

Las seis convertibilidades de la moneda argentina: la reiteración de una misma historia

Guillermo Vitelli

La provincia de Buenos Aires y luego la Argentina construyeron, desde su independencia de España, seis períodos donde se trocó el papel moneda por oro o por monedas externas a un tipo de cambio fijo y se autorizó sólo la emisión gestada desde el ingreso de oro o divisas y desde el respaldo del capital de las entidades emisoras. La primera convertibilidad fue instrumentada por un banco privado, el de Buenos Aires,¹ iniciándose en 1822 para concluir hacia 1826; la segunda fue implementada por otro banco, el de la Provincia de Buenos Aires, y rigió entre 1867 y 1873, al igual que la primera sólo en el ámbito provincial; la tercera fue muy corta sostenida durante trece meses, desde diciembre de 1883 a enero de 1885, constituyéndose en la primera convertibilidad validada a nivel nacional; la cuarta se inició en 1899 y concluyó al comenzar la primera guerra mundial, hacia 1914; la quinta operó sólo durante algo más de dos años, entre agosto de 1927 y diciembre de 1929, suspendiéndose al instalarse la gran crisis financiera mundial; por último, la sexta fue instrumentada durante los años noventa, iniciándose en 1991 para concluir hacia finales de 2001. Con excepción de la primera convertibilidad, donde el respaldo lo debía conformar el capital del banco emisor, en las restantes experiencias no se autorizó la emisión monetaria por fuentes diferentes a la externa, ya sea por saldos positivos en el comercio exterior o por ingresos de préstamos, prohibiéndose las creaciones dirigidas al financiamiento de gastos fiscales y las empleadas para cubrir retiros del sistema financiero o para sostener redescuentos bancarios. Aunque no siempre esa regla fue cumplida.

1. También conocido como Banco de Descuentos.

Sin embargo, esos no fueron los únicos momentos donde la moneda podía trocarse por oro o por divisas. Fuera de esos tramos, entre 1863 y 1935 el texto escrito en los billetes especificó, en numerosas ocasiones, que el circulante continuaba siendo convertible con algún referente metálico. La segmentación se produjo con la creación del Banco Central en 1935, que absorbió las funciones de la Caja de Conversión, y que instauró un sistema monetario no convertible hasta 1991. Los años que van de la segunda a la tercera convertibilidad, los que recorren de 1873 a fines de 1883, y los posteriores al quiebre de la cuarta convertibilidad, desde 1914 hasta 1927, son particularmente elocuentes de la existencia de operaciones de conversión de la moneda a pesar de regir allí la suspensión de la norma o de no haberse legislado ninguna nueva. También numerosos documentos sobre moneda, e incluso discursos de los ministros de Hacienda de esos años, solían mencionar que la conversión era parte del sistema monetario. Por ejemplo, hasta 1883, antes de formularse la tercera convertibilidad, la ley especificaba que los bancos debían emitir billetes pagaderos en "pesos nacionales oro" a pesar de haberse cerrado hacia 1876 la Oficina de Cambios, que había instrumentado la conversión del papel en oro. La aplicación de la ley que sustentó la segunda conversión, la única hasta ese momento, ya había sido suspendida en 1873, aunque la inconversión total fue definida recién hacia enero de 1885.² Una persistencia similar se conformó entre 1914 y el inicio de la quinta convertibilidad, en agosto de 1927, interregno donde el ente rector monetario continuaba siendo la Caja de Conversión. En realidad, durante el siglo XIX y las primeras tres décadas del siglo XX sólo se sancionaron dos leyes de conversión, la de 1864, puesta en vigencia en enero de 1867, y la de 1899. Pero ambas se proyectaron más allá de sus períodos de vigencia. ¿Cómo se entienden esas acciones de conversión sin que rigiera legalmente el sistema?

Técnicamente la convertibilidad puede respaldar, con moneda externa o con metal, el 100% de la emisión monetaria o un porcentaje menor.³ Durante los seis períodos en que la moneda argentina fue convertible, se procuró que el respaldo fuera del 100% de la base monetaria.⁴ Al formularse la conversión total, la única fuente de creación monetaria permitida es la gestada por operaciones comerciales y financieras con el exterior que motivan ingresos y egresos de oro o divisas, impidiéndose las provenientes de las otras dos fuentes, la inducida por préstamos otorgados al fisco y la que se forma por el redescuento de documentos comercia-

2. En 1883, luego de 10 años desde la suspensión de la convertibilidad de 1867, y sin que rigiera ninguna exigencia de conversión, el diario *La Nación* en sus ediciones del 1 de febrero y del 10 de marzo de 1883, p. 1, mencionaba que la moneda emitida por el Banco de la Provincia de Buenos Aires era aún convertible.

3. Por ejemplo la convertibilidad de la libra esterlina de la década de 1920 respaldó cerca del 20% del circulante; Franco (1991).

4. Este es un concepto moderno que no necesariamente puede ser aplicado a los tiempos de las primeras convertibilidades, pero que es útil para homogenizar el análisis.

les depositados en el sistema financiero. Esos dos marginamientos implican, para concretar una convertibilidad total, legislar un respaldo del 100% de la emisión con reservas nominadas en metales o en papeles de aceptación internacional. En los años diferentes a las seis convertibilidades ese porcentual no fue obligatorio, aceptándose, hasta 1935, la convivencia de las tres fuentes de emisión monetaria, aunque sólo durante lapsos cortos no se hablara de conversión.⁵ Por eso coincidía el concepto de convertibilidad junto a un respaldo inferior al 100% de la masa monetaria disponible, y con porcentuales cambiantes en el tiempo en función de la magnitud de las otras dos fuentes de emisión, distintas a la externa.⁶ En ese marco, y hasta 1935, persistió la Caja de Conversión como institución cuasi rectora de lo monetario, cumpliendo un rol anticipatorio de las funciones del Banco Central.⁷ Su nombre era ciertamente erróneo, no abarcativo de todas sus funciones, aunque perduraba como institución de sustento del papel emitido.

Por eso es válido afirmar que desde 1822, cuando se creó el Banco de Descuentos, y hasta 1935, al crearse el Banco Central, con la excepción de los cinco lapsos que rigieron las convertibilidades, la moneda fue siempre inconvertible, manteniendo respaldos en oro inferiores al 100%, e incluso nulos. Pero el concepto de convertibilidad o inconvertibilidad de la moneda estuvo siempre presente. Luego, desde la creación del Banco Central en 1935, el término desapareció del léxico de los economistas, rescatándose recién a finales de la década de 1980, cuando comenzaron a ser presentados los esquemas de respaldo con divisas como una de las respuestas monetarias para dar fin a las dos únicas hiperinflaciones que registró la economía argentina. A partir de allí la metodología de la conversión fue dominante hasta su quiebre en diciembre de 2001.

I. La primera convertibilidad -de 1822 a 1826-

Durante 1823 se inauguró la circulación del papel billete en Buenos Aires. Previamente sólo habían circulado monedas de metal, pero nunca billetes emitidos sobre papel. Ese comienzo está asociado con la primera convertibilidad, que poseyó características muy peculiares: las emisiones no fueron hechas por el estado provincial sino por un banco privado, el de Descuentos, fundado hacia enero

5. En 1914, al suspenderse la cuarta convertibilidad y luego hacia 1930 y 1931, ya concluida la quinta conversión, el Ministerio de Hacienda autorizó al Banco de la Nación Argentina a efectuar redescuentos bancarios y a otorgar préstamos al Gobierno Nacional, facultando esas dos formas de emisión; Arnaudo (1987), p. 19.

6. Hacia mediados de la década de 1880 el respaldo en oro de las emisiones autorizadas a los Bancos Nacional, y de las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe y Tucumán fue de aproximadamente 35%; de la Plaza (1899), p. 71.

7. La definición de cuasi rectora se debe a que compartía funciones con el Banco de la Nación Argentina en la ejecución de la política monetaria.

de 1822 para emitir moneda convertible y transformado en 1826 en el Banco Nacional. Ese fue el primer banco creado en el país. Estaba integrado por capitales ingleses y emitió billetes al portador, que circularon casi exclusivamente en el ámbito de la ciudad de Buenos Aires, que no poseía entonces más de 55.000 habitantes. Allí nacieron las primeras emisiones de papel moneda. Para legitimarlas, el banco explicitó que eran convertibles y que estaban respaldadas por su propio capital, aunque no estaban sustentadas por los bienes de sus accionistas.⁸ En realidad, para lograr en esos tiempos la aceptación de cualquier emisión de papel billete debía invocarse expresamente que era convertible, ya que con anterioridad habían circulado sólo metales y en las transacciones dominaba aún el trueque contra otras mercancías. Siempre se comerciaba a cambio de un bien físico. En esos años, existía en la población un desconocimiento prácticamente total de las ventajas y desventajas del papel como medio de pago. Por eso, quienes recibieran los billetes pretenderían al menos la invocación de disponer de metálico como respaldo.

La ley especificaba que el banco emisor debía respaldar la moneda con su propio capital. Sin embargo, en su aplicación no se siguió la regla de sustentar el 100% de la emisión. El capital aportado, muy reducido y nunca incrementado, cubrió sólo cantidades marginales de la circulación, por lo que los considerables montos emitidos generaron una profunda depreciación del papel moneda que imprimió.⁹

Esa convertibilidad no estuvo desligada de otros negocios asociados con el respaldo a la emisión monetaria, en los que participó Rivadavia siendo ministro y luego como presidente, gestionándolos, y en los que explícitamente estuvo interesado. Los accionistas del banco eran también dueños de una empresa formada en Londres, la Sociedad de Minas, que pretendía adquirir los derechos de explotación sobre los minerales existentes en Famatina o al menos lograr que el estado se los entregara en concesión. Se suponía que su producción podía ser empleada como respaldo del papel moneda que se emitía. Pero las minas no pertenecían a Buenos Aires ni se encontraban dentro de su jurisdicción, sino que eran parte de La Rioja, el territorio de Facundo Quiroga, quien se decía dueño de la capacidad de explotación de ese mineral. Por eso, el gobierno de Buenos Aires no pudo garantizar a la empresa inglesa la explotación de las minas. Además, informes técnicos de la época mostraron que las vetas del mineral eran de escaso valor, al carecer de los rindes invocados por Rivadavia. Pero ambas anomalías fueron detectadas después de haber sido creado el Banco de Descuentos, por lo que sus emisiones no pudieron ser respaldadas por los supuestos minerales de La Rioja. De este modo, el monopolio bancario que por 20 años poseyó desde sus inicios el Banco dejó de interesar a sus accionistas.

Sin embargo, durante los cuatro años que perduraron el Banco de Descuentos y su continuador, el Nacional, los accionistas pudieron realizar negocios para sí.

8. Panettieri (1983), pp. 8 a 10 y Regalsky (1999), p. 34.

9. Panettieri (1983), p. 9.

No sólo generaron una gran depreciación de la moneda, sino que se otorgaron autopréstamos al tiempo que se trababa todo crédito que no fuera entregado a los mismos.¹⁰ En realidad, las emisiones se lanzaban al mercado a través de sus accionistas, que eran los receptores de la capacidad de compra presente de un billete cuyo valor se deterioraría rápidamente. Además, ellos descontaban letras de privados por los billetes que emitían para luego cambiarlos por onzas de oro, que incluso remitían al exterior. Pero el negocio de la primera convertibilidad no concluyó con las entregas cautivas del dinero emitido. Las pérdidas de las dos entidades privadas fueron luego solventadas por el estado provincial, quien en enero de 1826 decidió garantizar las emisiones que se habían lanzado, sin haber accionado sobre los activos de los accionistas.

Es incuestionable que la primera no puede ser considerada una convertibilidad de la moneda local, sino un mecanismo empleado por un banco privado para lograr, con la anuencia de las autoridades políticas, la aceptación de sus papeles, emitidos con un mínimo respaldo y con escaso capital. Fue, sin duda, un instrumento para favorecer los negocios de sus accionistas.

II. La segunda convertibilidad —de 1867 a 1873—

Hacia 1863, apenas concluida la separación entre la Confederación Argentina y Buenos Aires y conformada la Argentina como nación integrada, comenzó a debatirse en el parlamento bonaerense la implementación de la segunda convertibilidad de su papel moneda. El país se encontraba inmerso en una total anarquía monetaria al circular en las provincias monedas metálicas de diferente procedencia, papeles moneda de curso forzoso y monedas privadas. Las autoridades políticas ya habían dispuesto hacia 1862 que el papel moneda emitido por Buenos Aires debía ser aceptado por todas las aduanas de la República. También, como forma de incrementar los niveles de actividad y de comercio internos, se trató de generalizar el empleo del papel moneda reduciéndose la circulación de monedas metálicas extranjeras, básicamente las provenientes de países fronterizos, que por su reducida disponibilidad dificultaban el desarrollo y la expansión de las actividades económicas.¹¹ El logro de la aceptación del billete demandaba, para revertir la diversidad de sistemas monetarios, que se introdujera un esquema de garantía en el valor del papel moneda, ya que en la historia pasada había dominado una mínima confianza en las emisiones sobre papel, que persistía aún hacia 1864. La propia crisis de legitimidad política de comienzos de la década de 1860, al ser derrotadas las tropas de la Confederación, llevaría a la necesidad de instrumentar la convertibilidad para instalar el papel moneda como el principal instrumento de intercambio comercial y de pago de deudas.

10. Damianovich (1979), p. 26.

11. Cortés Conde (1989), pp. 21 y 22.

Algunos autores han planteado que la propuesta de convertibilidad presentada en 1864 se engendró más allá de concepciones políticas y económicas predeterminadas o procurando fortalecer la unidad nacional. Fue determinada, se dijo, por la desvalorización creciente que registraba el papel moneda, motivando una enorme desconfianza en su valor futuro, determinada por los incrementos caóticos y fraguados en las emisiones, que provocaban su rápida y total depreciación.¹² Como resultado, se inducía la retracción de los negocios.¹³ La merma de su valor también erosionaba los salarios ya que sus niveles nominales se reajustaban con posterioridad a la caída en el valor del dinero. En realidad, la desvalorización modificaba, temporalmente, los precios relativos y por ende la distribución de los ingresos entre los actores económicos. Pero esa primera propuesta no fue aprobada al tiempo de ser discutida porque no se aceptaron los medios para financiarla y también porque muy poco después de ser formulada, hacia 1865, se inició la guerra contra Paraguay, que comenzó a comprometer incluso las finanzas de Buenos Aires, impidiendo toda certeza acerca de los valores de las monedas.¹⁴

La temática central de toda convertibilidad ha girado siempre sobre las mecánicas para lograr la base que debía operar como respaldo. Ello se constata en la discusión parlamentaria sobre el texto de la ley de convertibilidad de 1864, cuando se debatió, como articulado básico, además del valor de paridad que se fijaría, la aprobación de un empréstito externo que sería empleado para hacer frente a los canjes entre el papel moneda y el oro. Se dijo que para hacerla viable el único camino era incorporar a la Caja de Conversión del Banco un capital metálico suficiente para abonar, con onzas de oro, todo el papel moneda que se emitiera, más el existente en ese momento.¹⁵ Sin embargo, hacia 1864, en el parlamento bonaerense se explicitaron críticas muy agudas a la toma de deuda externa, que determinaron que la implementación de la conversión se postergara hasta 1867. Los diarios parlamentarios muestran que hasta mediados de 1866 no se había logrado aprobar ningún empréstito externo de los numerosos que fueron debatidos para hacer frente a la conversión.¹⁶ La propuesta de 1864 del ejecutivo al parlamento de Buenos Aires contemplaba, sin embargo, otras fuentes de recursos para dotar de respaldo a la moneda sin recurrir mayoritariamente al endeudamiento externo. La ley singularizó la venta de 2.160.000 hectáreas sitas en la provincia, el produc-

12. En los primeros seis meses de 1863 el medio circulante perdió el 20% de su valor frente al oro; Piñero (1899), p. 15.

13. De la Plaza (1899), pp. 33 y 38.

14. El primer proyecto de conversión de la moneda fue enviado al Congreso de la provincia de Buenos Aires en 1863 y aprobado el 21 de octubre de 1864, pero no fue aplicado; de Vedia (1899), p. 38.

15. Discurso del ministro de Hacienda de Buenos Aires, Luis Domínguez, en el debate sobre la ley de conversión de 1864; de la Plaza (1899), pp. 38 y 40 y Piñero (1899), p. 15.

16. de la Plaza (1899), p. 43. Según Piñero (1899), pp. 122 y 141, la posibilidad de aprobar algún empréstito externo generó ira entre los parlamentarios, por lo que fue rechazado.

to de la privatización del ferrocarril del Oeste, el 10% de los derechos ordinarios de la aduana y, lógicamente, las ganancias que obtenía el banco de la provincia.¹⁷

Esas propuestas permanecieron latentes, pero sin ser implementadas. La revitalización de la idea se instaló cuando las tendencias de la economía y la relación del precio de la moneda local frente al oro comenzaron a revertirse hacia 1866, alterándose las condiciones de la coyuntura vigente en las primeras discusiones, las de 1864. Debido a la expansión de las exportaciones, la depreciación del valor del peso perduraría sólo hasta 1866. Fue allí cuando la moneda local comenzó a valorizarse en relación al oro, modificándose las condiciones iniciales de la conversión propuesta en 1864.¹⁸ Ya en un proceso de valorización creciente del peso local, hacia enero de 1867 se autorizó por ley al Banco de la Provincia de Buenos Aires a establecer una Oficina de Cambio, que trocara papel moneda por metal sobre la base de la legislación dictada en 1864.¹⁹ La presentación de la nueva ley y su aprobación a comienzos de 1867 se aceleró porque la valorización del peso minaba los ingresos de los sectores agroexportadores,²⁰ que dominaban el parlamento y la gobernación de Buenos Aires. A partir de la formación de la Caja, el banco debía entregar un peso oro a cambio de veinticinco pesos papel de curso legal o viceversa, que él mismo emitía. La paridad fija establecida implicó, sin embargo, una devaluación considerable de la tasa de cambio de la moneda local frente al oro, especialmente respecto de su tendencia futura, que era nítidamente declinante. También implicó un abaratamiento del salario, en términos reales, al no readecuarse sus niveles nominales a los incrementos de precios que generó la devaluación. El inicio de la convertibilidad contabilizó, así, un cambio sesgado en los precios relativos, nítidamente favorable al sector agroexportador.

La ley de conversión, para preservar el monopolio de emisión del banco en el ámbito provincial, prohibió el establecimiento de bancos particulares de emisión.²¹ Su rol como único ente creador de papel moneda perduró hasta 1872, cuando comenzaron las emisiones del Banco Nacional, pero que no alteraron las condiciones de la convertibilidad.²² Sin embargo, ninguno de los dos bancos logró instalar su unidad monetaria a nivel nacional. Por eso, las dos primeras convertibili-

17. Piñero (1899), pp. 112, 113 y 157.

18. Piñero (1899), p. 176.

19. Bajo el gobierno de Adolfo Alsina, por ley del 7 de enero de 1867, se creó la Oficina de Cambios; de la Plaza (1899), pp. 13 y 14 y Piñero (1899), pp. 166 y 197. También puede consultarse Ford (1966), p. 160, Panettieri (1983), p. 7 y Cortés Conde (1989), p. 50.

20. Ese fue el concepto invocado por el gobernador Alsina y sus ministros Varela y Avellaneda; Piñero (1899), p. 176. Panettieri (1983), p. 11 y Regalsky (1999), p. 35, señalan que la conversión había sido reclamada por los productores rurales perjudicados por su doble condición de deudores y exportadores.

21. De Vedia (1899), p. 39.

22. Creado por ley del 5 de noviembre de 1872, estaba formado con fondos del estado y capitales privados; Peña (1907), p. 767.

dades estuvieron concentradas geográficamente en el ámbito de la provincia de Buenos Aires e incluso de la Ciudad de Buenos Aires, al tiempo que en las provincias circulaban monedas metálicas extranjeras, predominantemente de Bolivia y Chile, o papel moneda emitido por alguna de ellas o por empresas y entes privados.

Para legitimar la conversión de la moneda, la legislatura de Buenos Aires descalificó en 1867 las críticas previas a su financiamiento desde el endeudamiento externo y aprobó recursos provenientes de la colocación de bonos argentinos en el exterior.²³ Con esa autorización, el Banco de la Provincia contrató cinco empréstitos externos, todos en libras esterlinas, el primero meses antes de la implementación de la convertibilidad, durante octubre de 1866, y otros cuatro fechados en 1868, 1870, 1871 y 1873,²⁴ logrando así oro que servía de base para financiar el traspaso de la moneda local hacia metálico, manteniendo fija la paridad cambiaria. Esa decisión fue fundamentada en las reducidas masas de moneda dura que aún aportaban las exportaciones y en los ingresos irrelevantes que sumaron las entregas y privatizaciones de activos. Las ventas de tierras bonaerenses no generaron recursos de manera inmediata ya que fueron pagadas a largo plazo al ser ofrecidas con varios años de gracia para efectuar el primer pago,²⁵ mientras que no hubo interés por la compra del ferrocarril del Oeste.²⁶ Los recursos de las tasas de aduana y las ganancias del Banco de la Provincia, que integraban también los aportes legislados para la caja, eran marginales en relación a los montos de moneda emitida y nunca incidieron sobre la formación de las reservas. Por eso, la base de la conversión se constituyó, a pesar de los rechazos previos de los parlamentarios, sobre la toma de empréstitos externos.

La dominancia del endeudamiento externo en la lógica económica de la Argentina se consolidó precisamente a partir de la implementación de la segunda convertibilidad. La toma de deuda externa, iniciada con la contratación del empréstito Baring en 1826, reapareció luego de 1858 con metodologías similares a las del primer empréstito, y se acentuó a partir de 1866. Las colocaciones se rea-

23. Los empréstitos se aprobaron bajo la administración del gobernador Emilio Castro, contrariando las posiciones de los legisladores de 1864 y la del gobernador previo, Adolfo Alsina, afirmándose que esa era la única fuente posible para acceder a las masas de oro necesarias; Piñero (1899), p. 202.

24. Piñero (1899), p. 220.

25. Con las leyes de 1867 y de 1871 se vendieron tierras que se abonaban en ocho anualidades, aportando sólo el 10% al contado. Las cuotas no sólo no se abonaron, sino que se licuaron luego de 1873 con el deterioro del valor de la moneda. En la discusión en el parlamento de la provincia durante 1864 se afirmó que la venta era poco probable a precios altos y que se reducían los precios cuando la oferta se realizaba en períodos de crisis económicas y por necesidades repentinas como ocurrió entre 1863 y 1873. La discusión está detallada en Piñero (1899), p. 120.

26. El Ferrocarril del Oeste recién se privatizó en julio de 1890; Ortíz (1958), p. 36.

lizaron siempre por debajo de sus valores, abonándose altas comisiones, captadas por los funcionarios locales que las negociaban, y tasas de interés superiores a las cotizadas en los mercados externos para préstamos entre gobiernos. Esa diferencial y los gastos de la contratación, determinaban que la toma de fondos en el exterior fuera extremadamente onerosa. Ello se constata en la cadena de endeudamiento que gestó la segunda convertibilidad. Por ejemplo, entre octubre de 1866 y fines de 1886 se contrataron 13 préstamos externos para financiarla y para renegociar el endeudamiento generado. Todos fueron colocados por debajo de su valor, incluso algunos al 72% de su precio nominal, conformándose reducciones que elevaban considerablemente el costo financiero ya que las tasas de interés eran calculadas sobre el 100% del valor colocado.

La suspensión de la convertibilidad en 1873 tuvo su raíz precisamente en su forma de financiamiento, que imponía una total vulnerabilidad de la economía local a las oscilaciones en los mercados externos de capitales y bienes. El endeudamiento externo gestado por la convertibilidad de 1867 no podía sostenerse en el largo plazo por ser la única fuente de financiamiento del carje del papel moneda.²⁷ La Oficina de Cambios del Banco de la Provincia se había financiado sólo con un creciente y permanente endeudamiento externo, ya que desde 1870 las operaciones comerciales con el exterior incidieron negativamente en la disponibilidad de oro. Desde ese año se contabilizaron déficits en el balance comercial, que se agudizaron hacia 1872 y 1873, cuando las importaciones crecieron considerablemente, superando holgadamente a las exportaciones.²⁸ Su razón de ser se encontró en la abundancia de oro captado por los empréstitos externos, que facilitaba las compras en el exterior. Pero eso se revirtió rápidamente. Los ingresos de fondos líquidos y las compras externas se contrajeron debido a la primera gran crisis financiera de alcance global, ocurrida en 1873 en los mercados europeos y en Estados Unidos, que motivó la contracción de los flujos financieros y comercial entre Argentina y Europa.²⁹ Paralelamente, los precios de los cereales en el e

27. Aún hacia finales de la década de 1890 se abonaban numerosos empréstitos tomados con bancos europeos y estadounidenses para cubrir la conversión en 1875; Poder Ejecutivo (1893), pp. 10 y 73.

28. Entre el inicio de la conversión y 1873 las importaciones 43%; Registro Estadístico de la República Argen

29. La crisis, iniciada en Austria, fue doble al instalarse prii registraron su máxima especulación en septiembre de 1 que contabilizó su momento crítico en marzo de 1873. se originó en los pagos recibidos como indemnizacio prusiana, perdida por Francia, que generaron una fue los terrenos edificables, en las inversiones en ferroca en el precio de los bienes. En Estados Unidos la espe na afluencia de capitales europeos para extender su expuestos en la campaña presidencial de 1873. Allí la,

rior comenzaron a caer, motivando un escenario aún mas negativo. Esas carencias, que impedían la formación de un respaldo a la conversión distinto del endeudamiento, al ligarse con la crisis externa drenaron el flujo de recursos financieros, y acentuaron la perspectiva de quiebre. En ese contexto, de elevado endeudamiento externo, hacia 1873 se desencadenó una corrida financiera contra el peso local al confluír las exigencias de repago de los empréstitos, los déficits comerciales, la reticencia de los mercados externos para continuar aportando fondos y la crisis financiera externa.³⁰ La fuga de los tenedores de pesos hacia el oro expresó el momento final de la convertibilidad, y el inicio de una devaluación del peso local que sumó 30,5% entre la suspensión de la convertibilidad y el cierre de la Caja en 1876.³¹

La segunda conversión operó así legalmente hasta 1873, incluyéndose en la declaración de inconvertibilidad también a los billetes del Banco Nacional. El cierre de la caja,³² mostró la incapacidad de levantar la suspensión del trueque de papel moneda a oro que se supuso inicialmente transitoria. También señaló el desinterés de los propietarios pampeanos por preservar una paridad cambiaria fija, que deterioraba sus ingresos debido a la deflación de precios que registraron sus principales compradores y vendedores, Inglaterra y Estados Unidos luego de la crisis financiera de 1873.³³ Numerosos autores afirmaron, correctamente, que era una ilusión tratar de estabilizar el valor de la moneda cuando el país vivía una pavorosa anarquía política, mientras sus producciones y sus bases industriales eran escasas o nulas y cuando el estado no disponía aún de rentas fijas para abonar compromisos financieros de largo plazo.³⁴ Por eso, la propia lógica de la conversión, dependiente de los flujos financieros y de las compras externas, determinó la instalación inevitable de una ruptura de la paridad cambiaria local cuando se generó el primer desajuste financiero externo. La coincidencia del quiebre

inversiones en los ferrocarriles, en las explotaciones rurales y en los precios de los edificios de Chicago. Esa crisis está detallada en Kindleberger (1989), p. 295. También puede consultarse Panettieri (1983), p. 18.

30. Según el informe del Poder Ejecutivo de la Nación de 1893, la crisis de 1873 se produjo por el desequilibrio del balance comercial, por exigencias del capital extranjero de salir de la convertibilidad y por la falta de estabilidad política. Panettieri (1983), p. 22, también menciona esas causales.

31. Piñero (1899), pp. 203 y 221. La paridad pasó de 25 pesos papel por un peso oro a 32,60 pesos en agosto de 1876; Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

32. El decreto de suspensión de la conversión a oro de los billetes data del 16 de mayo de 1876; de la Plaza (1899), pp. 14, 56 y 58, y Ford (1966), p. 161.

33. El índice de precios al consumidor en Inglaterra se redujo 11% entre 1873 y 1876 mientras que en Estados Unidos cayó 9%; Maddison (1997). Ese proceso demandaba una devaluación de la moneda en Argentina.

34. Piñero (1899), de Vedia (1899), de la Plaza (1899) y Hansen (1906), desarrollaron repetidamente esos argumentos.

con la crisis externa de 1873 muestra la profunda vulnerabilidad que poseía la convertibilidad a cualquier desajuste financiero y comercial externo. El diagnóstico inevitable era el de la incapacidad para sostener la paridad de la moneda y para asegurar su devolución en metálico al formarse un contexto de creciente endeudamiento externo inmerso en una crisis externa.

Pero lo económico y el vínculo con el exterior no fueron los únicos ámbitos explicativos del quiebre. Factores de índole político indujeron que los agentes económicos se refugiaran en posiciones distintas a las del peso local. Durante ese año la nación ingresó en un período de violentas pujas políticas por la sucesión presidencial ya que en la elección de 1874, en que Avellaneda fue elegido presidente de la Nación, se disputaron los votos a través de la fuerza, motivando que Mitre invocara que se había cometido fraude -del que tampoco era ajeno- por lo que se levantó en armas.³⁵ Las condiciones políticas no eran, sin duda, propicias para la estabilidad económica.

Según comentarios de Victorino de la Plaza en 1899, la Caja de Cambios cayó más allá de esas condiciones coyunturales y de las crisis externas. Desde su visión, la Nación no poseyó los recursos en oro para sostener la conversión porque se habían emitido enormes masas de moneda papel que no pudieron ser respaldadas, marcando que, a pesar de la existencia de una ley que imponía la convertibilidad total, el sostén real no fue del 100% de la base emitida. Tratadistas de esa época coincidieron con el diagnóstico, planteando que la convertibilidad no se sostuvo porque entre 1867 y 1873 se sobreemitió respecto de los ingresos de metal.³⁶ Con ese desbalance, dijeron, se generó la corrida contra el banco, que se encontraba incapacitado de cubrir las demandas de oro. Pero el argumento central de Victorino de la Plaza enlazó la caída de la conversión con la especulación en tierras: afirmó que la crisis iniciada en 1873 fue consecuencia de la inflación especulativa sobre los activos de la pampa bonaerense, alentada por el impulso que recibían los terratenientes desde el sistema hipotecario y de los redescuentos de documentos implementados por el banco desde 1872 que posibilitaron todo tipo de actividad económica desde el endeudamiento.³⁷ Según de la Plaza, la propiedad raíz se valorizó enormemente sin su correlato en mayores niveles de producción. Se gestó así una explosión especulativa, que determinó que se sobreemitiera para responder a la inflación interna. Pero sin poseer su correlato en oro. La ruptura favoreció así a los especuladores en tierras y a los deudores bancarios, que incluía a numerosos miembros del gobierno, ya que devolvían sus créditos hipotecarios con papel moneda devaluada. De este modo, la ruptura de la convertibilidad implicó una transferencia de recursos de los acreedores, predominantemente el banco de la provincia de Buenos Aires, hacia los deudores hipotecarios, que habían adquirido o recibido tierras en los numerosos repartos que se

35. Esa razón está detallada en de Vedia (1899), p. 45.

36. Hansen (1906), p. 31.

37. De la Plaza (1899), p. 50. Coincide con esa opinión Piñero (1899), pp. 203, 204 y 221.

sucedieron en ese tiempo. Los años de 1872 a 1876 fueron calificados, por esa razón, por de la Plaza, como los de un desgraciado desastre. Sin embargo, infirió también resultados positivos asociados con el quiebre de la convertibilidad al afirmar que la caída de la caja de conversión motivó que la nación asumiera el rol de emisor y de sostenedor de la moneda, por lo que a partir de ese quiebre se estableció la unidad y el imperio monetario desde la Nación y no desde las provincias.³⁸ Su argumento sería cierto recién varios años después, porque aún faltaría la debacle de los bancos privados de emisión que se instalaron en la década de 1880 para comenzar la conformación de la unidad monetaria en la Nación.

Las convertibilidades no son ciertamente neutrales respecto del espectro de intereses económicos dominante y del entramado social durante sus dos momentos centrales, sus inicios y sus rupturas. Los beneficiarios de la convertibilidad de 1867 fueron inicialmente los exportadores que trocaban sus monedas fuertes por papel moneda constante, a un valor superior del que hubieran logrado de establecerse en el mercado. Además, la paridad cambiaria fija, la esencia de la conversión, les facultaba el sostenimiento de ese alto valor de las monedas. El vínculo entre la posesión de las tierras y la convertibilidad fue absoluto. Dado que numerosos latifundistas se encontraban ya en posesión de extensas áreas pampeanas, la convertibilidad de la moneda comenzó a garantizarles la rentabilidad de las exportaciones y el mantenimiento de sus valores al trocarse el papel moneda en metálico a una tasa fija. Con la convertibilidad tenían garantizado que sus rentas e ingresos provenientes de la exportación no se desvalorizaran. Pero su esquema de beneficios podía cambiar en el tiempo. Luego, con la inconvertibilidad de la moneda, los billetes perdieron valor. Eso también favoreció a los terratenientes ya que la depreciación facultaba que los créditos tomados para la compra de las tierras comenzaran a devolverse en moneda devaluada, representando su pago una fracción cada vez menor de sus exportaciones.

Sin duda, la convertibilidad de 1867 conectó primero la toma de empréstitos externos con las emisiones monetarias que facultaron el otorgamiento de créditos -toma de deuda por quienes recibían tierras- y luego, a su quiebre, se facilitó el pago de tierras con moneda devaluada. La dinámica beneficiosa para el conjunto de intereses del agro pampeano motivó, así, el ciclo de la conversión de 1867.

III. La tercera convertibilidad -diciembre de 1883 a enero de 1885-

El sistema monetario de la Argentina no era aún abarcativo geográficamente en los años que siguieron a 1873, ni tampoco único, a pesar de haberse formulado en noviembre de 1881 una ley de unificación monetaria. En esos años persistía la cir-

38. De la Plaza (1899), pp. 14 y 60. La unidad monetaria se explicitó por ley recién en 1881, aunque la diversidad de monedas persistió más allá de ese año, no lográndose la unificación hasta bien entrado el siglo XX.

culación de múltiples monedas, incluso extranjeras. Con el propósito de minimizar la anarquía, la autoridad económica reimplantó hacia diciembre de 1883 el sistema monetario suspendido en 1873, pero autorizando la emisión fiduciaria por otras fuentes distintas a la externa, como la engendrada en demandas fiscales y la proveniente de los redescuentos bancarios.³⁹ Su sustento legal se corporizó en un decreto que se derivó de las leyes de 1863 y 1867, que habían operado sólo en el ámbito de Buenos Aires. Esta convertibilidad, en cambio, poseyó alcance nacional, al haberse establecido muy poco después de legislada, en 1881, la unidad monetaria, que procuró eliminar la diversidad de monedas que circulaban en el país, aunque autorizando el empleo de monedas de oro, plata y billetes.⁴⁰ Por esa ampliación territorial la conversión demandó que todo el circulante existente en la república más la emisión nueva estuvieran sustentados por pesos nominados en oro. Esa definición requirió una masa de oro, para efectivizar el respaldo y para establecer un tipo de cambio fijo, muy difícil de lograr en el corto plazo.⁴¹ Por eso, la convertibilidad perduró sólo trece meses, suspendiéndose hacia enero de 1885.

La implementación de la convertibilidad de 1884 poseyó dos objetivos: procuró la unificación monetaria, quebrando la anarquía generada por la ley de 1881, e intentó contener la valorización de la moneda local.⁴² La ley de 1881 había facultado la circulación de tres tipos de monedas, asentadas en oro, plata y papel moneda.⁴³ Durante 1882 y 1883 fue muy criticada esa diversidad de monedas, pretendiendo sectores ligados a la agroexportación que se modificara la ley, eliminando la circulación de monedas de plata, que perdían constantemente valor y eran, con frecuencia, falsificadas. Ese era un tipo de moneda sobre el que no deseaban cobrar sus exportaciones, por lo que procuraron unificar el sistema en un

39. De Vedia (1899), pp. 49 y 74, Panettieri (1983), pp. 7 y 14, y Cortés Conde (1989), p. 12, consideraron a ese tramo como otra convertibilidad, calificándola como la conversión de 1884. Piñero (1899), p. 207, indica que "hacia fines de 1883 el Banco operó nuevamente convirtiendo billetes en moneda metálica", hecho que no necesariamente detalla una conversión con respaldo del 100% de la emisión monetaria. Otros autores, como John Williams, no la consideran una convertibilidad. El título de su escrito sobre el comercio argentino entre 1880 y 1900 es "Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money", trabajo publicado en 1920.

40 El ordenamiento monetario aprobado el 5 de noviembre de 1881 legisló la convertibilidad de la moneda, aunque fue implementada recién hacia fines de 1883; Regalsky (1999), p. 39.

41. *La Nación* del 10 de marzo de 1883, p. 1, varios meses antes de la implementación de la convertibilidad, enfatizaba que el Banco de la provincia poseía el oro suficiente para convertir todos los billetes existentes. La aseveración no era, sin embargo, cierta.

42. *La Nación* del 20 de junio de 1883, p. 1, menciona que el papel moneda se había valorizado, proponiendo como respuesta la convertibilidad.

43. *La Nación*, 16 de mayo y del 13 de julio de 1883, p. 1, definió al sistema como bimetálico, especificando que el oro, la plata y el papel moneda poseían el mismo poder cancelatorio de deudas.

solo patrón, el oro. Las autoridades políticas aceptaron que, para lograr la unión monetaria, el camino era la convertibilidad del peso. Para extenderla territorialmente, más allá del ámbito de Buenos Aires, se propuso imponer a las provincias que su comercio fuera realizado empleando oro como moneda de cambio, descartando la plata, argumentándose que el comercio exterior se realizaba valuando los bienes exclusivamente en oro. Pero esa unificación era de difícil implementación ya que las provincias carecían del metal. De todos modos, la razón básica de la unificación sobre el patrón oro provino de la pérdida en el valor de la plata, que se había sumado a la valorización de la moneda local, y no necesariamente de la necesidad de difundir el sistema monetario a toda la República.

La coyuntura económica de esos años no fue favorable para sostener una paridad fija y tampoco para gestar la base de sustento de la convertibilidad. Los precios de los cereales se redujeron en el mercado mundial,⁴⁴ mermando el ingreso de oro, mientras que se generaron entre 1882 y 1884 considerables déficits en el balance comercial.⁴⁵ Asimismo, el estado había expandido, previamente, el endeudamiento externo sin gestar ingresos de metal a cambio.⁴⁶ por ejemplo, en junio de 1883, meses previos a la convertibilidad, se transformaron en deuda externa títulos emitidos internamente, que comenzaron a erogar el pago de intereses en metálico, más comisiones a los bancos negociadores del exterior.⁴⁷ Por eso, la conversión de 1884 estableció que los bancos de emisión sólo podían imprimir billetes pagaderos en pesos nacionales oro, pero no estableció que el respaldo en oro cubriera el 100% del circulante, ni otro porcentual. Con esa laxitud, se permitió la emisión por otras fuentes distintas al ingreso neto de oro, transformándola en una pseudo convertibilidad. En realidad, ya previo a su implementación se afirmaba que su sostenimiento sería prácticamente imposible dadas las condiciones imperantes en los mercados mundiales de cereales y debido a la morfología que poseían las cuentas locales del comercio exterior.⁴⁸

44. El precio del trigo cayó 21% en Gran Bretaña durante 1883 y 1864 respecto del precio de 1882; *La Nación*, 11 de enero de 1883, p. 1 y Vázquez Presedo (1971), p. 59.

45. Durante 1883 las importaciones excedieron en 33,5% a las exportaciones, mientras que en 1884 las superaron en 38,3%; Vázquez Presedo (1971), p. 101. En 1882 el déficit había sido de 14,4%; datos tomados de *La Nación*, 18 y 20 de enero de 1883. p. 1.

46. En noviembre de 1881 fue aprobado otro empréstito tomado en Francia por 4 millones de pesos fuertes, otorgando 6% de renta y que estaba destinado al pago de sueldos atrasados del ejército de línea; Peña (1907), p. 417. También había comenzado a debatirse un empréstito de 80 millones de pesos oro hacia mediados de 1883; *La Nación*, 3 de agosto de 1883, p. 1.

47. Se transformaron títulos de la deuda interna por 8.571.000 pesos fuertes, que devengaban una renta del 5% anual, en deuda externa por ley del 28 de junio de 1883; Peña (1907), p. 425.

48. *La Nación*, 20 de junio de 1883, p. 1, afirmaba esa imposibilidad, a pesar de promover abiertamente la implementación de la convertibilidad.

Frente a esas realidades, la autoridad monetaria procuró incrementar el respaldo del circulante recurriendo nuevamente a empréstitos externos. El 20 de junio de 1884 fue contratado uno en Francia que no fue suficiente para cubrir el 100% del respaldo.⁴⁹ De allí que se generara en 1884 una profunda iliquidez.⁵⁰ La ligazón entre toma de deuda externa y convertibilidad no era desconocida en esa coyuntura. Pero se argumentaba que "el peligro de la conversión no era el aumento en el servicio de la deuda externa, sino los déficits en el comercio exterior y en las cuentas fiscales".⁵¹ Para corregirlos, también se sabía, debían reducirse los ingresos de la población y las prestaciones que recibía. Pero esas caídas no fueron suficientes porque los factores desequilibrantes fueron la carencia de oro y la incapacidad para financiar los déficits en el comercio exterior a través de crecientes endeudamientos.

En enero de 1885 se firmó el decreto de inconversión para impedir el drenaje de oro que había comenzado apenas fue instaurado el sistema.⁵² Como resultado, el papel moneda comenzó a desvalorizarse durante el resto de la década,⁵³ y ya sin las restricciones de un respaldo rígido, la emisión monetaria se quintuplicó entre 1884 y 1890.⁵⁴

La pérdida de la estabilidad cambiaria de 1884 fue motivada, según un informe del Poder Ejecutivo escrito hacia 1893, por el enorme endeudamiento que se había generado en las dos décadas anteriores para financiar el régimen de conversión de 1867. Y eso, se dijo, derivó en la persistente inestabilidad de la paridad cambiaria. De allí que se afirmara que las mecánicas del endeudamiento gestado para extender la convertibilidad de 1867, y las tomas que siguieron a su ruptura, casi todas empleadas para abonar parte de las viejas deudas, no fueron inocuas sobre la marcha posterior de la economía, motivando que durante largos años persistiera la incapacidad de ser conformada una estructura monetaria interna con aceptación general. El endeudamiento dificultó, así, la gestación de una unidad monetaria única, de circulación aceptada en todo el ámbito de la nación, y redujo la posibilidad de estabilizarse la paridad cambiaria.⁵⁵

49. El empréstito, llamado francés, sumó 12.133.345 pesos fuertes y abonó una tasa de interés del 5% anual. Fue contratado para aplicarlo a obras en el Riachuelo y en la salubridad de la Capital Federal; Peña (1907), p. 419.

50. La circulación fiduciaria de ese momento representó el 64% de la moneda que existió en circulación un año después, durante 1885, apenas eliminada la conversión; Vázquez Presedo (1971), p. 91 y Cortés Conde (1989), pp. 156 y 157.

51. Esos argumentos están desarrollados en *La Nación* del 20 de junio de 1883, p. 1.

52. Sólo durante 1884 los bancos de la provincia de Buenos Aires y el Nacional habían erogado cerca de 85 millones de pesos oro rescatando billetes convertibles que ellos habían emitido; de Vedia (1899), pp. III y IV y Piñero (1899), p. 207.

53. Panettieri (1983), p. 14.

54. Pasó de 48,2 millones de pesos en 1884 a 245,1 millones en 1890; Vázquez Presedo (1971), p. 91.

55. De Vedia (1899), p. 42.

La proyección de las rupturas de las conversiones de 1867 y 1884 y las razones de sus suspensiones marcan, de este modo, pautas de comportamiento que se repetirán en las otras tres experiencias.

IV. La cuarta convertibilidad de 1899 a 1914

Una nueva convertibilidad de la moneda fue implantada años después de concluida la crisis financiera y bancaria interna que se había extendido desde 1889 hasta 1893. Ya en 1891 el gobierno argentino intentó explicitar una nueva convertibilidad del papel billete local, pero sin lograrlo al carecer del oro suficiente para sostenerla.⁵⁶

La razón de ser del gobierno para instaurar la convertibilidad en 1899 no radicó en la búsqueda de una salida de tipo monetario a la depresión que acompañó a aquel colapso financiero. Tuvo su raíz en un escenario opuesto al de principios de la década de 1890, al enraizarse en las consecuencias gestadas por el regreso al auge económico que se contó hacia finales del siglo XIX. Su expresión cuantitativa más notoria fue la formación de saldos en el balance comercial externo largamente positivos, que provocaron la valorización de la moneda local -trocándose menos pesos por oro-.⁵⁷ Ya en 1898 las exportaciones habían superado a las importaciones de bienes en 24%, mientras que en 1899 la diferencia fue aún mayor, al excederlas en 59%. Los superávits en el comercio externo persistieron hasta la primera guerra mundial, extendiendo la permanencia de la convertibilidad.⁵⁸ En los años anteriores a la convertibilidad motivaron que el peso se revaluara constantemente frente al precio del oro, provocando que los exportadores recibieran constantemente menos papel moneda local por oro.⁵⁹ Junto a los menores ingresos de las exportaciones, los salarios y los arriendos en moneda local crecían cuantificados en oro, al permanecer constantes en pesos locales, provocando un amplio cambio de precios relativos, que alteraba las ecuaciones de costos y beneficios de las unidades productivas y que no favorecía a los agroexportadores ni a los productores de manufacturas. La valorización incluso motivó el regreso de

56. De Vedia (1899), p. XI.

57. De la Plaza (1899), pp. 3 y 11, Piñero (1899), pp. 4 y 16, de Vedia (1899), p. XXI y Panettieri (1983), pp. 7 y 15, quien sugiere que la convertibilidad se inició efectivamente en 1903.

58. La información estadística se encuentra en dos libros de Hansen (1906), pp. 32 y 35 y (1930), pp. 27 y 89.

59. La paridad cambiaría entre un peso papel y el oro fue en 1891 de un peso por 26 centavos oro, en 1895 de 25 centavos por peso, en 1887 de 24 centavos, en 1898 de 39 centavos y en 1899 de 50 centavos oro por peso. Esto es, el peso duplicó su valor al pasar de casi 4 pesos moneda nacional por peso oro en 1891 a 2 pesos por peso oro en 1899; la información está volcada en *La Vanguardia* del 21 de diciembre de 1929, p. 1.

numerosos inmigrantes a sus países de origen al no redituables la relación de cambio entre el peso y el oro.⁶⁰

La ley de conversión de 1899 fue definida, precisamente, para contener esa valorización del billete local derivada de la opulencia de la producción agropecuaria local y de los saldos positivos en el comercio externo.⁶¹ La fuerte expansión de las ventas al exterior indica que cuando los activos agropecuarios -las tierras- comenzaron a generar ingresos crecientes, la convertibilidad regresó. Pero su implante no fue neutral: la paridad fijada, mayor a la que hubiera sido gestada por el mercado de no haber existido injerencia de la autoridad económica, implicó una devaluación del peso local y el sostenimiento de su nuevo valor hasta 1914. La Ley estableció que la Nación rescataría todo papel moneda a una tasa fija de 227 pesos papel por 100 pesos oro,⁶² implicando esa relación, frente al tipo de cambio vigente, una devaluación del 13,5%, y aún mayor frente a su tendencia futura.⁶³

Hubo numerosas críticas a la implementación de la ley de Conversión de 1899. En los primeros años de su aplicación se dijo que con la medida se desmerecía el billete propio; que se abonaba por el oro un precio superior al que valía; que al gestarse la oferta monetaria en el ingreso o egreso de metales o divisas externas, no se tenían en cuenta las necesidades internas; y que con la conversión se “empapelaba” el país.⁶⁴ Pero los críticos, a pesar de ser sus argumentos correctos, no pudieron impedir la aplicación del sistema.

¿Quiénes se favorecieron y quiénes se perjudicaron con el inicio de la convertibilidad? La garantía en el valor del peso y la paridad cambiaria fija, establecida en un nivel superior, motivaron que la convertibilidad gestara una transferencia de ingresos entre los sectores internos: facultó altos y sostenidos ingresos para los sectores ligados al agro, el único origen de las exportaciones, mientras que encareció o mantuvo elevado el precio de los bienes consumidos por los sectores

60. De la Plaza (1899), pp. 12 y 36 y Piñero (1899), pp. 19 a 21 y 25.

61. De la Plaza (1899), pp. 16, 18 y 88 invoca el arreglo del conflicto de límites con Chile como otro factor que facultó la valorización de la moneda local, debido al restablecimiento de la confianza pública.

62. La paridad previa era de 50 pesos oro por 100 pesos papel frente a 100 pesos papel por 44 pesos oro que representaba la nueva.

63. Según de la Plaza (1899), p. 19, previamente la tasa de mercado había llegado a niveles muy reducidos, entre 110 y 120 pesos papel por 100 pesos oro, tendencia que, decía, se hubiera mantenido de no aplicarse el tipo de cambio fijo que conforma una convertibilidad. Según sus cálculos, se fijó una tasa de conversión entre papel y oro que prácticamente duplicó a la que se hubiera conformado en el mercado cambiario de haberse operado sin fijaciones de precios por parte de la autoridad económica.

64. Esta fue una crítica expresa que se realizó a la convertibilidad iniciada en 1899 y que Hansen (1930), p. 30, intentó vanamente cuestionar. Las críticas están detalladas en Hansen (1906), p. 5.

medios y obreros.⁶⁵ Con la medida se indujo un mayor costo de vida para la población, que dependía para su sustento de la importación de bienes, al ingresar encarecidas por el sobre precio de la moneda respecto del oro en un contexto de estabilidad de los salarios nominales.⁶⁶ La nueva paridad, más alta que la previa a la conversión, motivó también que los acreedores financieros, predominantemente los bancos estatales, vieran cercenados sus activos, al caer el valor de sus acreencias en oro. La convertibilidad les aseguró a los exportadores y a los productores agropecuarios la preservación en oro del valor de sus ventas y la merma del valor en oro de sus deudas. Por eso, los exportadores fueron quienes pidieron la convertibilidad de la moneda como forma de consolidar sus ingresos y sus capitales. Ya allí se formaban dos contradicciones básicas de la economía argentina: el antagonismo entre el precio de las monedas externas y el nivel adquisitivo de los salarios y la transferencia de ingresos entre acreedores y deudores financieros, ámbitos donde las definiciones fijadas por el estado no eran neutrales.

¿Cuáles fueron los recursos establecidos para concretar la convertibilidad?

Todas las convertibilidades han respaldado el papel moneda existente en circulación, el emitido con anterioridad a su implementación, que comenzó a partir de allí a poseer la facultad de convertirse en oro.⁶⁷ También el sistema de conversión requiere respaldar las nuevas emisiones porque, en caso contrario, de sostenerse sólo el anterior quantum de moneda, la economía ingresaría en un contexto de iliquidez monetaria y por ende de recesión en las actividades productivas. Por este doble respaldo, en toda ley de convertibilidad se discutió siempre como temática central el origen de los fondos iniciales para sostener la conversión. La ley de 1899 constituyó un fondo de conversión financiado desde varias fuentes: con un impuesto del 5% de los derechos de importación, abonado por los consumidores, con los beneficios del Banco de la Nación; con el producido por la venta de los ferrocarriles del estado, La Toma y el Andino,⁶⁸ y con la venta de cédulas nacionales nominadas en oro y de propiedad de la Nación.⁶⁹ Esto significa que lo

65. Analistas aseguraron que la paridad de la conversión favoreció a hacendados, cerealistas y exportadores. También se dijo que beneficiaba a los productores locales de manufacturas al encarecerse las importaciones y permanecer constante el salario nominal. Tomado de *La Vanguardia* del 21 de diciembre de 1929, p. 1.

66. De Vedia (1899), p. 33, planteó que la conversión motivaba la merma de ingresos de los empleados de la Nación. No se refería a los empleados públicos sino, ciertamente, a los trabajadores en general.

67. El artículo 1 del proyecto de ley de la convertibilidad de 1899 establecía que "la Nación convertiría toda la emisión fiduciaria actual de billetes en curso legal en moneda nacional de oro"; tomado de de Vedia (1899), p. XVIII.

68. Hansen (1930), p. 28, y Ford (1966), pp. 165 y 166. El producido por la venta del ferrocarril Andino estuvo originalmente destinado a la realización de obras públicas; de Vedia (1899), p. XXIX.

69. Ley número 3871 de 1899; de Vedia (1899), p. 29.

recaudado por la venta de los activos del estado, los ferrocarriles, pasaba a manos de los privados que poseían el papel moneda.

Pero esos fondos no fueron suficientes. Otra de las fuentes para respaldar con oro el 100% de la emisión monetaria, que se constituyó en la central, se encontró en los factores que determinaban la formación de saldos comerciales positivos. Como las importaciones fueron siempre inferiores a los montos exportados, con excepción de 1911, cuando cayeron las ventas al exterior y se mantuvieron las compras,⁷⁰ el régimen monetario logró durante su vigencia acumular una masa creciente de oro desde el comercio exterior, que implicó la expansión casi permanente de la masa monetaria. Los saldos positivos del balance comercial posibilitaron la obtención de oro para conformar la base de sustento de las emisiones pasadas y presentes de la caja de conversión, haciendo que la oferta monetaria interna variara exclusivamente en función de las oscilaciones en el ingreso y salida de oro. De haber operado el mercado sin ingerencias en la fijación de precios, ello hubiera gestado la revaluación del peso local, mermando los exportadores sus ingresos. Pero al crearse moneda, y sostenerse fijo el tipo de cambio, la convertibilidad operó para garantizar efectivamente a los exportadores sus ingresos monetarios en divisas.

Sin embargo, esas fuentes no fueron suficientes. Como en las demás convertibilidades, la caja se financió adicionalmente con la toma de deuda externa. Durante los primeros años de la convertibilidad, de 1899 a 1906, el monto de la deuda pública en oro decreció 31%, producto de la capacidad de pago que motivaban los excedentes en el comercio exterior. Pero ello se revirtió rápidamente. Durante 1907 se contrató un empréstito en oro, generándose recursos que se emplearon para abonar previos endeudamientos externos.⁷¹ La toma tuvo una razón simple, repetida luego a lo largo de la historia: la Nación no disponía de capacidad para abonar los servicios y las amortizaciones de pasados endeudamientos. Con esa contratación, se incrementó considerablemente el monto total de la deuda pública, ya que sólo en 1907 se contabilizó una expansión del 10%. Ese crecimiento no se detuvo: el endeudamiento creció 44% entre 1906 y 1914, motivando un salto cuantitativo frente al pasado. El pago de los servicios, sin embargo, creció permanentemente desde el inicio de la convertibilidad al aumentar 37% en valores nominales durante los 14 años de la cuarta convertibilidad.⁷²

En el plano productivo la convertibilidad se asoció con resultados positivos. Como consecuencia de los excedentes de oro y de la estabilidad de la paridad

70. En general las exportaciones fueron siempre entre 30 y 40% superiores a las importaciones; Rapoport (2000), p. 96.

71. El empréstito, que se llamó "Crédito Argentino interno 1907", fue contratado a través de un consorcio de bancos europeos, que incluyó a la Baring Brothers, reconoció un interés del 5% anual y fue colocado al 97%. Se extinguió en 37 años, abonándose su amortización y sus servicios hasta 1944. Peña (1097), pp. 1085 y 1088 a 1095, y Vázquez Presedo (1971, p. 93).

72. Vázquez Presedo (1971), p. 93. Los porcentuales fueron calculados entre puntas.

cambiaría a un nivel elevado, la economía registró entre 1899 y 1913 una enorme bonanza. Todos los factores que según la teoría económica gestan el crecimiento económico operaron positivamente: la población se expandió 70% entre esos años, la inmigración registró saldos positivos, nunca antes contabilizados; la frontera agropecuaria se expandió, expresando la incorporación de nuevas tierras; se extendió considerablemente la red ferroviaria y por ende el transporte de pasajeros y de cargas; también creció la instalación de empresas generadoras de servicios ligadas al nuevo paradigma tecnológico, la provisión de electricidad y el transporte urbano eléctrico.

El freno a la valorización de la moneda, su devaluación paralela, y el auge permanente de la agroexportación, gestaron una mayor disponibilidad de circulante interno. Pero eso no produjo alzas en los precios sino mayor crecimiento de las actividades productivas y comerciales locales. Como resultado, el producto bruto per capita se expandió 42% entre 1900 y 1912,⁷³ la producción interna de granos y carnes creció considerablemente, las exportaciones y las importaciones se expandieron en volúmenes físicos casi 260% entre 1899 y 1912.⁷⁴ La producción interna en los rubros posibles de fabricar localmente también se extendió significativamente,⁷⁵ produciéndose entre 1899 y 1912 un cambio en la composición de las importaciones: crecieron a una tasa mayor las de materias primas frente a las de bienes finales de consumo, induciendo la fabricación interna, producto de un tipo de cambio alto que encarecía las importaciones.⁷⁶

Pero esas expansiones en los ingresos y en la cantidad local de moneda operaron sólo hasta el cierre de los mercados de ultramar a los productos argentinos, producto del inicio de la guerra mundial. La vulnerabilidad del sistema a los shocks externos fue absoluta, a pesar de la buena marcha de la economía: durante julio de 1914, previo a la suspensión de la convertibilidad, se formó una corrida contra los bancos⁷⁷ y el inicio de una depresión en la actividad económica. Fue así que en agosto de 1914 el gobierno sancionó varias leyes de emergencia que determinaron la suspensión transitoria de las actividades de la Caja de Conversión, prohibiéndose exportar oro y facultándose la aprobación de redescuentos bancarios para expandir el circulante, quebrándose la regla de respaldo del 100%.⁷⁸

73. Maddison (1997), p. 280.

74. Vázquez Presedo (1971), p. 74.

75. Vázquez Presedo (1971), pp. 16, 54 a 56, 60, 61, 65, 66 y 105. La producción interna de alimentos creció 225% y la fabricación de textiles y vestidos casi 75%, entre 1895 y 1914, arrastradas por el crecimiento de la población, mientras que el transporte de cargas por ferrocarril se expandió 263% durante la convertibilidad.

76. Vázquez Presedo (1971), p. 76.

77. Hansen (1930), p. 42.

78. *La Vanguardia*, 8 de diciembre de 1929, p. 2.

Con la suspensión se iniciaron iliquideces monetarias. La masa monetaria, que había crecido 182% entre 1899 y 1913, contó una merma del 2,5% en 1914,⁷⁹ a pesar de la existencia de nuevas emisiones gestadas en los redescuentos bancarios. Esa contracción y el cierre de los mercados externos forzaron el inicio de una considerable caída de las importaciones, particularmente durante 1914, cuando se contrajeron 42% gestando, así, una merma en la capacidad de consumo de la población y una caída notoria en la actividad económica.⁸⁰ También, y como en todas las demás convertibilidades, su quiebre desencadenó una profunda devaluación de la moneda local, que sumó entre 1914 y 1920 una depreciación del 110%⁸¹ y una fuga de capitales líquidos. La vulnerabilidad del sistema de moneda convertible a las crisis externas volvió a patentizarse con el inicio de la primera guerra mundial, repitiéndose un mismo tipo de perturbaciones.

V. La quinta convertibilidad -1927 a 1929-

La quinta convertibilidad rigió sólo dos años y medio, entre agosto de 1927, cuando fue levantada la suspensión de la convertibilidad legislada en 1899, y mediados de diciembre de 1929.⁸²

La razón principal del regreso al patrón oro fue similar a la invocada durante las conversiones previas: la moneda local había iniciado, ya desde la segunda mitad de 1924, un proceso de constante valorización frente a la libra esterlina, que minaba los ingresos de los sectores agroexportadores, tendencia que se había acentuado hacia 1925, cuando el tipo de cambio nominal para las exportaciones se revaluó 15% respecto de 1924.⁸³ La razón del incremento en el precio de la moneda local se engendró en un largo proceso de deflación de los precios internos iniciado desde la primera posguerra y profundizado a partir de 1924.⁸⁴ La tendencia que se hubiera gestado desde los saldos en las cuentas del balance comer-

79. Vázquez Presedo (1971), p. 91.

80. El producto per capita decreció 28,5% entre 1913 y 1917, contando caídas año a año; Maddison (1997), p. 280. Como reflejo de esas mermas, los volúmenes del transporte de carga por ferrocarril decayeron 20% sólo en 1914; Vázquez Presedo (1971), p. 105.

81. En 1920, luego de poseer el billete un cambio de 44 centavos frente al oro, comenzó a valer 21 centavos de oro.

82. La Caja de Conversión fue inicialmente clausurada en 1914 por sólo 30 días. Luego, el cierre fue prorrogado automáticamente durante 13 años; La Vanguardia, 27 de agosto de 1927, p. 1.

83. Los periódicos de la época, como *La Vanguardia* del 28 de agosto de 1927, p. 1, aceptaban que se había producido una larga revaluación del papel moneda local. La información empírica se encuentra en Ieeral (1986), p. 124.

84. Ieeral (1986), p. 122.

cial de mercancías con el exterior hubiera sido opuesta ya que a partir de 1925 comenzaron a ser negativos.⁸⁵ Pero dominó la deflación.

El 25 de agosto de 1927 el gobierno de Alvear procuró estabilizar la paridad cambiaria legislando un tipo de cambio fijo, promovido desde el regreso al patrón oro.⁸⁶ A semejanza de las anteriores convertibilidades, al principio se devaluó el tipo de cambio, revirtiéndose la tendencia del mercado, al crecer 40% la paridad nominal del papel moneda respecto del dólar estadounidense.⁸⁷ Con el freno a la valorización de la moneda local y la devaluación, la convertibilidad favoreció nuevamente los intereses de los sectores agroexportadores, que lograban con el respaldo fijo en oro incrementar, frente a los niveles previos a la instauración de la convertibilidad, sus ingresos nominales.⁸⁸

Los sectores políticos ligados a la clase trabajadora también impulsaban la apertura de la Caja de Conversión como forma de mantener una moneda no oscilante, único resguardo, afirmaban, para no resentir la capacidad adquisitiva de los salarios.⁸⁹ Sin embargo, aquéllos no sugerían la devaluación de la moneda porque comprendían que encarecía los bienes importados que conformaban la canasta familiar de entonces.

La secuencia temporal de la convertibilidad posterior a agosto de 1927 fue similar a las recorridas por las demás experiencias aplicadas en la Argentina. En los primeros meses de la conversión se logró atesorar oro por encima de los requerimientos para mantener la moneda estable,⁹⁰ facultando que la oferta monetaria creciera durante 1927 y 1928,⁹¹ impulsándose la actividad económica. Durante 1928 y 1929 el producto por habitante acumuló precisamente un crecimiento de 5%,⁹² demostrando que con el nuevo régimen monetario no se detuvo el proceso expansivo en la actividad económica iniciado al final de la primera gue-

85. Rapoport (2000), pp. 152 y 153.

86. Ieeral (1986), p. 114.

87. *La Vanguardia*, en sus ediciones del 26 y 27 de agosto de 1927, p. 1, afirmaba que la posibilidad de apertura de la caja había sido planteada tres años antes, en 1924. Entre las razones que el periódico invocó sobre la postergación se encuentra el aparente interés de ministros del primer gobierno de Yrigoyen de abonar sus deudas en oro con papel depreciado.

88. El tipo de cambio para las exportaciones fue fijado al nivel de la paridad existente hacia 1924, mayor que el de 1927. Las series del tipo de cambio pueden consultarse en Ieeral (1986), pp. 124 y 125.

89. El editorial de *La Vanguardia* del 26 de agosto de 1927, p. 1, planteaba que la oligarquía vacuna se beneficiaba con la convertibilidad y con la afluencia de oro.

90. *La Vanguardia*, 27 de agosto de 1927, p. 1.

91. Los diputados socialistas, conociendo la gran afluencia de metal, propusieron con los excedentes construir escuelas y un programa de obras públicas; *La Vanguardia*, 11 de septiembre de 1927, p. 1.

92. La oferta monetaria se expandió 15% durante 1927 y 1928; Ieeral (1986), p. 138.

rra mundial.⁹³ Sin embargo, la conversión no pudo sostenerse. Cuando se desencadenó la crisis financiera mundial de 1929 la Argentina tuvo que resignar el respaldo de su moneda. También numerosas economías que habían decretado su convertibilidad en la segunda mitad de la década de 1920 debieron cancelarla entre finales de 1929 y 1931⁹⁴ mostrando nuevamente, con sus quiebres, la vulnerabilidad a las perturbaciones externas de los regímenes de cambio fijo basados en monedas foráneas.

La primera expresión de la crisis interna se presentó hacia mediados de 1929 al contarse una extensa fuga de oro y divisas hacia Londres y Estados Unidos.⁹⁵ El gobierno planteó, frente al drenaje de recursos líquidos, dos soluciones: cerrar la caja o establecer un fuerte impuesto a la exportación de divisas y oro.⁹⁶ También procuró enfrentar la reducción en la liquidez interna que motivaba la salida de oro autorizando, a principios de diciembre de 1929, la emisión de moneda a cambio de redescuentos de documentos de la cartera del Banco de la Nación.⁹⁷ Pero esas emisiones, al inyectar dinero al mercado, acentuaron aún más la salida de oro, mermando la base de respaldo de la conversión, que cayó por debajo del 100%. Ello acentuó la fuga de oro. Además, los bancos aplicaron los dineros que respaldaban a los depósitos para enviar oro al exterior y beneficiarse de la futura prima devaluatoria.⁹⁸ Fue así que el 16 de diciembre el gobierno decidió cerrar la Caja de Conversión y prohibir la salida de metálico y de divisas.⁹⁹

Sólo el día del cierre de la Caja el peso local se depreció 6% y una semana después ya había perdido 9%, sumando luego, entre 1930 y 1931, una merma del 47%.¹⁰⁰ Las devaluaciones no contuvieron la fuga de capitales, predominantemente hacia los Estados Unidos, que se registraba desde los últimos meses de 1929,¹⁰¹ ni tampoco el pasaje de las tenencias de papel moneda local hacia oro. El drenaje de metálico fue elevadísimo, ya que las salidas duplicaron prácticamente los ingresos de oro producidos en 1927 y 1928: sólo durante 1929 egresaron 174 millones de pesos oro similarmente a las importaciones de oro de 1927 y 1928 que habían sumado 186 millones. Esa fuga se acentuó en los dos años siguientes ya que durante 1930 y 1931 las arcas de la caja de Conversión perdieron 197 millones de

93. Tomado de Rapoport (2000), p. 153.

94. Maddison (1997), p. 280.

95. Las series del PBI y del empleo total entre 1917 y 1929 se encuentran en Ieeral (1986, pp. 112 y 118).

96. Rapoport (2000), p. 112.

97. Cable de United del 17 de diciembre de 1929 fechado en Londres.

98. Hubo opiniones anticipatorias contrarias al cierre que afirmaban que "la salida de oro aliviaba a la plaza del exceso de stock monetario, que no sabía en qué emplearlo"; *La Vanguardia*, 8 de diciembre de 1929, p. 2.

99. *La Vanguardia*, ediciones del 7, 14 y 18 de diciembre de 1929, pp. 1 y 2.

100. *La Vanguardia*, 24 de diciembre de 1929, p. 1.

101. El cierre fue considerado negativo por un amplio espectro de la prensa de Buenos Aires; su transcripción se encuentra en *La Vanguardia*, 18 de diciembre de 1929, pp. 1-2.

pesos oro.¹⁰² Ello provocó una mayor reducción en el circulante y el inicio de una recesión en el nivel de actividad al contarse un decrecimiento en el producto per cápita del 8%, que se revirtió recién hacia 1933.¹⁰³ Como parte de ese proceso, también se gestaron mermas considerables en la capacidad adquisitiva de los salarios motivando, nuevamente, un cambio proexportador en la relación de precios básica de la economía: el salario y el precio de la moneda local.

Las vulnerabilidades de la actividad interna y de la preservación de la paridad fija a los cambios en los flujos de capitales líquidos y en los niveles de compra de Europa y de Estados Unidos es notoria en el contexto de una economía abierta. Pero su absorción negativa se acentuó con el establecimiento de la conversión de la moneda, motivando una ruptura que introdujo a la economía en una extensa crisis.

VI. *La sexta convertibilidad -la década del '90-*

La convertibilidad de la década de 1990,¹⁰⁴ la primera desde la creación del Banco Central, operó en un contexto donde las antiguas hegemonías sobre el proceso de acumulación de capital y sobre la puja por los ingresos y los excedentes, detentadas primero por el sector agroexportador y luego por los industriales, habían sido sustituidas por el sistema financiero y bancario. El reemplazo, iniciado hacia mediados de la década de 1960, se profundizó luego de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, ocurrida en los inicios de la década de los setenta, cuando tomaron centralidad en el mundo las prácticas especulativas y comenzaron a ser dominantes los endeudamientos financieros de las naciones.¹⁰⁵ La formulación de la convertibilidad de los noventa estuvo enmarcada por la hegemonía de lo financiero, que se profundizó con la formación y expansión de la deuda externa, en especial la gestada durante los años setenta, y por las negociaciones para saldarla. Esa reversión y la dominancia de la deuda determinaron que la privatización de los activos del estado fuera una de las mecánicas principales de pago, gestándose desde allí otro actor preponderante: las empresas de servicios privatizados. Pero ese cambio no fue neutral: las nuevas relevancias en el conjunto de actores económicos diferenciaron a la convertibilidad de los noventa de las formuladas previamente, donde el sector dominante había sido siempre el agroexportador.

Uno de los ámbitos donde se expresó la nueva conformación fue en el posicionamiento inicial de los precios centrales de la economía. El sistema financiero

102. La cotización de la libra pasó de 11,75 pesos nacionales a 12,45 y la del dólar estadounidense de 240,30 a 252,50; *Crítica*, edición del 17 de diciembre de 1929, sobre la base de datos de la Bolsa de Comercio, y *La Vanguardia*, 24 de diciembre de 1929, p. 1. Las series largas se encuentran en Ieeral (1986), p. 124.

103. Hansen (1930), pp. 43 y 45.

104. Arnaudo (1987), p. 28 y Rapoport (2000), p. 153.

105. Maddison (1997), p. 280.

y bancario y las nuevas áreas hegemónicas, las empresas de servicios, privadas, dos sectores que habían poseído en las convertibilidades previas poca o nula relevancia en la determinación de las paridades cambiarias iniciales, fueron las beneficiarias de las relaciones de precios que se construyeron y que se estabilizaron con la convertibilidad. También la de los noventa fue promovida, paradójicamente, por una franja del sector agropecuario, a pesar de predominar desde sus comienzos una paridad cambiaria desfavorable a la exportación. Las nuevas relevancias en el conjunto de actores económicos determinaron la aceptación de un set de precios conformado por la persistencia de una moneda local sobrevalorada.¹⁰⁶ En las convertibilidades previas a 1990 la tendencia a la valorización de la moneda local fue siempre revertida, estableciéndose una paridad cambiaria que benefició expresamente a los sectores exportadores, al subvaluarse desde sus inicios la moneda local.

La búsqueda de una paridad cambiaria fija se engendró en múltiples factores: en los repetidos movimientos de precios ocurridos entre finales de los años ochenta y principio de los noventa, en el contexto económico internacional gestado desde finales de los ochenta, de baja inflación y, por ende, facilitador de tipos de cambio fijos, y en la presión de los nuevos grupos dominantes, de notorios vínculos con las autoridades locales, que procuraron la implementación de un precio de la moneda local, sobrevaluada, que garantizara la remisión de altas utilidades al exterior.

La convertibilidad formulada en los años noventa precedió a un proceso de desvalorización y huida de la moneda local, condensado en las hiperinflaciones de 1989 y 1990, que motivaron que los actores económicos optaran por una economía prácticamente dolarizada, que les otorgara certidumbre sobre el valor futuro de las monedas que empleaban. Paralelamente, el contexto externo fue promotor de la estabilidad de precios, al derramar certezas sobre los valores futuros de las monedas y los bienes y construir un entorno dominado por la liquidez monetaria. Ese marco fue propicio para que grupos económicos, locales y externos, a través de sus vínculos con las autoridades políticas y económicas internas, presionaran para que se expliciten reformas que marginaran al estado del accionario económico, especialmente la privatización de los activos del estado y la desregulación de la economía. En la lógica económica de esos grupos, luego de logrados los activos, sus acciones y sus rentabilidades comenzaban a ser facilitadas por la paridad cambiaria fija, construida desde la convertibilidad de la moneda.¹⁰⁷

106. Desarrollé una interpretación más amplia sobre la convertibilidad de la década de 1990 en Vitelli (2001).

107. Los acuerdos firmados en la ciudad estadounidense de Bretton Woods en 1944 determinaron las reglas macroeconómicas del mundo capitalista desarrollado hasta su cancelación en 1971. El eje del acuerdo especificaba que la moneda norteamericana era respaldada por oro y todas las monedas europeas se referenciarían al precio del dólar, en relaciones de cambio estables.

La conversión fue legislada en marzo de 1991 y estableció que un peso local se igualara a un dólar estadounidense. Previo a su explicitación, se formuló una devaluación cambiaria y se redujeron los salarios reales.¹⁰⁸ Para preservar fija la paridad, la ley autorizó una sola fuente de emisión monetaria, la gestada por el ingreso y egreso de divisas, no facultando las emisiones por demandas del sector público ni las inducidas por el sistema bancario-financiero. Se optó, de este modo, por un respaldo del 100% del circulante interno. Como parte del esquema monetario, se implantó el bimonetarismo en los depósitos y en los préstamos bancarios, facultándose la apertura de cuentas y la toma de créditos en monedas externas. Sin embargo, esa autorización alteró la lógica del respaldo de la masa monetaria ya que los depósitos no fueron sustentados por la convertibilidad, al cubrirse sólo la base monetaria nominada en pesos locales pero no la sumatoria del circulante más los depósitos en cualquiera de las monedas, la interna y las externas. Esa cobertura parcial coincidió con la eliminación del rol del Banco Central como prestamista de última instancia, por lo que todo retiro repentino de la masa de depósitos permaneció siempre sin respaldo monetario.¹⁰⁹

El otro conjunto de precios que operó en los noventa y que no había poseído la misma relevancia en las convertibilidades previas fue el de las tasas de interés internas en su relación con las tasas externas y el tipo de cambio local. Durante los noventa los movimientos de divisas asumieron una total centralidad en la conformación del circulante monetario interno: la economía dependió de la capacidad de captación de fondos líquidos, en monedas externas, que facultaran conformar el respaldo de la convertibilidad y facilitaran las actividades productivas internas. También debían ser logrados para sostener la remisión de utilidades y de capitales de las empresas privatizadas, y para encarar los pagos derivados de los crecientes endeudamientos externos. Para captarlos tomaron relevancia el sistema financiero y bancario y las mecánicas de colocación de títulos en el exterior: se formaron tasas de interés internas superiores a las externas, que fueron mayores durante las alteraciones en los mercados financieros externos, al tiempo que se abonaron comisiones y gastos de administración en el lanzamiento de los títulos de deuda, que incrementaron sus costos, repitiendo las mecánicas de anteriores tomas de créditos externos. La historia posterior a la culminación de la segunda guerra demuestra que sólo posicionando las tasas de interés internas por encima de las externas y logrando reducir o eliminar el riesgo devaluatorio, puede inducirse el ingreso de capitales líquidos. Esa relación fue gestada durante los noventa, motivando que las reservas en divisas crecieran, producto de las condi-

108. Valorizado, definido como la entrega de menos pesos por dólar estadounidense respecto de la relación que hubiera surgido del mercado y de las necesidades de los sectores productivos internos.

109. El detalle de las presiones desde grupos externos, particularmente norteamericanos y organismos internacionales de crédito, durante los momentos previos a la ley de convertibilidad de 1991 y durante los años noventa está detallado en Brenta (2004).

ciones estructuradas internamente y de la disposición a prestar de los mercados externos, hasta niveles nunca antes alcanzados por la economía argentina.¹¹⁰ De este modo, la de los noventa fue la primera convertibilidad que ligó las tasas de interés internas al ingreso de capitales externos, condicionando los costos financieros locales a las necesidades de captación de fondos en divisas. Pero ese posicionamiento de las tasas no fue para nada neutral sobre la economía interna: indujo decrementos reiterados en el nivel de actividad, retracciones en la inversión, crecientes niveles de desempleo de la fuerza de trabajo y la obligación del estado de comprometer un porcentual constantemente mayor de sus ingresos fiscales en el pago de los intereses de la deuda externa, debiendo ser minimizadas otras partidas del gasto público.¹¹¹

Para viabilizar la rentabilidad financiera que demandaba la captación de recursos líquidos, debió preservarse fija la paridad cambiaria entre el peso local y las monedas externas, y crearse expectativas de su estabilidad, de modo de no inducir riesgos devaluatorios que motivaran la fuga de capitales. Para lograrlo, la autoridad económica procuró ligar la inflación de precios locales con la inflación externa, facultando el ingreso de bienes importados en un contexto de sobrevaluación cambiaria.¹¹² La apertura generó saldos negativos en el comercio exterior entre 1992 y 1999, con la excepción de 1995 y 1996, cuando se instaló una profunda recesión.¹¹³ Los déficits fueron acentuados por las compras de insumos en el exterior llevadas a cabo por las empresas privatizadas, que sustituyeron provisiones locales.

Repitiendo las mecánicas empleadas en las convertibilidades de 1867 y 1899, también se implementó para formar el respaldo en divisas la privatización de activos del estado. Pero lo recaudado por su venta no se constituyó, al igual que en

110. Entre enero y abril de 1991 el salario real cayó 6,9% en un contexto donde la devaluación fue de 72,4% y el aumento de los salarios nominales de 45,9%; fuente Informe Económico del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, febrero de 1993, p. AII 23.

111. Dado que los depósitos, por la lógica de las operaciones bancarias, se multiplican, todo peso depositado en el sistema financiero genera nuevos depósitos que no poseen su correlato con la base monetaria. En contextos donde no opera la conversión de la moneda, al producirse corridas contra el sistema financiero, procurando los depositantes retirar sus fondos, el Banco Central emite para cubrir los retiros asumiendo allí la función de prestamista de última instancia. Lógicamente esa función no puede cumplirla cuando se autorizan depósitos en moneda externa ya que no posee esa capacidad para emitirlos.

112. Las reservas treparon de 6 mil millones de dólares en 1991 hasta un pico de 26,5 mil millones contabilizado en 1999; Estadísticas Financieras Internacionales del FMI (anuario 1995 y marzo de 2002).

113. El pago de intereses como parte de los gastos corrientes del estado creció del 6,5% en 1993 a 17,8% en 2001, cuando quebró la convertibilidad; fuente: Informe Económico, Ministerio de Economía, (1999), p. 256 y (2001), p. 275.

las convertibilidades anteriores, en la fuente principal para estructurar la base de sustento de la moneda. Por el contrario, operó inversamente al implicar un drenaje permanente de divisas en concepto de giro de dividendos.

Por la lógica de la convertibilidad se gestó una fuerte dependencia del ingreso de capitales para no mermar las reservas, acentuándose el endeudamiento externo, que finalmente se constituyó en el único sustento de la conversión.¹¹⁴ También su lógica de funcionamiento determinó que la expansión de la base monetaria se lograra solamente a partir de la toma de deuda externa. Al reducirse la inflación de precios, se ligó las variaciones de la actividad local con la disponibilidad interna de monedas externas,¹¹⁵ al tiempo que se generaba una profunda iliquidez, que procuró ser sustituida con la emisión de monedas provinciales. Esa simbiosis quitó márgenes de libertad a la economía interna y la hizo extremadamente vulnerable a las crisis financieras externas. De allí que se gestara la percepción de la inevitabilidad de su ruptura por la dificultad de pago de los compromisos externos y por la posibilidad de frenos en el ingreso de fondos líquidos. También motivó que los niveles de actividad se resintieran durante las crisis de los mercados financieros externos: sólo durante la crisis mexicana de 1994 se fugó del sistema bancario el 20% de los depósitos. Esa ruptura fue en extremo relevante porque a partir de allí se profundizó la recesión que se había iniciado poco antes, hacia mediados de 1994, conformándose una caída que no pudo revertirse y que se agudizó al desencadenarse las crisis asiática y rusa de 1997 y luego la brasileña de 1998. La aceptación de un posible default se acentuó durante esas crisis financieras, especialmente luego de 1997, cuando se contrajo el ingreso de divisas, instalando como inevitable la quiebra de la conversión. Desde allí la economía no registró recuperos que la llevaran hacia niveles de actividad y de empleo compatibles con su dotación de recursos. La razón de esa incapacidad de reacción se encuentra, nuevamente, en la lógica de la convertibilidad que determinaba que las alzas en los niveles de actividad se engendraran sólo en el ingreso de capitales líquidos, demandando el posicionamiento de altas tasas de interés locales, contradictorio con la actividad productiva interna.

Frente a ese encadenamiento, hacia finales de 2001 se desencadenó la quiebra final de la convertibilidad. Sólo durante ese año se fugaron 20 mil millones de dólares del sistema bancario, derivando en una corrida que no pudo ser minimizada por la inexistencia de un Banco Central operando como prestamista de última instancia. Ello motivó la incapacidad de reintegrar los depósitos a los ahorristas.

Aunque semejante, el quiebre de la convertibilidad de los noventa fue sin duda más agudo que el de las otras convertibilidades. La Argentina ingresó en un

114. La sobrevaluación de la paridad inicial se acentuó en los primeros meses del sistema dado que la inflación de precios continuó siendo positiva, al menos hasta 1994. El índice de precios al consumidor creció 172% durante 1991, adicionándose 24,6% durante 1992 y 10,6% durante 1993; *International Financial Statistics Yearbook*, (1995), p. 203.

115. Informe Económico, Ministerio de Economía, (1999), p. 251.

default financiero, se produjo una devaluación de la moneda que sumó en sus inicios una pérdida en el valor del peso local cercana al 360%. También indujo un profundo cambio en los precios relativos, al caer los salarios reales a la mitad de su valor luego de la devaluación de quiebre de la conversión. Como resultado, el producto interno decreció 11% durante 2002, el desempleo trepó hasta el 22% de la fuerza de trabajo, y más de la mitad de la población ingresó a la pobreza. En esencia, se repitieron las secuencias y las derivaciones desequilibrantes que contabilizaron los quiebres de las anteriores convertibilidades, pero absolutamente agudizadas.

VII. Las enseñanzas de la historia

Ninguna de las convertibilidades formuladas en la Argentina pudo sostenerse en el tiempo. Todas quebraron, dominando en sus culminaciones fugas de capitales y devaluaciones cambiarias. Las coincidencias se repitieron en sus objetivos, en sus secuencias en el tiempo y en sus lógicas de comportamiento.

La primera similitud se detecta dentro de los objetivos que las impulsaron: con ellas siempre se procuró preservar los ingresos en divisas de los sectores dominantes, gestándolo desde la ingerencia de la política económica en la formación del tipo de cambio. Además se asociaron siempre, en sus comienzos, con una devaluación de la moneda local y con una retracción en los salarios reales, en un movimiento que podría parangonar a las convertibilidades anteriores a 1930 con la formación de un plan de ajuste al modo como fueron lanzados luego de la segunda posguerra. Desde esas repeticiones en su gestación puede inferirse que el vínculo entre los detentadores de las estructuras burocráticas del estado y los propietarios de activos que definen el modo de operación de la economía fue determinante. Ello se constata también durante el transcurso de la convertibilidad en la manera de encarar la emisión monetaria y en la determinación de las fuentes de captación de recursos que se emplearon para sostenerlas. Ese ensamble definió además sus tiempos de permanencia.

Más allá de la primera convertibilidad, la de 1822, asociada al negocio de un banco privado, las formuladas hasta 1930 procuraron revertir la valorización de la moneda local que perjudicaba a los exportadores, garantizándoles el sostenimiento de la capacidad adquisitiva del numerario que obtenían con la venta de productos e incluso mejorando la paridad cambiaria que recibían previamente, al gestarse una devaluación del peso local. Ese fue un componente repetido hasta 1930. La implantada hacia 1867 poseyó un segundo objetivo: lograr la aceptación del papel moneda por parte de la población, respaldándola con oro. Pero todas contuvieron la revaluación del peso local frente a las monedas de plata y al oro explicitando un tipo de cambio fijo, en un valor superior al que gestaría el mercado. Ello señala que todas comenzaron con una devaluación cambiaria. La convertibilidad de los noventa procuró también revertir la merma en la confianza sobre el valor futuro de la moneda local. A diferencia de las conversiones anteriores, fue

lanzada para contener la desvalorización de la moneda local: gestó, también en sus inicios, una devaluación de la moneda, aunque mantuvo, por la lógica de los sectores que la impulsaron, el valor de la moneda local sobrevaluado, perjudicando a los exportadores, pero favoreciendo al nuevo ensamble de intereses dominantes, el sector financiero y las empresas privatizadas. En esencia, operó como una informal dolarización de la economía.

Pero las devaluaciones cambiarias no se insertaron aisladamente. En todas las convertibilidades se contabilizó, además, en sus inicios, el cercenamiento de los salarios reales, al no crecer sus valores nominales en la misma proporción que la devaluación. Esa disparidad indica que ningún plan de conversión fue neutral, en sus comienzos, sobre la relación cuantitativa entre los dos precios centrales de la economía.

Las semejanzas se repitieron también durante el transcurso de las convertibilidades y durante sus quiebres. Todas se financiaron con tomas de deuda y con la venta de activos del estado. Siempre facilitaron, en sus primeros tramos, el ingreso de capitales especulativos debido a la estabilidad cambiaria que les aseguraba una rentabilidad superior a los circuitos financieros externos. Por eso, en sus comienzos motivaron que los capitales líquidos locales radicados en el exterior, o depositados fuera del ámbito financiero local, regresaran.¹¹⁶ De allí que las reservas y el volumen del circulante crecieran en sus inicios gestándose, en su primer tramo, una reactivación en la actividad económica. Pero la expansión no fue perdurable: siempre, en algún momento del tiempo, por incapacidades de la economía para hacer frente a los pagos de intereses de los capitales ingresados o por desajustes en el contexto externo, el flujo de capitales se contrajo, revirtiéndose la expansión. Esa dependencia motivó que los cambios en la actividad interna hayan estado vinculados, totalmente, con los vaivenes en las relaciones de la economía interna con el exterior. En esencia, esa ligazón expresa la desarmonía existente entre la lógica de las convertibilidades y el comportamiento doméstico de la economía, ya que las oscilaciones en el quantum de dinero local no se produjeron por necesidades productivas internas sino por los cambios en los ingresos y egresos de monedas foráneas. Es indudable que las convertibilidades sólo facultan el crecimiento económico cuando los mercados externos operan favorablemente. Pero no poseen la capacidad para actuar anticíclicamente en función de las necesidades de la coyuntura económica interna. Por eso, todas fueron altamente dependientes de los ciclos financieros, monetarios y políticos del exterior y del devenir de los mercados de bienes, creándose desde lo externo fluctuaciones en la actividad económica local que no pudieron ser corregidas. Por eso pueden ser caracterizadas por la inflexibilidad de su mecánica operativa. Esta crítica ya había sido explicitada por numerosos economistas argentinos hacia la segunda mitad

116. La deuda externa trepó de 61,3 millones de dólares durante 1991 a 146,3 millones durante 2000; Informe Económico, Ministerio de Economía, (1999), p. 255 y 2001, p. 274.

del siglo XIX;¹¹⁷ pero, a pesar de su conocimiento, la patología se reiteró con la aplicación de nuevas convertibilidades.

Para sostener la paridad cambiaria fija sin endeudamientos externos debían, además, conformarse saldos positivos en el balance comercial. Caso contrario, el único recurso para preservarlas es la toma de deuda en el exterior: excepto la convertibilidad de 1899, las demás gestaron déficits en el balance comercial, por lo que se correspondieron, incluso la de 1899, con la toma de empréstitos en el exterior, y con incrementos de la deuda externa, que garantizaron temporariamente un flujo de metal o de monedas externas para el respaldo de las emisiones locales. Pero el endeudamiento se posicionó como el factor que determinaría su quiebre. Precisamente, dos de los tres mayores períodos de endeudamiento externo de la Argentina, el que va de 1863 a 1890 y la década de los noventa, se correspondieron con convertibilidades de la moneda.¹¹⁸ La ligazón entre crecimiento del endeudamiento y convertibilidades ya había sido mencionada en 1883, previo a la concreción de la convertibilidad de 1884, pero tampoco fue asimilada.¹¹⁹ De allí que su expansión sólo pudiera sostenerse en el corto o mediano plazo y dependiera, al igual que los flujos del comercio, de las condiciones de los mercados externos. Frente a esa incapacidad y a esa condicionalidad, todas concluyeron con la fuga repentina de capitales y una nueva devaluación de la moneda local.¹²⁰ El giro ocurrió, siempre, al tiempo que los mercados externos retrajeron su oferta de monedas y bienes. De este modo, las convertibilidades persistieron sólo en épocas prósperas, cuando existieron ingresos externos netos de monedas, metales y divisas. Pero cuando mermaron, la economía quedó expuesta totalmente a los ciclos financieros y especulativos y a los cierres de los mercados de bienes. Sus expresiones más notorias fueron las crisis financieras de 1873 y 1874, quebrando la conversión de 1867, las rupturas de las convertibilidades lanzadas durante 1899 y 1927, con el inicio de la primera guerra y la debacle financiera de 1929, y luego las rupturas de 1994 en México y de 1997 y 1998, en Asia y Brasil, que antecedieron al quiebre de la convertibilidad de 1991. Esos desajustes acentuaron las corridas sobre el sistema financiero, anticipando la finalización de la convertibilidad. Por eso, durante sus momentos finales, todas contabilizaron el retiro de oro o de divisas, ya sea por la percepción de incapacidades ciertas para sostener la paridad

117. Ello surge de la fórmula de la teoría cuantitativa del dinero donde $M \cdot V = P \cdot T$, donde M es la base monetaria, V la velocidad de circulación del dinero, P el índice general de precios y T el nivel de transacciones físicas. Al eliminarse la inflación, las variaciones en P son nulas al igual que V. Por eso se liga M con T.

118. Hansen (1930), p. 58, lo detalla para las primeras cinco convertibilidades.

119. La descripción de las posiciones críticas a la convertibilidad y la explicitación de la separación de la emisión monetaria con las necesidades locales, planteadas hacia la década de 1860, se encuentra en Piñero (1899), pp. 7 y 8.

120. El restante período de alta generación de endeudamiento externo fue el de la segunda mitad de la década de 1970.

cambiaría y el trueque de moneda por metales o divisas. Las crisis financieras o políticas externas constituyeron su punto final. De allí que ninguna convertibilidad pudiera perdurar en el tiempo.

Con sus rupturas, se generaron devaluaciones de la moneda local, la expansión de la tasa de inflación interna, ilíquideces monetarias, caídas en el nivel de actividad y mermas en el salario real. También perjudicaron a los acreedores bancarios por la caída en el valor de la moneda local o por la incapacidad de devolver sus depósitos. Es cierto que durante las cinco primeras convertibilidades no existió un sistema bancario con la concepción moderna que se instauró a partir de la formación del Banco Central. Eran sistemas financieros más elementales que motivaron que las rupturas fueran menos agudas que la producida hacia 2001. Pero igualmente ocurrieron con la misma secuencia. Durante el quiebre de la conversión formulada en los noventa influyó, además, la inexistencia de la figura del prestamista de última instancia, eliminada como parte de su lógica operativa, motivando que su quiebre fuera más caótico. Pero, a pesar de haber sido más aguda, su culminación repitió la misma secuencia recorrida por las otras convertibilidades; y ello a pesar de haberse afirmado reiteradamente que el régimen sería permanente, invulnerable. Este fue un argumento empleado por los propagandistas de la convertibilidad de los noventa, quienes afirmaron que con el respaldo del 100% de la base monetaria nunca podría quebrarse porque siempre existía el artificio último de “secar la plaza”. Indudablemente un absurdo. El cuestionamiento a esa observación se encuentra en la propia historia de las convertibilidades anteriores: todas quebraron cuando el público y el propio sistema financiero retiraron sus fondos en metal o en divisas, liberándose de la moneda interna. Nunca los actores económicos aceptaron que se “drene la plaza”. Por eso, puede decirse que la de las convertibilidades es una historia no aprendida en el devenir económico y político de la Argentina.

Bibliografía

- Arnaudo, Aldo (1987). *Cincuenta años de política financiera argentina (1934 - 1983)*. Buenos Aires, El Ateneo.
- Brenta, Noemí (2004). “Las propuestas de dolarización de América Latina: rol del FMI, EE.UU y los Think Tanks”. *Ciclos*, 27. Buenos Aires.
- Cortés Conde, Roberto (1989). *Dinero, Deuda y Crisis. Evolución fiscal y monetaria en la Argentina*. Buenos Aires, Sudamericana.

121. Ello fue escrito en la editorial del diario *La Nación* del 20 de junio de 1883, p. 1.

122. Arnaudo (1987), p. 11, afirma que los cierres de la Caja de Conversión implicaron devaluaciones encubiertas. La experiencia demuestra que todas fueron devaluaciones reales y efectivas.

- De la Plaza, Victorino (1899). *Sobre la valorización de la moneda de curso legal*. Buenos Aires, Peuser.
- De Vedia, Agustín (1899). *Problemas económicos. El proyecto de conversión*. Buenos Aires.
- Damianovich, Alejandro (1979). *El monopolio del banco inglés*. Buenos Aires, Peña Lillo.
- Ford, A. G. (1966). *El patrón oro: 1880 - 1914. Inglaterra y Argentina*. Buenos Aires, Editorial del Instituto.
- Franco, Gustavo (1991). *Dolarización: mecanismos, magias, fundamentos*. Río de Janeiro, PUC.
- Hansen, Emilio (1906). *La reforma monetaria*. Compañía de Billetes de Banco. Buenos Aires.
- Hansen, Emilio (1930). *Actualidades monetarias*. Buenos Aires, García Santos.
- Ieeral (1986). *Estadísticas de la evolución económica de la Argentina. 1913 - 1984*. Córdoba, Estudios, 39.
- Kindleberger, Charles (1989). *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*. Buenos Aires, Ariel.
- Maddison, Angus (1997). *La economía mundial 1820 - 1992. Análisis y estadísticas*. Francia, OCDE.
- Ortíz, Ricardo (1958). *El ferrocarril en la economía argentina*. Buenos Aires, Cátedra Lisandro de la Torre.
- Panettieri, José (1983). *Devaluaciones de la moneda (1822-1935)*. Buenos Aires, CEAL, 22.
- Peña, José B. (1907). *Deuda Argentina*. Buenos Aires, Imprenta Alsina.
- Piñero, Osvaldo (1899). *La conversión del billete*. Buenos Aires, Peuser.
- Poder Ejecutivo de la Nación (1893). *Exposición sobre el estado económico y financiero de la República Argentina*. Buenos Aires.
- Pomer, León (1993). *Argentina: historia de negocios lícitos e ilícitos*. Buenos Aires, CEAL.
- Rapoport, Mario y colaboradores (2000). *Historia económica y social de la Argentina*. Buenos Aires, Macchi.
- Regalsky, Andrés (1999). "Banca y capitalismo en la Argentina, 1850-1930. Un ensayo crítico". *Ciclos*, 18. Buenos Aires.
- Vázquez Presedo, Vicente (1971). *Estadísticas históricas argentinas. 1875-1914*. Buenos Aires, Macchi.
- Vitelli, Guillermo (2001). "La raíz de los males está en la política económica: una explicación de los resultados de la convertibilidad". *Realidad Económica*, 184. Buenos Aires.

RESUMEN

La economía Argentina registra seis períodos donde su moneda fue convertible. El primero se inició en 1822, concluyendo hacia 1826; la segunda convertibilidad rigió entre 1867 y 1873; la tercera entre diciembre de 1883 y enero de 1885; la cuarta entre 1899 y 1914; la quinta operó entre agosto de 1927 y diciembre de 1929; y la sexta se inició en 1991 para concluir hacia finales de 2001. Las seis convertibilidades repiten una misma historia: en sus inicios se asociaron con una devaluación de la moneda local y con retracciones en los salarios reales. Luego, durante su transcurso, todas se financiaron con la toma de deuda y con la venta de activos del estado y otorgaron rentabilidades superiores a los circuitos financieros de los centros industrializados. Finalmente, ninguna pudo sostenerse en el tiempo, dominando en sus culminaciones las fugas de capitales y la devaluación cambiaria.

ABSTRACT

The Argentine economy has experienced six different periods with a convertible currency. The first began in 1822, ending around 1826; the second was in force between 1867 and 1873; the third between December 1883 and January 1885; the fourth between 1899 and 1914; the fifth between August 1927 and December 1929; and the sixth began in 1991 and ended towards the end of 2001. These six experiences of a convertible currency repeat the same story: initially they were associated with a devaluation of the local currency and with a lag in real wages. Then, while in force, they were all financed by contracting debt and selling state assets and provided high profits for the financial circuits of the industrialized countries. Ultimately, none of them could be sustained over time and ended with the flight of capital and exchange rate devaluation.