

79

Revista

de

Ciencias Económicas

PUBLICACION MENSUAL DE LA
Facultad de Ciencias Económicas, Centro de Estudiantes
y Colegio de Egresados.

DIRECTORES:

Dr. Alfredo L. Palacios Por la Facultad	J. Waisman Por el Centro de Estudiantes
Raúl Prebisch Por el Centro de Estudiantes	

REDACTORES:

Dr. Alfredo Echagüe Por la Facultad	Cecilio del Valle Por el Centro de Estudiantes
Dr. Eduardo M. Gonella Dr. José Barrau Por los Egresados	Eugenio A. Blanco Por el Centro de Estudiantes

ADMINISTRADOR: Bernardo J. Matta

Año IX

Septiembre de 1921

Serie II. N° 2

DIRECCIÓN Y ADMINISTRACIÓN
CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

El comercio internacional argentino en un regimen de papel moneda inconvertible ⁽¹⁾

POR JOHN H. WILLIAMS

CAPÍTULO IV

Los Préstamos y el Balance de Pagos

Para hacer posible la iniciación y continuación de los pagos metálicos, era necesaria la acumulación previa de reservas de oro en los bancos. Con este objeto los gobiernos nacional y provinciales, efectuaron operaciones de préstamos en el extranjero. Para saldar en parte las deudas pendientes con el Banco de la Provincia de Buenos Aires —cuatro millones de pesos en 1866, para hacer frente a los gastos de la guerra del Paraguay, y diez millones papel en 1876 para evitar la bancarrota que amenazaba al gobierno después de la guerra civil y el pánico de 1874,—el gobierno nacional le entregó un empréstito de 6 % de 6.855.000 pesos. Con el fin de proveer al Banco Nacional de una reserva metálica el gobierno respectivo le compró 60.000 acciones, pagándolas con un empréstito de 5 % por 8.415.500 pesos. Política análoga siguió la provincia de Santa Fe respecto a su banco. De esta manera, los gobiernos nacional y provinciales, emitieron, entre 1881 y 1885, 26.561.000 pesos oro de títulos que produjeron 22.670.000 pesos oro; su servicio anual por intereses y amortizaciones alcanzaba a 1.486.829 pesos oro.

Si estas operaciones hubiesen sido las únicas, su carga habría sido tolerable para los gobiernos. Pero no fué así: el gobierno de Roca trató de acelerar la expansión económica del país y con este objeto, planeó un vasto programa de empréstitos. Los transportes eran la necesidad primordial de la

(1) Véase el número anterior.

Nación y el único medio para poblar el desierto. En 1875 la extensión total de los ferrocarriles alcanzaba a 1170 millas, y en 1880, a 1512; en los cinco años siguientes esta cifra se duplicó (2700). Esta cantidad, — pequeña si se considera los adelantos efectuados en los otros cinco años subsiguientes, en que la fiebre de los ferrocarriles alcanzó su cúspide—, indica los esfuerzos de los gobiernos y de la empresa privada para cultivar y poblar la tierra; aquellos estimulaban a los particulares garantiéndoles el interés de los capitales invertidos y construían por su cuenta líneas estatales.

Estos empréstitos se sucedían con extraordinaria rapidez y alguna vez la frecuencia con que la Argentina aparecía en el mercado de préstamos, precavió a los prestamistas europeos. El total de los préstamos para el fomento de ferrocarriles, en el período 1881 - 1885, alcanzó a un monto nominal de 53.112.000 pesos oro, de cuya cantidad solo se recibió en efectivo 46.989.800 pesos oro. Los servicios requerían una suma anual de 3.239.538 pesos oro.

A estos préstamos para sanear la moneda y construir ferrocarriles deben agregarse aquellos que se originaron en los arreglos políticos y los destinados a obras públicas. Después de la revolución del 80, el gobierno federal se hizo cargo de dos empréstitos de la Provincia de Buenos Aires por 14.018.000 pesos y se comprometió a pagar 5.000.000 pesos por la cesión de los edificios del gobierno provincial. También se hizo cargo de los trabajos del Puerto del Riachuelo y de las obras sanitarias de la ciudad de Buenos Aires cuya construcción había comenzado la provincia; el capital para la prosecución de estas obras se consiguió en 1886 y 1887 por un empréstito de 5 % de 42.000.000 pesos oro, el famoso Empréstito de Aduanas.

Por su parte la provincia de Buenos Aires emprendió la construcción de La Plata — que por sus ventajas naturales se la imaginó un futuro gran puerto marítimo—, y convencida del brillante porvenir de esta ciudad no vaciló en levantar costosos edificios; las extravagancias desplegadas en este trabajo, fueron una de las razones por las que el erario público se encontró en las grandes dificultades financieras que culminaron en la bancarrota del 91.

Resumiendo los empréstitos públicos efectuados durante el período de cinco años de reforma monetaria, 1881 - 85, tenemos:

EMPRESTITOS PUBLICOS, 1881-85
(MILES DE PESOS ORO)

Propósito	Valor nominal	Monto realizado	Servicio anual
Bancos y circulación	\$ 26.561	\$ 22.258	\$ 1.487
Ferrocarriles	» 53.112	» 46.990	» 3.240
La Plata	» 21.517	» 19.892	» 1.506
Totales	\$ 101.190	\$ 89.140	\$ 6.233

El resultado de estas operaciones, fué aumentar enormemente la deuda externa de los gobiernos nacional y provinciales; a esto hay que agregar el 90 % de los pequeños empréstitos internos del período (1.542.000 pesos oro), y 90 % del empréstito interno municipal de la ciudad de Bs. As., de Oct. 30 de 1882 (3.863.000 pesos oro). De tal modo el aumento total de la deuda externa fué de 105.046.000 pesos oro y la carga de los servicios de 6.611.037 pesos oro.

Los préstamos privados en esta época no alcanzaron la magnitud que caracterizó los de los cinco años anteriores al Pánico Baring; en su mayor parte fueron invertidos en ferrocarriles y solo una pequeña parte — en relación a las anteriores inversiones—, se invirtió en tierras e hipotecas. El total del nuevo capital invertido en empresas privadas, computado según los informes de la Dirección de Ferrocarriles, del *Economist* de Londres, y del Manual de Mulhall, etc., señala en los cinco años, 1881-85, un aumento de 44.313.000 pesos oro, de los cuales 31.313.000 pesos representan colocaciones en ferrocarriles, y 13.000.000 en otras formas de empresas privadas; computando el interés al 5 %, encontramos un aumento en los servicios del capital privado de 2.215.650 pesos.

El total de préstamos en este período puede resumirse como sigue:

TOTAL DE LOS PRESTAMOS EXTRANJEROS
Y DE SUS INTERESES, 1881-85
(MILES DE PESOS ORO)

	Préstamos	Interés
Empréstitos públicos	\$ 105.046	\$ 6.611
Inversiones privadas	» 44.313	» 2.216
Totales	\$ 149.359	\$ 8.827

Muchos escritores argentinos, sobre tópicos económicos, sostuvieron generalmente que las vicisitudes de la historia del papel moneda no tienen nada que ver con las operaciones de préstamos o con el balance de pagos internacionales, y sí con los malos gobiernos, las malas administraciones políticas y financieras y las emisiones excesivas de papel moneda.

Así Martínez y Lewandowski en "La Argentina del siglo XX", se expresan como sigue:

"La afirmación que atribuye la depreciación del papel moneda y por consiguiente el curso forzoso, a una balanza comercial adversa, está desprovista de bases científicas y no se encuentra sostenida por pruebas definidas.... las verdaderas causas de la depreciación han sido siempre las excesivas emisiones de papel, el envilecimiento de los instrumentos de crédito del país por la superabundancia de papel moneda".

No pretendemos negar la influencia de la cantidad de papel moneda sobre su valor, ni tampoco la costumbre tan común de los gobernantes argentinos de recurrir a la prensa de imprimir para financiar sus dificultades; pero trataremos de demostrar que el mero aumento de papel no explica suficientemente los ascensos ocurridos en el premio del oro, y que el elemento importante en la situación, y a nuestro modo de ver el elemento contraloreador, consistió en el balance de pagos adverso, en el que el factor dominante fué el de los préstamos.

Trataremos de dilucidar el rol jugado por los préstamos en el período de pagos en metálico que finalizó en 1885. Entonces no hubo emisiones (1), por el contrario la gran masa de billetes sin valor fué reemplazada por los billetes metálicos convertibles a la par. No puede, pues, aceptarse la tesis de los autores citados.

(1) Esta afirmación de Williams es inexacta, y nos indujo a una falsa apreciación al comentar, en el número anterior de esta Revista, la 3ª edición de los *Estudios sobre la moneda*, del Dr. Juan B. Justo. Entre 1883, fecha del restablecimiento de la conversión, y fines de 1884, los bancos, según Jorge Pillado (v. *El papel moneda argentino*, pág. 53) aumentaron sus emisiones de un valor en pesos moneda nacional de 50.839.850 a \$ m/n. 61.739.000. Además, las antiguas emisiones en pesos moneda corriente, a pesos fuertes y pesos bolivianos, no fueron substituídas por notas o billetes metálicos como dice Williams, sino convertibles a la vista en metálico, al tipo fijado; sólo una parte fué reemplazada por nuevos billetes. Sin embargo, este error, no quita al Balance de Pagos, la influencia preponderante, ya que no exclusiva, que tuvo en la crisis 1884-1885.—RAÚL PREBISCH.

El cuadro siguiente enseña el saldo de los préstamos en los cinco años 1881-85. La primera columna da el monto del capital que tomó el país anualmente; la segunda muestra el monto anual pagado por intereses y amortizaciones sobre el capital extranjero colocado en el país y la tercera indica el "saldo" entre los nuevos préstamos y los servicios anuales.

SALDO DE PRESTAMOS, 1881-85

(MILES DE PESOS ORO)

Año	Nuevos préstamos (1)	Servicios (Intereses y amorti- zaciones) (2)	Saldo (1-2)
1881	\$ 14.075	\$ 11.967	\$ 2.108
1882	» 25.293	» 15.724	» 9.568
1883	» 47.399	» 14.496	» 27.903
1884	» 39.732	» 27.574	» 12.158
1885	» 38.732	» 22.637	» 15.522

Los préstamos y el saldo (1-2) culminaron en 1883, año en que comenzaron los pagos metálicos.

En lo que concierne a los préstamos, el saldo se mantuvo favorable, pero en lo que respecta al saldo comercial no podemos decir lo mismo. El cuadro siguiente da las exportaciones e importaciones desde 1881 a 1885.

BALANCE COMERCIAL, 1881-85. (1)

(MILES DE PESOS ORO)

Año	Importaciones 1	Exportaciones 2	Saldo 1-2
1881	\$ 57.938	\$ 55.706	+ \$ 2.232
1882	» 60.389	» 61.246	- » 857
1883	» 60.208	» 80.436	- » 20.228
1884	» 68.030	» 94.056	- » 26.026
1885	» 83.879	» 92.822	- » 8.343

(1) Preciso es tener en cuenta, que, según nuestro cálculo, el 15 ó 20 % de las importaciones durante esos años fué resultado directo de los empréstitos negociados en Inglaterra para la construcción de ferrocarriles, y por lo tanto estos préstamos no originaron operaciones de cambio y estrictamente no interesan a nuestro problema.

El saldo favorable de 1881, se convierte en saldo desfavorable en 1882, que aumenta notablemente en 1883 y 1884 y disminuye en 1885.

El balance desfavorable no provenía de una disminución de las exportaciones, que experimentaron un lento aumento hasta 1885 y en este año subieron fuertemente, sino de un notable aumento de las importaciones. El valor de las importaciones en 1884 fué alrededor de 59 % mayor que en 1881. Esta expansión de las importaciones que coincide con los grandes préstamos, es un fenómeno bastante común, que apareció aún más acentuadamente en la última mitad del período 1880-90, cuando los préstamos fueron mucho mayores que en la primera mitad.

Con los dos cuadros anteriores podemos formar el siguiente cuadro:

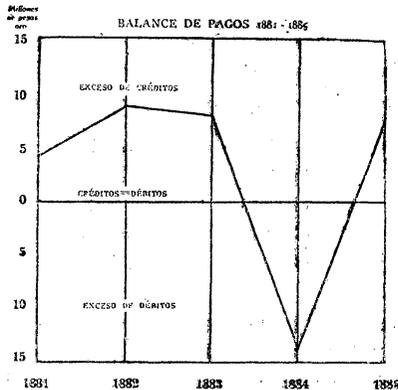
BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES, 1881-85. (1)

(MILES DE PESOS ORO)

1881	\$ 72.013	\$ 67.673	\$ + 4.340
1882	„ 85.682	„ 76.970	„ + 8.712
1883	„ 107.607	„ 99.932	„ + 7.830
1884	„ 107.762	„ 121.630	„ - 13.868
1885	„ 122.611	„ 114.859	„ + 7.752

En el gráfico siguiente se nota claramente la inversión del saldo en 1884; examinaremos ahora los efectos de esta in-

GRÁFICO N.º 1



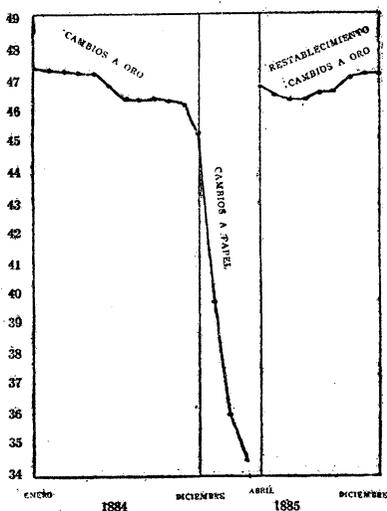
(1) Por falta de datos y por su poca importancia no incluimos otros ítems como remesas de inmigrantes, etc.

versión sobre los cambios extranjeros y sobre la circulación. La línea cero representa el equilibrio de la demanda y oferta de cambios. Antes de 1883, —desde que las exportaciones más los préstamos anuales, excedían las importaciones más los pagos de interés,— la oferta de cambios era superior a la demanda. Pero en 1884 ocurre lo contrario: la demanda excede a la oferta y causa una baja en los tipos; en otros términos, causa una disminución en el valor de la circulación argentina, tan grande que origina la suspensión de los pagos metálicos.

El gráfico N° 2 denota el movimiento del tipo del cambio en libras esterlinas y a noventa días. Tenemos en el espacio de dos años, tres distintas situaciones respecto a las condicio-

GRÁFICO N° 2

TIPOS DE LOS CAMBIOS INTERNACIONALES
(EN LETRAS A NOVENTA DÍAS A LIBRAS ESTERLINAS)
1884-1885



nes del cambio y de la circulación. En el primer período de Enero a Diciembre de 1884, el cambio, está expresado en términos de oro; el papel es convertible en oro a la par, pues el oro es la base de la circulación. De Enero a Abril de 1885, los cambios a oro se dislocan; el tipo, en lugar de detenerse en 46, —punto de exportación del metal,— como hubiese sucedido normalmente en un sistema de cambios a oro, continúa descendiendo rápidamente hasta $34 \frac{1}{2}$. En Abril de 1885, sin embargo, la situación varía: las cotizaciones de los cambios

se expresan nuevamente a oro, como antes del colapso. Pero hay diferencias entre las dos situaciones. En el primer período el papel está a la par con el oro y en el último, es inconvertible y su valor en oro se manifiesta por las fluctuaciones del premio del metal. Tenemos, por consiguiente, después de 1885, dos circulaciones, una para las transacciones internas y otra para las externas. Y este es el estado de cosas que perdura hasta el 99.

No puede dudarse pues de las causas de la suspensión de los pagos en metálico: el balance de pagos desfavorable de 1884 y la consiguiente baja del cambio. El déficit ocurrió en 1884; y la dislocación de los cambios y suspensión de pagos metálicos no ocurrió hasta 1885, retardo explicable por la lucha de los bancos oficiales para capear la tormenta y mantener la conversión.

En junio de 1884 el Banco de la Provincia de Buenos Aires, abandonó esta lucha y suspendió la conversión, lo que llevó una carga enorme sobre el Banco Nacional que, sin embargo, prosiguió la conversión por siete meses más. Durante este período no solo convirtió libremente sus billetes, sino que también vendió cambios sobre el exterior a un tipo mucho más alto que lo que el comerciante hubiese tenido que pagar en el mercado libre. En estos negocios de cambios, aceptaba papel u oro, indiferentemente.

Hasta fin de año los bancos citados desembolsaron 77.000.000 pesos en convertir papel en oro y en operaciones de cambio. El Banco Nacional en particular, sufrió grandes pérdidas debidas a la diferencia de cambios sin contar los intereses sobre los créditos en descubierto que tuvo que solicitar en Europa.

En Enero de 1885 fué decretada la suspensión en favor del Banco Nacional, y la depreciación, artificialmente contenida, comenzó a obrar sobre el papel; el cambio bajó a 34 $\frac{1}{2}$ y aún a 29 peniques.

Por decreto de Marzo de 1885, se permitió a los bancos emplear sus reservas metálicas en operaciones de cambio, con la obligación de reponerlas dentro de dos años. Desde entonces, las operaciones de cambio se efectuaron exclusivamente en oro, y el comprador de cambio tuvo primero que comprar metálico para este propósito, o tener con su banquero una cuenta a oro para las transacciones exteriores.

Así, en abril de 1885, se estableció de nuevo el cambio a

oro. Desde enero del mismo año, el papel moneda circulaba depreciado; y tal situación se mantiene hasta la fijación del valor del papel en 1899.

Resumiendo: no hay razón para dudar que la inconvención del 85 se debió a la alteración del balance de pagos causada por los grandes préstamos de capitales extranjeros, que originaron pesados intereses e infladas importaciones, cuyo pago trajo una caída pronunciada en los cambios que, al dejar exhaustos los recursos de los bancos debido a las operaciones de cambios a pérdida, causó la inconvención.

CAPÍTULO V

El sistema bancario nacional y el premio del oro

Desde que la causa de la crisis del 85 fué el anhelo de apresurar la prosperidad del país, pudo haberse esperado que los años siguientes presenciasen una política más sobria. Este propósito se manifestaba en Roca cuando en su Mensaje de 1885 decía: "Si los individuos, la Nación, y las provincias practicasen la economía y desistiesen de los préstamos y de los grandes trabajos públicos por un año o dos, las cosas se normalizarían".

Sin embargo, los préstamos recomenzaron y cuando en 1885, Roca fué sucedido por Célman —superficial optimista e incompetente administrador,— la Argentina siguió su ficticio progreso. No todos los hechos que sucedieron bajo este gobierno, sin embargo, fueron debidos a sus actos. El espíritu de especulación fué general y en parte inherente a la situación. Pero los gobiernos, nacional y provinciales, jugaron el papel predominante y a no ser por la extravagancia y el espíritu especulativo y malgastador, nunca la especulación hubiese alcanzado las proporciones a que llegó.

La actitud del gobierno en el período anterior y en el que consideramos fué diferente. En el primero se hizo un genuino esfuerzo para sanear la circulación, que fracasó a causa de la liberalidad de los préstamos. Pero en el segundo, los préstamos extravagantes y en grandes sumas y la desenfrenada expansión de la circulación, corrieron parejas causando la continua elevación del premio del oro —tanto mayor cuanto más se acercaba el año 1891, la expansión de los

negocios, la extensión del crédito personal en forma no igualada por otros países y finalmente en el 91, la crisis inevitable, seguida por un largo período de liquidación y depresión que termina en 1900.

Cuando se decretó la inconversión, la intención manifiesta del gobierno fué no permitir la emisión de más billetes. La circulación era de 61.739.000 pesos, habiéndose definido claramente por el P. E. el monto de billetes inconvertibles perteneciente a cada establecimiento bancario. Para prevenir nuevas emisiones, se creó una oficina de inspección cuyos cargos serían provistos por el P. E.

El congreso aprobó y modificó en parte las medidas del Ejecutivo. Se permitió al Banco Nacional emitir hasta doble de la emisión existente de 28.000.000 pesos. Comenzaron pues las nuevas emisiones, a pesar de la intención manifiesta de volver a los pagos metálicos en 1887. En Diciembre del 86 el Banco de la Provincia de Buenos Aires fué autorizado por el Ejecutivo a emitir billetes inconvertibles hasta 7.000.000 pesos. En el mismo mes, el Congreso, por sugestión de Celman postergó la conversión hasta Enero 1º de 1889. "El retorno a los pagos metálicos, decía el presidente en su mensaje, debe reposar sobre bases sólidas; debe ser decretado por el desarrollo de la riqueza industrial y comercial, por la fortuna acumulada del país, y no por la ley".

Sin embargo, si se debió restablecer la conversión, el año 1887 constituyó la mejor época. El premio del oro fué bajo (promedio anual 37 en 1885, 39 en 1886, y 35 en 1887). Experimentó este descenso a pesar de las emisiones inconvertibles, debido a que el balance de pagos internacionales, a causa de los préstamos, se volvió favorable al país.

Pero en vez de la conversión, la Argentina recurrió a una medida que retardó por 12 años más, la vuelta a los pagos metálicos. Esta medida fué la Ley de los Bancos Nacionales Garantidos, o Ley de los Bancos Libres, como también se la designa, que trataba de imitar el régimen bancario de los Estados Unidos. En Septiembre de 1887 fué propuesta por Celman y el 6 de Noviembre fué aprobada por el Congreso; sus principales disposiciones eran:

1. Cualquier establecimiento bancario podía emitir billetes con tal que:

- a) Tuviese un capital mínimo de 250.000 pesos.
- b) Comprase títulos nacionales a oro hasta el monto total de los billetes a emitirse.

2 Estos títulos debían ser emitidos especialmente con este propósito bajo la forma de un empréstito interno a oro (Empréstito de los Bancos Garantidos), y gozarían de un interés del 4 ½ % y una amortización por medio de un fondo acumulativo al 1 % anual.

3 La emisión de billetes sería limitada al 90 % del capital del banco emisor.

4 Los títulos serían pagados a oro, a no menos de 85.

5 El oro sería depositado en la Oficina de Inspección de Bancos durante dos años, y después debería ser aplicado al pago de la deuda nacional externa.

6 En caso de quiebra de un banco, los títulos serían vendidos para pagar sus billetes, y cualquier falla sería pagada por el gobierno.

7. El nombre del banco emisor debía estar impreso en los billetes.

El propósito fundamental de esta ley, fué el de asegurar la convertibilidad del papel moneda. La garantía era doble: el monto del oro pagado por los títulos y estos mismos títulos. Además, la ley intentaba establecer una circulación uniforme en todo el país. Alguna uniformidad se había alcanzado por las medidas de los años 1881-83, aunque los billetes emitidos en una provincia no circulaban libremente y con el mismo valor en las otras. Se esperaba que el nuevo plan, al dar a todos los bancos el derecho de emitir, en las mismas condiciones, traería la deseada uniformidad.

Es discutible si el gobierno fué sincero en la defensa de la nueva ley. Suplantar el sistema existente—por otro menos restrictivo que permitía emitir billetes a *cualquier* banco que estuviese dentro de las condiciones de la ley,—obviamente no podía tener otro efecto que el de aumentar la emisión ya redundante. Los usos a que sirvió el nuevo sistema aumentan las sospechas. Veinte bancos se aprovecharon del privilegio de emisión. De ellos, trece, fueron instituciones provinciales, cuyo capital les fué suministrado por los respectivos gobiernos, uno fué el Banco Nacional, agente financiero del gobierno de la Nación, y seis fueron bancos privados. Muchos de los bancos provinciales, tenían de banco sólo el nombre y según R. Pilla-do algunas instituciones incorporadas al nuevo sistema, no

existían en la fecha del decreto de autorización y estaban sólo en proyecto.

Por valor de 47.243.000 pesos oro, las provincias hicieron nuevos empréstitos para obtener el metálico necesario para la compra de títulos de garantía. Estos préstamos gravitaron acentuadamente en el estallido del Pánico Baring. A pesar de éstos préstamos, parece que pocas provincias pagaron los títulos. En unos casos, el pago fué diferido; en otros, acreditado su monto en los libros de la Nación. El Banco de la Provincia de Buenos Aires para emitir 50.000.000 pesos de billetes, compró títulos por el mismo valor, pagando 32.958.574 en oro y el resto en pagarés; lo mismo sucedió con la provincia de Celman, Córdoba. En total, sobre 196.832.590 pesos de títulos, menos del 40 % se pagó en oro, o sea 76.500.000 pesos.

Hay muchos otros ejemplos de malas prácticas. Algunos bancos usaban del privilegio de la emisión para prestar a los "políticos". La memoria de la Caja de Conversión de 1890, sostiene que algunos bancos publicaron falsos balances. El banco de Córdoba emitió 33.000.000 pesos de billetes aunque su máximo legal era de 8 millones de pesos y más tarde se descubrió que este mismo banco había dispuesto por medios ilícitos de más de 70.000.000 de pesos. El Banco Nacional tampoco estuvo exento de manchas; después del fracaso del 90, resultó que las malas deudas llegaban a más de un tercio del capital (50 millones de pesos).

Aunque hubiese sido bien administrado el sistema de bancos libres la expansión desmedida de la circulación habría sido inevitable. La libertad de emisión causó el aumento del papel moneda ya redundante, como puede verse por las siguientes cifras:

CANTIDAD DE PAPEL Y PREMIO DEL ORO, 1885 - 91
(MILES DE PESOS PAPEL)

Año	Papel en circulación (Diciembre 31)	Premio del oro Promedio anual
1885	\$ 74.820	37
1886	» 89.197	39
1887	» 94.071	35
1888	» 129.505	48
1889	» 163.748	91
1890	» 245.100	151
1891	» 261.408	287

En los tres primeros años, el aumento es de menos de 20.000.000; pero después de la ley del 87, la cantidad de papel en circulación se triplica. Desde 1885 hasta 1887, el premio se mantiene estacionario en lo que concierne a sus promedios anuales y más bien hay un ligero descenso, a pesar del aumento de la circulación,—explicable por los saldos favorables del balance de pagos causados por los préstamos—descenso que junto a otros hechos posteriores nos prueba la influencia del balance de pagos sobre el valor de la circulación.

Desde la nueva Ley de Bancos, el premio comenzó a subir primero lentamente y luego con tanta más rapidez cuanto se acercaba el 91, en cuyo mes de octubre el premio alcanzó el máximo de 364. Después de 1891, el premio desciende para subir en 1894-95 y bajar nuevamente hasta 1899.

Como sucede siempre bajo un régimen de papel depreciado, el premio del oro se atribuía entonces a las maniobras de los especuladores. En lo que concierne a las fluctuaciones en períodos cortos, hay mucha verdad en este aserto. Se explica que la especulación haya sido fácil en un mercado pequeño—como el de Buenos Aires—y con un reducido fondo de oro. El monto de oro poseído por los dos bancos oficiales en 1887 alcanzaba a sólo 15.500.000 pesos. La venta de una suma regular de metálico por los bancos hacía bajar el premio, mientras que el retiro o la exportación de las existencias flotantes del metal forzaba el premio hacia arriba. El carácter especulativo de muchas de las compras y ventas de oro puede verse en las cifras de las compensaciones mensuales de la Bolsa de Buenos Aires. Las compensaciones totales en los últimos seis meses de 1886 fueron de 379.000.000 de pesos y las de solo el mes de octubre ascendieron a 121.000.000 de pesos; cifras enormes si se considera lo reducido de la existencia de oro.

Estas manipulaciones del mercado de oro, tenían además otro propósito que el de efectuar un beneficio por medio de la compra y venta del metal, a saber, la alteración del mercado de títulos. Las manipulaciones con este fin fueron frecuentes durante todo el período de papel depreciado y se acentuaron después del pánico de 1891, cuando las casas bancarias europeas se encontraban cargadas con gran cantidad de títulos argentinos—que habían suscripto durante el período de inflación—que se depreciaban rápidamente después del colapso. Para hacer más negociables estos títulos, los sindicatos euro-

peos enviaban oro a Buenos Aires. El aumento de la cantidad de metal causaba la apreciación transitoria del papel; y la baja del premio del oro producía en el exterior la ficticia impresión de una mejora de la situación general del país. Y los títulos argentinos subían de valor.

Otra variedad de las manipulaciones en los cambios fué la practicada por los tenedores de cédulas hipotecarias. Gran cantidad de cédulas había sido vendida en el exterior durante los últimos años del período 1880-1890, dando lugar a la más extraordinaria especulación en tierras. Desde que el interés y el principal se pagaban al tenedor extranjero en papel, el valor real de la cédula dependía del premio del oro. El hecho de que centenares de millones de cédulas se poseían en el exterior, hacía extremadamente difícil la adopción de medidas para fortalecer el valor del papel moneda, pues el tenedor extranjero podía retornar sus títulos en cualquier época. Cuando el papel moneda subía de valor, las cédulas volvían a Buenos Aires para venderse, causando el trastorno del mercado de los cambios. La venta de cédulas en grandes cantidades aumentaba la demanda de cambios, ya que había que remitir su producto al exterior; los cambios bajaban, subía el premio del oro y el papel moneda se volvía más inestable que antes.

El ministro de Hacienda Varela declaró en el 89 que las fluctuaciones de los cambios debidas al continuo flujo y reflujo de cédulas hacían imposible cualquier mejora en la circulación. Las operaciones en cédulas, como las de los especuladores en oro, fueron causas de fluctuaciones a *corto término* del premio del oro, pero no constituyeron un factor fundamental en la circulación. Como se verá después, aun si las cédulas se hubiesen convertido a oro—como proponía Varela,—la acción de esta operación sobre el premio no hubiese sido decisiva. En efecto, es fácil comprender que si las cédulas se hubiesen convertido a oro al premio corriente del 89—151 %—el peso de los intereses en 1891 y años sucesivos cuando el premio oscilaba entre 250 % y más, habría aumentado considerablemente y hubiese resultado en una mayor elevación de éste.

La verdad parece ser que el gobierno no entendió el problema o que, entendiéndolo, no quiso tomar las medidas para solucionarlo. Celman (mensaje del 89) expresaba su convicción de que "cualquiera que sea el sacrificio ocasionado por la depreciación es insignificante si se lo compara con las ventajas que resultaron a la República del establecimiento de bancos

en las provincias y el estímulo que recibió la industria gracias a ellos. "El gobierno sostuvo que la depreciación provenía de las maniobras de los especuladores y por consiguiente, y en contra de la opinión de los principales diarios, prohibió, por decreto, las transacciones en oro en la Bolsa.

No se necesita buscar mucho la razón del fracaso de esta medida. La especulación no podía suspenderse sin prohibirse las transacciones en oro y éstas eran necesarias a los interesados en el comercio exterior, puesto que las letras de cambio sólo se negociaban en metálico. Desde la prohibición, los importadores, las compañías ferroviarias, y otros que necesitaban remitir fondo al exterior, al negárseles la oportunidad de comprar oro cuando quisiesen, se vieron forzados a acumularlo, previendo futuras necesidades. El resultado fué la reducción de la oferta de oro en el mercado y la intensificación de las transacciones privadas fuera de la Bolsa. Naturalmente, el precio del oro subió rápidamente. El metal se volvió tan escaso para responder a la demanda del comercio exterior, que el gobierno autorizó al Banco Nacional a vender diariamente, de sus fondos, entre 300.000 y 600.000 pesos oro, al tipo fijado por el mismo banco. Pero, este control del premio fracasó, pues el mercado, prescindiendo de la tasa oficial, adoptó la fijada por los negociantes. En Mayo del 89 el gobierno vendió cerca de 5.000.000 de pesos oro, utilizando los fondos que recibió en pago de los títulos de garantía—destinados por la ley de Bancos a permanecer dos años bajo custodia y luego emplearse en la redención de la deuda externa. La disminución de estas reservas empeoró más el papel moneda.

Habiendo fracasado la prohibición, el gobierno presentó un proyecto de creación de un tesoro nacional con un fondo de conversión de 50.000.000 pesos en oro y plata, que se formaría con los fondos metálicos que el gobierno tenía en los bancos Nacional y Provincial de Buenos Aires, las reservas metálicas de los bancos y el producto de la venta de acciones en poder del gobierno. Contra este fondo, el tesoro emitiría certificados de oro y plata convertibles a la par, a cambio de los billetes depreciados de los bancos garantidos, según el tipo que fijase el ministro de Hacienda. Los billetes así obtenidos serían usados para la compra de los 40.000.000 de pesos de los Títulos Internos a oro de 4 ½ % que (de acuerdo a la ley) garantían las emisiones del Banco Nacional. Una vez comprados, estos tí-

tulos se colocarían en el exterior y el producto, en oro y plata, sería dedicado a aumentar el fondo de conversión y a ofrecerse al público a cambio de certificados. Los certificados recibidos se utilizarían en la compra de cédulas a papel, que serían convertidas en bonos hipotecarios a oro al 4 %. Estas cédulas a oro se enviarían al exterior como substitutos de las cédulas a papel; y el producto sería empleado en la compra de letras de cambio sobre el exterior para remitir periódicamente los intereses de la deuda pública.

Es difícil averiguar los motivos reales de este proyecto. Según las explicaciones del gobierno, los propósitos eran dos; 1) disminuir la cantidad de papel depreciado e inconvertible y substituirlo por certificados de Tesorería convertibles; 2) disminuir las posibilidades de manipulación del cambio por los especuladores en oro, a) eliminando gran parte de las cédulas a papel y evitando así el continuo flujo y reflujo especulativo, y b) proveyendo al gobierno de los medios para comprar cambio para sus remesas al exterior y privando así a los especuladores de uno de sus clientes principales.

En lo que respecta al primer propósito, hay razones para dudar de la sana intención del gobierno; pues poco tiempo después presentó al Congreso un proyecto de ley que gravaba en 2 % los depósitos de los bancos que no emitían billetes, lo que equivalía a inducirlos a la emisión.

En cuanto a la conversión, la intención aparece dudosa. Si la intentaba realmente, ¿por qué recurría a la emisión de certificados metálicos? ¿Por qué no usaba fondos metálicos del Tesoro Nacional para cambiarlos directamente por billetes nacionales? Es difícil suponer que el público hubiese consentido un cambio a la par de metálico por certificados, pues éstos nunca valdrían más que el oro que representaban, y a pesar de la promesa de conversión, podrían, si el gobierno volvía a su política anterior, valer mucho menos. El gobierno conocía esta falta de confianza, pues el proyecto prohibía al tesoro la emisión de certificados en exceso del fondo metálico y agregaba que los encargados del tesoro podían "oponer y resistir cualquier orden de cualquier autoridad (¡aun del gobierno!) para emitir certificados en exceso del metálico acumulado".

Si se hubiesen llevado a cabo las medidas sobre las cédulas a papel, habrían tenido el beneficioso resultado de descargar al mercado de su plétora de células y hubieran eliminado una de las causas del disturbio en los cambios; sin embargo, sus efectos

no hubiesen sido decisivos. Por otra parte, la propuesta de emitir cédulas a oro al 4 %, eventualmente, hubiese aumentado, más bien que disminuído, el pasivo del país en el extranjero.

Esta propuesta de emisión de cédulas a oro y la de venta en el exterior de los \$ 40.000.000 de los títulos internos a oro que garantían los billetes del Banco Nacional, parecen indicar el objeto real del gobierno: Habían solo dos medios por los cuales éste podía fortalecer el valor del papel. Uno, el método más obvio, consistía en poner freno a las nuevas emisiones y quemar una parte de las existentes. Recién en 1889 se sugirió este método y el gobierno no tuvo el suficiente coraje para llevarlo a la práctica, pues la inflación había progresado tanto, que una disminución del circulante hubiese causado la baja general de los precios y la conmoción de la extravagante especulación en tierras. Se dejó por consiguiente, que los negocios siguiesen su propio curso hasta que otra circunstancia—los compromisos del país en el exterior,—trajo el colapso.

Las propuestas de venta en el exterior de los títulos de garantía y de las cédulas a oro, indican la fuerte necesidad de préstamos que tenía el gobierno. El ejemplo más curioso de esta necesidad está contenido en un decreto de Colman (octubre 1889) que ordenaba la venta en Europa de 24.000 leguas cuadradas de tierras públicas para la colonización al precio mínimo de \$ 2 oro por hectárea. La disposición más importante decía: "Los \$ 120.000.000 oro que constituirán el producto mínimo de la venta de estas tierras públicas, y cualquier exceso sobre esta suma, se depositarán para la conversión de los billetes de banco".

La realización de este proyecto era imposible pues las tierras quedaban muy lejos de los mercados y estaban desprovistas de medios de comunicación; el plan no fué aprobado por el Congreso y no se habló más de él. Pero indica claramente el deseo de mantener las corrientes de oro extranjero hacia el país.

Es pues a los préstamos, a que debemos acudir para comprender la situación monetaria y la naturaleza de las fuerzas que precipitaron el pánico de 1891.

(Continuará).