibilidad bajo la fuerte expansión del gasto y del dinero. Desde 1873 la situación de los mercados financieros en Europa no posibilitó el acceso a nuevos fondos. A partir de 1873 hubo una continua salida de reservas de la Oficina de Cambios y se contrajo la circulación de sus billetes. Esto generó lo que se denominó una crisis del crédito. El gobierno de la Provincia de Buenos Aires, alegando erradamente seguir los postulados de la *banking school*, sostuvo que era obligación del Banco responder a las necesidades del comercio y la producción, autorizándolo a emitir nuevas notas metálicas por 6 m \$F (equivalentes a 150m\$ ctes). El Banco más prudente no libró de inmediato su total al público, lo que hizo más gradualmente. La oferta monetaria continuó en expansión ya que se compensó la caída del circulante en la OFCAM con el aumento de las notas metálicas. Con tipo de cambio fijo y un aumento de la oferta de dinero mayor que el de la demanda se produjo una salida de reservas (ver Gráfico 1). Desde 1873 a 1876, bajo convertibilidad, el Crédito fue la fuente principal de creación de dinero. Cuando las reservas estuvieron casi agotadas el BPBA obtuvo del gobierno de la Provincia la suspensión de la convertibilidad con lo que en mayo de 1876 concluyó el período de cambio fijo.

Los precios evolucionaron en general a la baja siguiendo la tendencia de los internacionales (ver Gráfico 4). A pesar de una leve suba en 1874 y de la devaluación la severidad de la política fiscal en la que en los años se obtuvieron superávits fiscales operativos.

La cotización de los bonos del gobierno subieron espectacularmente desde 1864 a 1873 desde un 40,12 % a casi un 78,57 %, con lo que la tasa implícita de interés bajó de un 14,96 % en 1864 a 7,64 en 1873. De 1873 en

cambio como resultado de la falta de confianza bajaron, quedando en una paridad de 46,94 %. La tasa implícita en los bonos del gobierno habría subido a 12,78 % en 1976.

Aunque no tenemos estimaciones sobre la evolución del PBI en este período, todos los indicadores (las exportaciones subieron de 27 m en 1871 a 47 m en 1873, las importaciones de 46 a 73 m\$) indican una expansión importante hasta 1873. Lo que se llamó la crisis de 1873-76 afectó en cambio las importaciones, que bajaron a 36 m en 1876 (las exportaciones siguieron en los 48 m\$) [Cortés Conde, 1989 pág. 111] y el gasto público, que en 1873 llegó a 27 m\$ F, bajó a 26m\$F subió a 31m\$F en 1875 y luego bajó a 26m \$F 20m \$F y 21 m \$F. Sin embargo, no podemos saber cual fue el resultado global de la economía ya nuestras estimaciones sobre el PBI empiezan 1875.

## **2. El período de inconvertibilidad 1876-80.**

Alto crecimiento, contracción monetaria, deflación de precios

Esto eximió al BPBA de la obligación de convertir sus billetes. Inmediatamente el gobierno nacional adoptó una medida similar respecto al Banco Nacional. La suspensión de la inconvertibilidad incluyó no solamente a los billetes de la Oficina de Cambios del BPBA (denominados en pesos moneda corriente) sino también a las notas metálicas, lo que las colocó en la misma situación que aquellos, es decir como papel moneda inconvertible. En el Banco Nacional abarcó a sus notas metálicas. No solamente se trató de suspender la obligación de convertir en metálico de la Oficina de Cambios sino que se extendió a las emisiones de cualquier naturaleza. Más adelante, como parte de las negociaciones entre el gobierno nacional y el BPBA por las que éste acordó al primero un préstamo de 10 m\$F, se decretó el curso forzoso de sus billetes en toda la Provincia, debiendo ser aceptados en pago de toda obligación pública o privada (y sólo un 50 % en el caso de los derechos de Aduana). A las notas del Banco Nacional no se les dio curso legal en la ciudad y provincia de Buenos Aires, pero sí en el resto del país. De éste modo el curso forzoso se extendió por medio del Banco Nacional a todo el país. En un régimen de inconvertibilidad es el gobierno o los Bancos de emisión los que determinan el límite nominal del stock de dinero y es la demanda de dinero la que en definitiva determina el nivel de precios y el tipo de cambio. Entre 1875 y 1880 la oferta monetaria creció un

1,7 % por año. Fue mayor el aumento del circulante en poder del público, un 9,5 % por año, de 26,05 m\$F en 1875 a 43,5 m\$F en 1880. En un solo año 1876 subió de 26,9 a 33,2 m\$ F un 23,5 %. Ello resultó de la autorización concedida al BPBA de aumentar su emisión inconvertible en 10 m\$ F de los cuales ya en 1876 se habían entregado a la circulación más de 7 m\$F (ver Gráfico 1). Pero mientras aumentaba el circulante bajaban en cambio los depósitos un 5,6 % por año, lo que se reflejó en la más moderada suba de la oferta monetaria (ver Gráfico 1). La relación cir/dep subió casi al doble de 0,65 fue a 1,39 (ver Gráfico 8).

El público tras la inconvertibilidad confió menos en los Bancos y prefirió efectivo. Como resultado del mismo proceso, es decir del retiro de fondos, bajó la relación reservas/depósitos desde un 20 % en 1875 hasta un 4% en 1880. Por otro lado bajo inconvertibilidad los Bancos tuvieron una menor preocupación por mantener un volumen alto de reservas (ver Gráfico 8).

Entre 1867 y 1876 se había mantenido se un tipo de cambio fijo (25 \$ corrientes 1 \$ fuerte). En 1876, tras decidirse la inconvertibilidad, el premio del oro subió un 14 % y algo menos un 11 % en 1877. En 1879 se estabilizó y subió 1% por año y, a partir de entonces, el peso papel empezó una fuerte valorización, un 23 % hasta llegar a la paridad previa a la inconvertibilidad (ver Gráfico 4).

El PBI creció un 4,5 % por año (ver Gráfico 11). Como la oferta monetaria subió menos 1,7 % por año ocurrió lo que se podía esperar, es decir, una deflación de precios. Los precios bajaron un 4.4 % por año (ver Gráfico 11). En este período sólo entre 1875 y 1876 cayó el producto, a partir de entonces se registró un sensible aumento. La deflación no fue entonces un impedimento para el crecimiento.

La tasa de interés implícita en los bonos del gobierno que había subido del 7,64 en 1873 a 12,78 en 1876 comenzó a bajar los años 77 y 78 llegando en 1880 a 7,93 y en 1881 por debajo de 1876 a 7,05 %

### **3. El período de convertibilidad 1881-1885**

Alto crecimiento, gran expansión monetaria y moderada suba de precios.

En 1881 se dictó una ley que estableció una nueva unidad de cuenta, el peso oro de 25 gramos de plata y 1,6986 gramos de oro. Este oro tendría una

menor cantidad de plata que el peso fuerte (27 gramos), abandonando el contenido metálico del viejo peso español para adecuarse al régimen de los países de la Unión Latina. Sería un múltiplo del franco, la peseta y la lira que tenían un contenido de 5 gramos de plata. Se trató de una moneda de cuenta ya que no se acuñó, en cambio se acuñaron monedas de 5 \$ oro el argentino y de 2,5\$ oro el medio argentino. La ley estableció que todos los bancos de emisión debían cambiar sus emisiones anteriores a la nueva unidad monetaria, que para 1883 debían ser convertibles. Aunque formalmente se volvió recién en 1883 ya desde 1880 el Banco Nacional convertía a la paridad anterior a 1876 y la Oficina de cambios en el BPBA abrió sus puertas en 1881. De hecho entonces casi desde el comienzo de la década se estuvo en un régimen de convertibilidad.

Entre 1880 y 1885, la Oferta Monetaria subió un 18,5 % (ver Gráfico 2). El circulante en poder del público creció un 9,8 % por año mientras que los depósitos mucho más, a un 26,5 %. Esto se debió a una gran expansión del sistema bancario, que antes había estado limitado a casi un solo banco el BPBA y a la credibilidad ganada al volverse a la paridad anterior a 1876. La relación circulación/depósitos bajó de 1,39 en 1880 a 0,65 en 1885 evidenciando la mayor confianza del público que dejaba su dinero en los Bancos. Como resultado de ello también mejoró al relación Reservas/depósitos que fue del 4 % en 1880 al 15 % en 1885, (ver Gráfico 8).

La expansión monetaria en el quinquenio correspondía a un impresionante aumento del producto, 14 % anual y un aumento de precios que ya dejaba de ser moderado, 3,5% (ver Gráficos 11). Con un aumento del producto mayor al del dinero una esperaría una deflación de precios lo que no ocurrió probablemente por un aumento en la velocidad del dinero. El público probablemente desatesoró respecto al período precedente en que hubo desconfianza debida a la crisis.

Alrededor de 1882 se volvió a la paridad anterior a 1876 entre el papel y el oro que se mantuvo fija hasta 1885. Dada las características peculiares del régimen de convertibilidad que no exigía una reserva del 100 en oro de las nuevas emisiones, el crédito más que el ingreso de oro fue la principal fuente de creación de dinero.

La tasa de interés implícita de los bonos del gobierno continuó descendiendo en este período (siendo 6,92 en 1882 y 6,85 en 1883), alcanzando un mínimo en 1884 de 6,73. Consecuentemente la cotización de los bonos conti-

nuó en un franco ascenso, de 86,69 en 1882 a 89,10 en 1884.

#### **4. El período de inconvertibilidad y expansión monetaria 1885-90**

Alto crecimiento, enorme expansión monetaria, inflación

Por razones que hemos explicado en otro trabajo [Cortés Conde 1989], para frenar una sostenida salida de reservas, el gobierno central en enero de 1885 autorizó al Banco Nacional a suspender la convertibilidad. De inmediato hizo lo mismo el BPBA y muy poco después solicitaron autorización para ellos los pocos bancos provinciales de emisión. En mayo una ley del Congreso ratificó la medida tomada por un decreto de urgencia abarcando a todo el país, la que luego fue extendida hasta 1899, a la vez que se dio garantía de la nación a las emisiones de los bancos y el carácter de curso forzoso.

En 1876 la suspensión de la convertibilidad no había alcanzado a los depósitos en la cartera metálica de los Bancos (que eran parte del sistema bimonetario que existía en la Argentina). Esta vez como se había creado una unidad monetaria nacional convertible (el peso oro) se unificaron las carteras (de pesos corrientes y pesos fuertes) en una sola en oro y se terminó con el régimen bimonetario. Cuando se decidió la inconvertibilidad, ésta alcanzó a todas las obligaciones, incluyendo a los depósitos en los Bancos que podían ser pagados con billetes (inconvertibles). Esto generó un clima de desconfianza que provocó la fuga de capitales y finalmente condujo a la crisis de 1890. También tuvo negativos efectos fiscales ya que (a diferencia con los Estados Unidos) los impuestos aduaneros podían pagarse en billetes inconvertibles, con los perjuicios que causó su depreciación.

El gobierno tras la primera depreciación (con el premio que había llegado a 142), para evitar los perjuicios fiscales decidió intervenir en el mercado y sostener el valor del peso.

La oferta monetaria subió un impresionante 22 % por año. En 1887 se promulgó una ley autorizando la creación de Bancos Garantidos. En el año de la creación de los Bancos Garantidos lo hizo en un 44 %.

El circulante en poder del público subió un 26,5 % por año mas que los depósitos que lo hicieron en un 19,3 % por año (ver Gráfico 2).

El menor crecimiento de depósitos reflejó la mayor desconfianza del público en los Bancos. La relación Circulante/depósitos empezó a subir, de 0.60

en 1885 fue a 0.93 en 1887, 0.87 en 1890, 1,01 en 1891 y 2,21 en 1892 (Gráfico 8).

Las reservas sufrieron marcadas variaciones debido a los ingresos de oro producidas por las ventas de activos (como el Ferrocarril Andino) o del oro de los fondos de los Bancos Garantidos y de su salida casi inmediata. Tratando de defender el peso el gobierno vendía oro pero el público esperando futuras mayores depreciaciones lo compraba y lo retiraba del Banco. A partir de 1886 el Banco Nacional por orden del gobierno intervino en el mercado de cambios para sostener la paridad del peso hasta 1888. Es decir, se trató de una flotación sucia (ver Gráfico 5).

Las reservas subieron en 1886 a 24m\$, bajaron a 4m\$ en 1887 y luego subieron a 55m\$, en 1888 bajando al año siguiente a 17m\$ y luego a 4m\$. La relación reservas/depositos subió del 8% que estaba en 28884 al 15 % y al 22 % en 1886. Bajo el año siguiente a 5% como resultado de la salida de oro y volvió a subir en 1888 al 40% bajando luego nuevamente a 17 % y 8 % en 1889 (ver Gráfico 8). En 1889 ya agotadas las reservas se abandonó la intervención y el premio del oro saltó (ver Gráfico 5). Salvo los años en que hubo una fuerte entrada de metálico por las razones ya mencionadas fue el crédito la fuente principal de la creación de dinero.

El PBI subió un 5 % por año mientras que los precios mucho más un 12,4 % entre 1885 y 1890. Sin embargo todo el aumento tuvo lugar en 1887 con un 42 %, y en 1890 con un 29 % (como resultado del abandono del sostén de la paridad por el agotamiento de las reservas). (Ver Gráfico 11).

La tasa de interés implícita de los bonos del gobierno muestra un marcado incremento respecto al período anterior (donde se había alcanzado el mínimo de la serie en 1884 con 6,73) ya que en éste se mantiene alrededor de los ocho puntos. Alcanza un mínimo en 1886 de 7,86 y un máximo en 1887 de 8,79, descendiendo en 1889 a 8,01. La cotización de los bonos alcanza su mayor valor en 1886 (70,00) y el menor al año siguiente (62,58).

## **5. El periodo de inconvertibilidad y deflación de precios 1890-1899**

### **Contracción monetaria, deflación y aceleración del crecimiento**

Entre 1890 y 1899 la oferta monetaria cayó un 2,3 % por año. La mayor caída tuvo lugar en el año 1892 con un -33 %. A partir de allí ocurrió una muy

limitada expansión, 1,1 % por año (ver Gráfico 3). Sin embargo, debido a la política de creación de base monetaria y a que aumentaron las demandas de efectivo por parte del público, a tiempo que caían los depósitos, subió hasta 1893 el circulante en poder del público y luego se estabilizó en 190 m de \$. Fue, en cambio, en los depósitos donde tuvo mayor efecto la crisis. Por un lado por el retiro de fondos por parte del público y por la misma liquidación de los Bancos (el nacional y el PBA y otros privados) en 1891. De 313 M\$ en 1889 bajaron a 128 m\$ en 1892 y luego subieron hasta 173 m\$ en 1899. (ver Gráfico 3).

Entre 1890 y 1899 la circulación en el público subió 1 % por año en tanto que los depósitos cayeron un 6,3 % por año. Por consiguiente subió la relación circ/depósitos, que llegó a 1,01 en 1891 y a 2,50 en 1893, quedando alrededor de 2 mostrando la severidad de la contracción monetaria (ver Gráfico 8). Como resultado de ello, se produjo una deflación de precios. Entre 1890 y 1899 los precios bajaron un 2,5 % por año. (ver Gráfico 6).

El producto en cambio subió un 6,3 % por año, revirtiéndose la tendencia a la desaceleración del quinquenio 1885-1890 (ver Gráfico 11). Tampoco en este caso la deflación parece haber sido un impedimento al crecimiento.

La depreciación se acentuó hasta 1891 en que alcanzó más de un 200 % y a partir de entonces comenzó un proceso de sostenida y luego fuerte valorización que permitió que en 1899 se fijara una nueva paridad que importó una valorización de casi un 100% respecto a los niveles de 1891 (ver Gráfico 6).

### III. Conclusiones

Hemos analizado cinco períodos con regímenes y experiencias monetarias distintas :

- Convertibilidad 1867-76 con expansión monetaria y baja de precios.
- Inconvertibilidad con contracción monetaria y deflación (1876-80).
- Convertibilidad con expansión monetaria y moderada inflación (1881-1885).
- Inconvertibilidad con enorme expansión monetaria y consiguiente inflación (1885-90).
- Inconvertibilidad con contracción monetaria y deflación (1890-99).

En todos los casos el producto creció (salvo el año 1876 y los años 1891

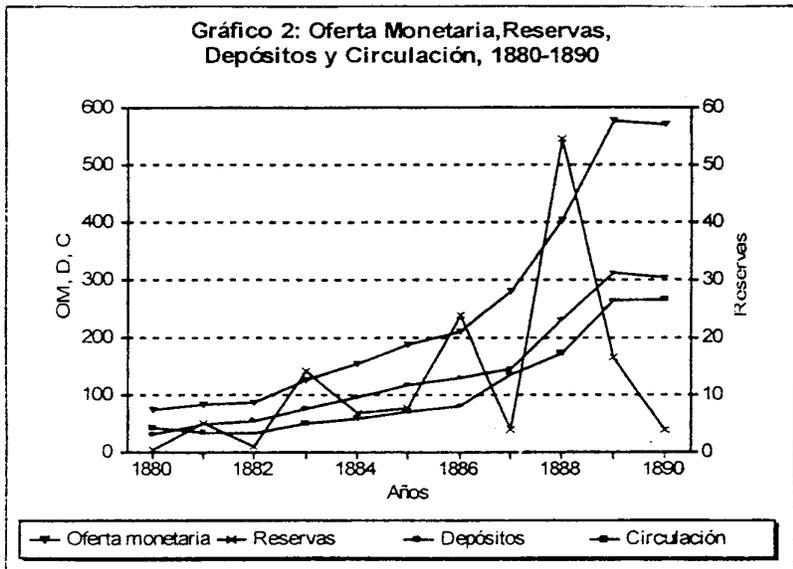
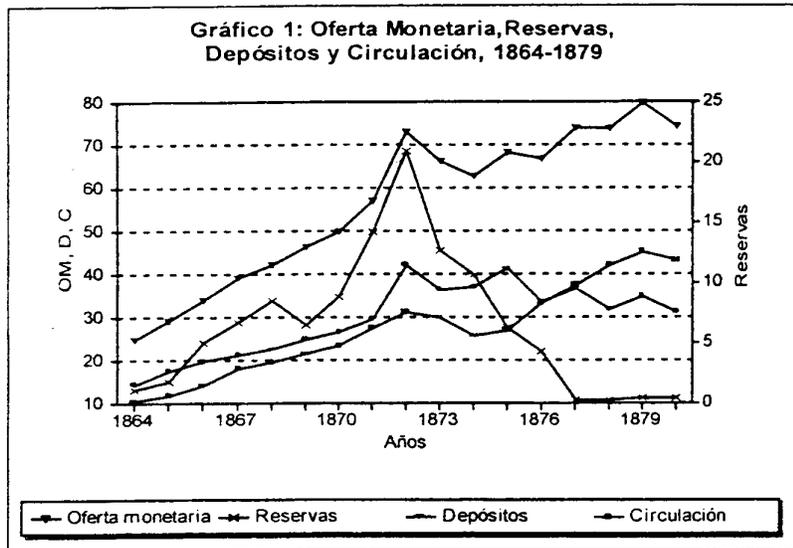
y 1892 en que cayó). Sin embargo los ritmos fueron diferentes. En el periodo 1876-80 de deflación, -4,4 %, el crecimiento del producto fue moderado 4,5 % por año, saltó luego en el primer quinquenio a un 14 %, con una muy fuerte expansión monetaria y un moderado aumento de precios 3,5 % por año.

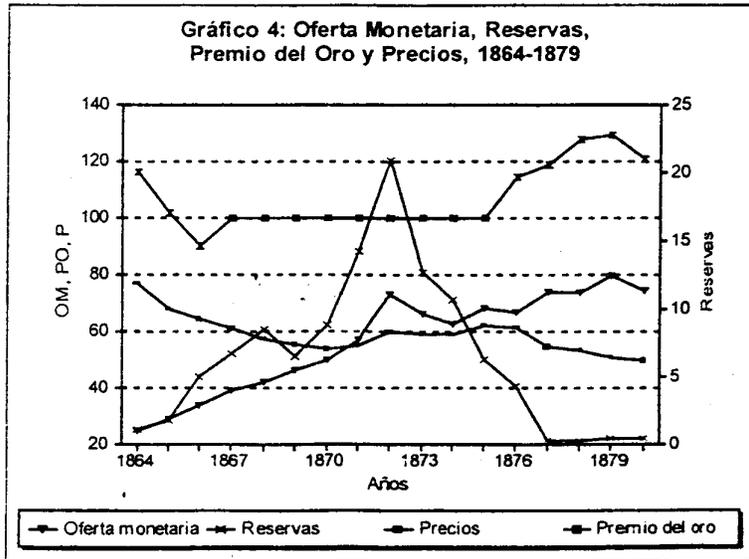
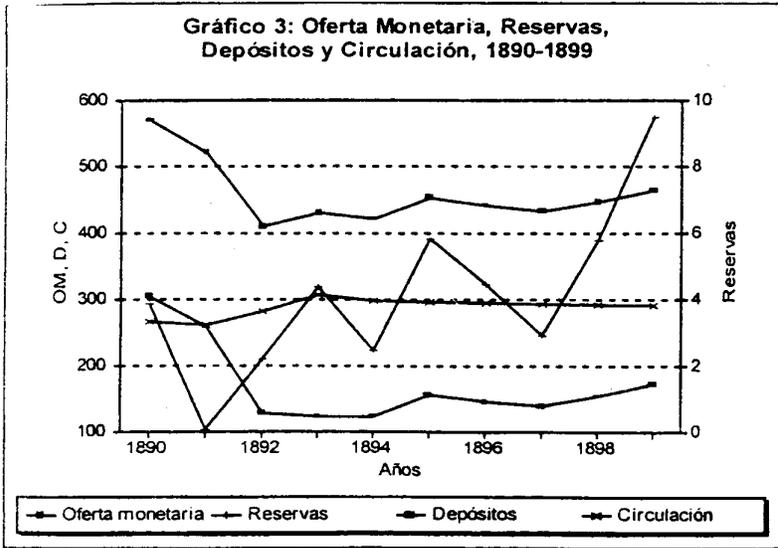
Con el abandono la convertibilidad en 1885 la expansión monetaria fue enorme, el producto creció de todos modos aunque algo menos que el quinquenio anterior, a un 5 % por año y subieron muy fuertemente los precios un 12,4 % por año.

En definitiva los trastornos monetarios que tuvieron lugar a partir de la crisis de 1885 y la inconvertibilidad aunque en algo pueden influir en la pequeña desaceleración del crecimiento que venía empujado el quinquenio precedente por factores reales (enorme expansión del FCC, la inmigración, los cultivos) no parece que hubieran tenido un efecto importante, por lo menos hasta 1890. Si en los años de la crisis de 1890. Tras los dos años en que cayó el producto, una vez concluidos los arreglos de la deuda externa en 1891 y 1893 (que fueron cumplidos estrictamente) tuvo lugar una recuperación sostenida el resto de la década, la que no fue impedida por ó la severa contracción monetaria y la deflación de precios.

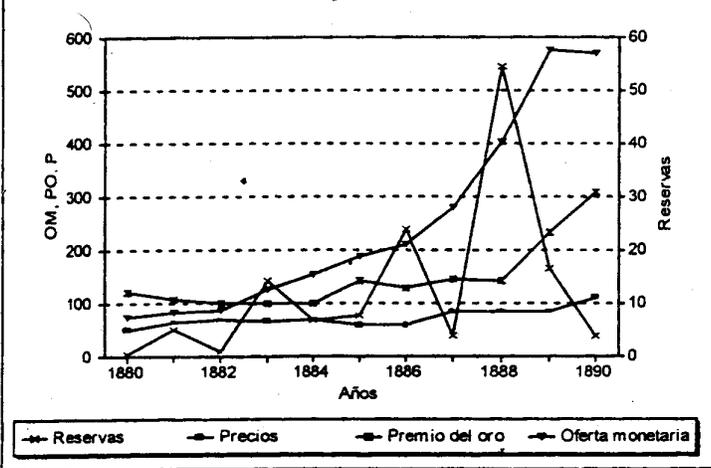
En esos periodos también existieron importantes experiencias como las de la Oficina de Cambios (BPBA) y la de los Bancos Garantidos que concluyeron en fracasos.

No tuvo éxito el intento de seguir el modelo de creación de dinero en base a los *real bills* y se concluyó directamente en la creación de dinero del gobierno. Tras el último el gobierno asumió como suya la emisión de los Bancos y el dinero fue papel moneda inconvertible del gobierno hasta 1899 cuando se entra al régimen de convertibilidad con la Caja de Conversión.

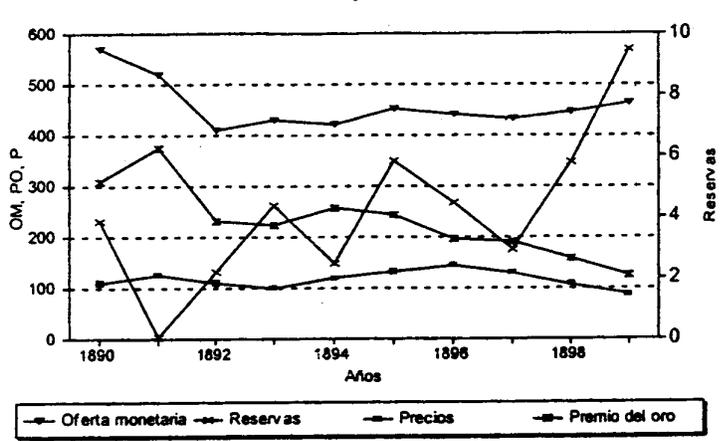


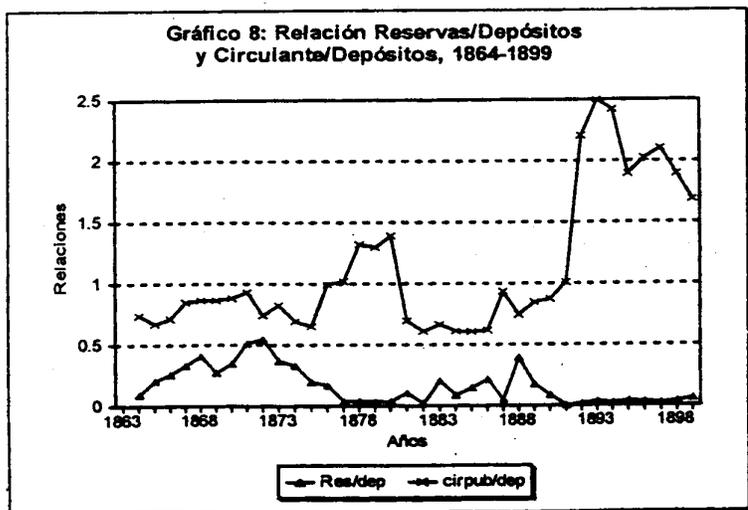
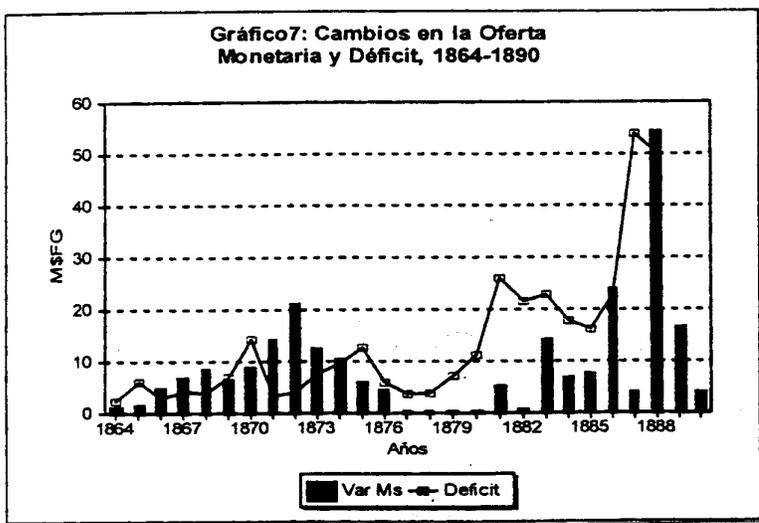


**Gráfico 5: Oferta Monetaria, Reservas, Premio del oro y Precios, 1880-1890**

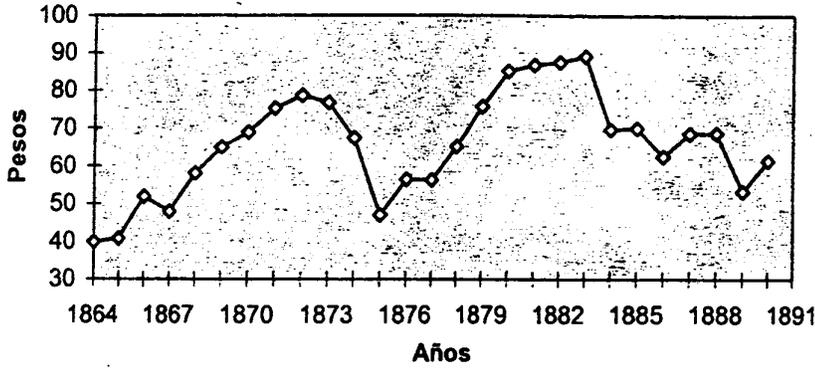


**Gráfico 6: Oferta Monetaria, Reservas, Premio del Oro y Precios, 1890-1890**

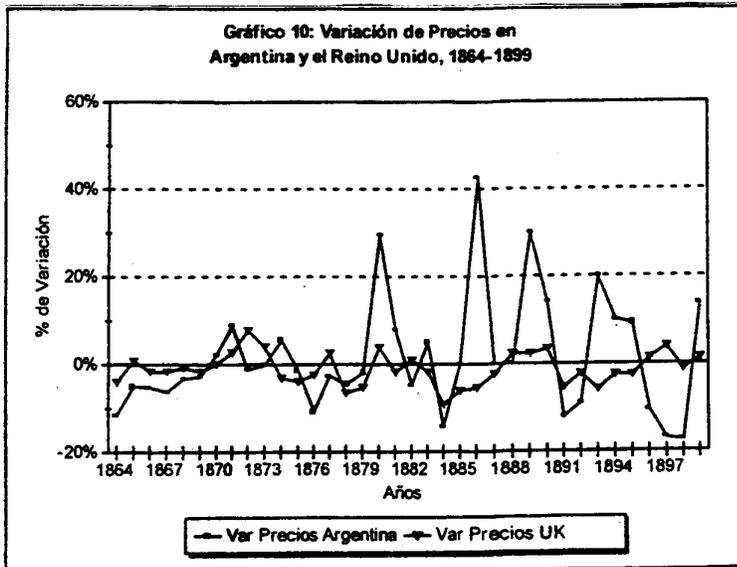




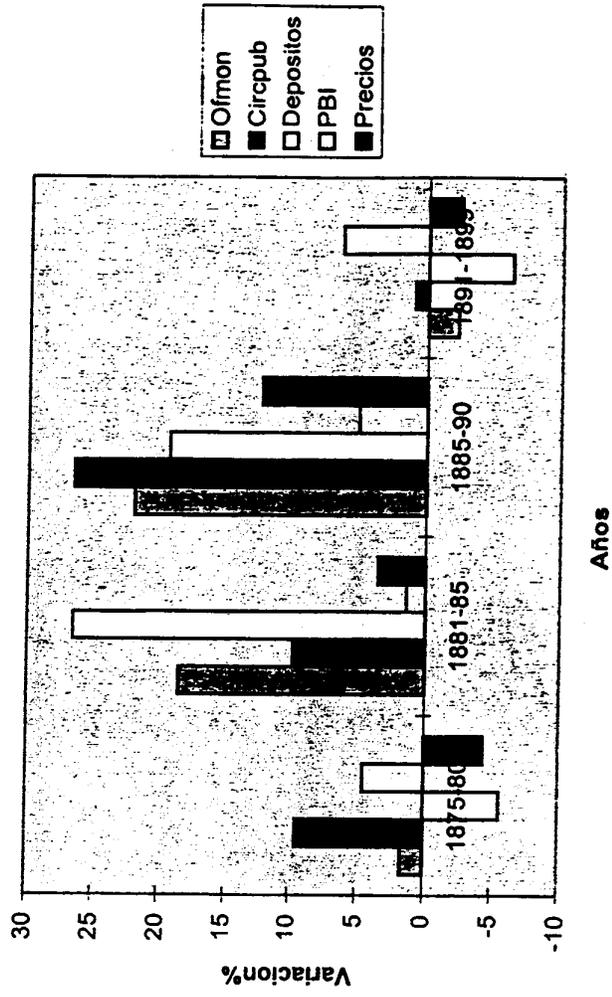
**Gráfico 9: Cotización de los Bonos del Gobierno, 1864-1891**



**Gráfico 10: Variación de Precios en Argentina y el Reino Unido, 1864-1899**



Evolution Dinero, PBI, Precios



**Tabla 1**  
**Fondos Públicos Nacionales : Cotización y Rendimiento ( hasta 1884 F.**  
**Pub. 1863 6%, 1884-1891, F Pub. 1884, 51/2)**

Año	Cotización	Rendimiento	T.cam	Rend.oro
1864	40,12	14,96	1,15	13,00
1865	39,84	15,06	1,10	13,69
1866	40,73	14,73	0,97	15,19
1867	51,83	11,58	1,00	11,58
1868	47,79	12,55	1,00	12,55
1869	57,95	10,35	1,00	10,35
1870	64,90	9,24	1,00	9,24
1871	68,84	8,72	1,00	8,72
1872	75,17	7,98	1,00	7,98
1873	78,57	7,64	1,00	7,64
1874	76,70	7,82	1,00	7,82
1875	67,40	8,90	1,00	8,90
1876	46,94	12,78	1,14	11,21
1877	56,44	10,63	1,19	8,93
1878	56,25	10,67	1,28	8,33
1879	65,12	9,21	1,29	7,14
1880	75,64	7,93	1,22	6,50
1881	85,09	7,05	1,08	6,53
1882	86,69	6,92	1,00	6,92
1883	87,55	6,85	1,00	6,85
1884	89,10	6,73	1,00	6,73
1885	69,60	7,90	1,37	5,77
1886	70,00	7,86	1,39	5,65
1887	62,58	8,79	1,37	6,42
1888	68,60	8,02	1,48	5,42
1889	68,66	8,01	1,80	4,45
1890	53,20	10,34	2,50	4,14
1891	61,30	8,97	3,87	2,32

**REFERENCIAS**

ALVAREZ, Juan (1938), "Historia de la Nación Argentina", en 'Academia Nacional de la Historia'. Vol. IV. Buenos Aires.

AMARAL, Samuel (1988), "El descubrimiento de la financiación inflacionaria en Buenos Aires, 1790-1930", en Academia Nacional de la Historia: 'Investigaciones y Ensayos'. Enero-junio 1988, Vol. 37. Buenos Aires.

CAMERON, Ronde (1967), "Banking in the Early Stages of Industrialization". London, Oxford. Oxford University Press.

CORTES CONDE, Roberto (1979), "El Progreso Argentino". Ed. Sudamericana, Buenos Aires.

CORTES CONDE, Roberto (1989), "Dinero, Deuda y Crisis". Ed. Sudamericana, Buenos Aires.

CORTES CONDE, Roberto (1996), "Estimaciones del Producto Bruto Interno". Ed. Mi-meo, Buenos Aires.

CORTES CONDE, Roberto (1997), "La Economía Argentina en el Largo Plazo". Ed. Sudamericana-Universidad de San Andrés, Buenos Aires.

FORD, A. G. (1962), "The gold Standard". Clarendon Press, Oxford.

SARGENT, Thomas y VALDE, Francois (1995), "Macroeconomic features of the French Revolution" en Journal of Political Economy, Vol. 193, N° 31.

SEGRETI, Carlos A. "Moneda y Política en la Primera Mitad del siglo XIX. Contribución al estudio de la Historia de la Moneda Argentina", Fundación Banco Comercial del Norte, Tucumán, 1975.

WILLIAMS, John (1920), "Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money". Mass. Harvard University Press, Cambridge, U.S.A.