

Revista

de

Ciencias Económicas

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

DIRECTORES:

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

REDACTORES:

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

ADMINISTRADOR: **Bernardo J. Matta**

Año IX

Noviembre de 1921

Serie II. N° 4

DIRECCIÓN Y ADMINISTRACIÓN
CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

La crisis y el pánico Baring 1890-91 ⁽¹⁾

POR JOHN H. WILLIAMS

CAPÍTULO VII

La interrelación entre los Préstamos y el Papel moneda

En 1890, la situación crítica de 1884-1885 se repitió con mayor intensidad. La primera crisis tuvo origen en los préstamos liberales, que al producir más tarde un Balance de Pagos desfavorable, hicieron subir el cambio hasta el punto de exportación, y presionaron enérgicamente sobre las reservas de los bancos. Entonces, la depreciación del papel moneda se produjo, no por las emisiones excesivas, que no existieron, sino por el estado adverso del Balance de Pagos. En 1890, la situación se presenta con carácter más serio ya que al Balance desfavorable se agregan las desenfundadas y redundantes emisiones y la especulación en oro y en tierras. La crisis fué más profunda y la depreciación subsiguiente, más larga.

Antes de estudiar el pánico, haremos notar el extraordinario volumen de los préstamos. En los cinco años, 1886-90, la Argentina tomó prestado 668.000.000 \$ oro. El total de su pasivo, — incluyendo los préstamos públicos y el capital extranjero en empresas privadas — alcanzaba en 1892 a \$ oro 922.545.000. Cerca del 85 % de este capital fué tomado en la década 1880-90 y alrededor del 70 % en los cinco años 1885-90.

Tales préstamos hubiesen bastado aún sin las emisiones excesivas, para reproducir la situación del 84-85. Ellos fue-

(1) Capítulo VII y siguientes de la traducción y síntesis de la obra *El Comercio internacional argentino en un régimen de papel moneda inconvertible*, que viene publicándose desde los números anteriores.

ron el factor predominante y puede afirmarse que la depreciación del papel, no se debió tanto *al colapso de los préstamos como a las emisiones redundantes.*

El efecto de los préstamos sobre la circulación se apreciará mejor observando el siguiente cuadro sobre el

BALANCE ANUAL DE PAGOS, 1886-91

(MILES DE PESOS ORO)

Años	Créditos			Débitos			Saldo
	1 Exportaciones	2 Préstamos	3 Total	4 Importaciones	5 Intereses	6 Total	7 (Cols. 3-6)
	\$ oro	\$ oro	\$ oro	\$ oro	\$ oro	\$ oro	\$ oro
1886.....	69.835	67.580	137.415	95.409	26.764	122.173	+ 15.242
1887.....	84.422	153.498	237.920	117.352	37.305	104.657	+ 83.263
1888.....	100.112	247.796	347.908	128.412	49.503	177.935	+169.973
1889.....	90.145	153.612	243.757	164.570	59.802	224.372	+ 19.385
1890.....	100.819	45.395	146.214	142.241	60.241	202.482	- 56.268
1891.....	103.219	8.242	111.461	67.208	31.575	98.783	+ 12.678

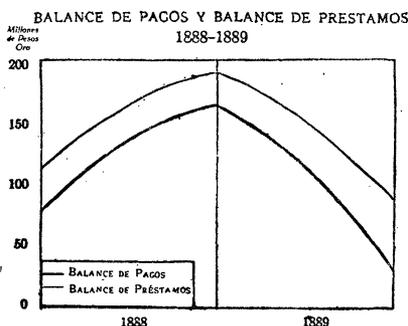
Hasta el 89, los nuevos préstamos exceden los servicios; pero en 1890, la situación se invierte. Los saldos comerciales son desfavorables pero se encuentran ampliamente compensados por los saldos favorables de los préstamos hasta 1890. En 1891, consecuencia de la inversión del Balance de Préstamos, las importaciones se reducen y son sobrepasadas por las exportaciones. Análoga evolución experimenta todo el *Balance de Pagos*: hasta el 89, los créditos exceden a los Débitos, mas en el 90 los segundos exceden a los primeros y el saldo se torna negativo. De aquí se induce el papel predominante de los préstamos en Balance de Pagos.

En este Balance se han omitido las remesas de los inmigrantes y a los viajeros en el extranjero; pero estos items son de poca importancia, comparados con los otros. Si los incluimos aceptando el cálculo de Pellegrini, — que los estimaba en \$ 10.000.000 oro, — los Débitos aumentan, y los saldos se modifican en la misma cantidad. Su inclusión acentúa la situación causada por la disminución de los préstamos en 1889 y por su cesación en el 90 y aumenta el déficit de este último año.

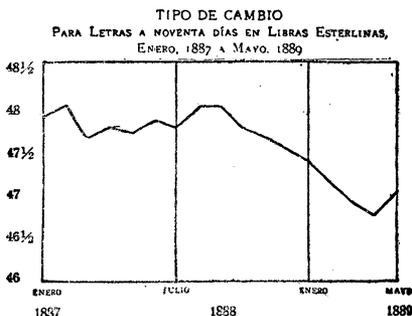
Tampoco se incluyen los fletes pues no hay razón para ello, pues, el método de calcular los valores de las importaciones y exportaciones, y el hecho de que todos los transportes son ex-

tranjeros hacen que este ítem no sea "ni un crédito ni un débito ante nuestro país y el resto del mundo".

Observando el siguiente gráfico de las cotizaciones de la libra a noventa días, desde Enero de 1888 a Mayo 1889, se nota que los tipos son altos en 1888 y que en octubre del mismo año, experimentan un rápido ascenso que dura hasta abril de 1889. La baja ocurre en el período de las exportaciones, en que debido al crecimiento de la oferta de cambios se pudo haber esperado normalmante el alza de los tipos.



Es que este aumento de la oferta fué sobrepasado por el reflujó de la marea de los préstamos y por los crecientes servicios de interés. Comparando este gráfico con el que sigue sobre el Balance de Pagos y el de Préstamos, 1888-89, se concluye que el tipo alto de 1888 corresponde a un aumento de los préstamos y que el subsiguiente tipo bajo se debe al descenso de la curva del balance de pagos, causados a su vez por la disminución de la corriente de aquéllos.



El resultado del movimiento de los cambios fué una gran importación de oro en 1888 (Importación - Exportación = +

36.075, saldo neto positivo) y una gran exportación en 1889 (Importación - Exportación = - 16.681, saldo negativo), pues hay que recordar que los cambios no estaban dislocados: no existían los "cambios a papel" sino los "cambios a oro" como en los países a régimen metálico.

Por lo contrario, las transacciones internas se efectuaban a pagar, cuya circulación, junto con el premio del oro, el balance de pagos, y el saldo de importaciones y exportaciones se da en seguida:

Años	Papel en circulación (Diciembre 31)	Balance de pagos	Saldo de importaciones y exportaciones de oro	Premio del oro
	(Miles de pesos papel)	(Miles de pesos oro)	(Miles de pesos oro)	%
1884.....	61.739	- 13.856	+ 391	Par
1885.....	74.820	+ 6.179	- 2.137	37
1886.....	89.198	+ 15.242	+ 12.378	39
1887.....	94.071	+ 83.263	- 128	35
1888.....	129.505	+ 169.973	+ 35.075	48
1889.....	163.648	+ 19.383	- 16.681	91
1890.....	245.101	- 56.268	+ 1.867	151

Después de la crisis del 85 el premio continúa bajo hasta 1889, el balance de pagos es muy favorable y los movimientos del oro son, en general, a favor del país. A partir del 89, el premio sube rápidamente como consecuencia del juego de todos los factores de la depreciación: la cantidad de papel aumenta extraordinariamente; los préstamos decrecen y luego cesan, mientras los intereses aumentan; el balance de pagos se vuelve contrario; y el oro fluye del país. La especulación en tierras alcanza su máximo y los gobiernos se acercan a la insolvencia alarmando a los banqueros europeos

Tal es la situación previa el Pánico Baring.

CAPÍTULO VIII

El período del Pánico Baring, 1890-95

I. — EL PÁNICO

Los desesperados esfuerzos de los gobiernos para mantener el premio del oro y la corriente de los préstamos, hicieron prever la proximidad del colapso del 90, causado por el desquicio financiero y monetario reinante.

En abril de 1890, el premio del oro alcanzaba a 209 % al mismo tiempo que la escasez de circulante se hacía sentir a pesar de la redundancia de los billetes, hecho paradójico explicable por el alza de los precios causada por la abundancia de papel.

A consecuencia de la escasez monetaria, las empresas creadas en el período de inflación comenzaron a liquidarse y el valor de la tierra bajó rápidamente. En junio el Banco Nacional anunció a la casa de banca Baring Brothers & Co (1), Londres, la suspensión del pago de los servicios de los empréstitos internos. En julio estalló la revolución, y caído Célman, subió Pellegrini, uno de los estadistas más capaces; llevaba un serio financista de Ministro, el Dr. Vicente López.

El país entró en las garras de la crisis. El Banco Hipotecario Nacional, la Municipalidad de Buenos Aires y el Banco Nacional cayeron violentamente en la bancarrota, y para salvarlos se emitió 60.000.000 de pesos en bonos de Tesorería.

Mientras tanto, el gobierno nacional trataba de negociar en Londres una moratoria de un año, bajo forma de un empréstito de £ 4.000.000, para hacer frente al servicio de la deuda interna, sin presionar aún más el mercado de cambios y producir mayores exportaciones de metálico. Pero tales gestiones fueron interrumpidas por la intimidación de la Casa Baring, que "iría a la liquidación", "a no ser que el gobierno argentino hiciera frente a sus vencimientos y le dispensase de la obligación de pagar las £ 1.460.000", que constituía la tercera cuota de un empréstito recientemente contratado. Estas noticias precipitaron el colapso. La casa Baring cerró sus puertas. Y el Gobierno argentino, así como las provincias y municipalidades, tuvieron que confesar su incapacidad para cumplir sus compromisos internos.

El déficit de la Nación en 1890, fué de \$ 36.140.000 papel, y peor aún la situación de la Provincia de Buenos Aires a pesar de los nuevos impuestos creados y el recargo de los existentes, pues estas medidas no bastaron para colmar las deficiencias de los presupuestos.

En 1891, llegó su hora a los bancos oficiales, después del

(1) Entre 1882 y 1890, esta casa había suscrito \$ 101.090.800, oró de títulos argentinos. En 1890 se encontraba agobiada de títulos argentinos sin mercado, pues la frecuencia con que la Argentina recurría a los empréstitos, había alarmado al mundo prestamista.

fracaso de los empréstitos emitidos para salvarlos: los dos bancos fueron declarados en liquidación el 7 de Abril. La investigación de sus operaciones demostró claramente la conducta irregular y dolosa que habían seguido (balances falsos, dividendos imaginarios, préstamos a "políticos" etc). El verano del 91, marcó el período culminante del pánico. De julio 4 a octubre 18, se declaró moratoria general. El premio del oro alcanzó a la inusitada cifra de 364 %.

El efecto de la crisis sobre los títulos y acciones puede resumirse como sigue:

Fecha	Banco Nacional	Banco Constructor	Catalines Bolsa, etc.	Céttulas Provinciales	Precio del oro
1889, Agosto.....	347	150	265	74	175
1889, Octubre.....	257	108	71	72	200
1890, Marzo.....	105	25	28	51	260
1890, Diciembre.....	105	8	18	50	320
1891, Junio.....	30	4	9	40	400

TITULOS PUBLICOS Y ACCIONES FERROVIARIAS

Fecha	Empréstito Público 1889	Empréstito Público 1884	F. C. Gran Sud	F. C. Rosario	F. C. Central Argentino
1889, Marzo.....	92	100	220	185	219
1891, Marzo.....	53	54	153	120	79
1891, Julio.....	33	31	129	74	47

II. — MEDIDAS RECONSTRUCTIVAS

El Pánico Baring fué el resultado inevitable de la política de pagar las viejas deudas creando otras nuevas; estalló, cuando la alarma de los banqueros extranjeros, no permitió proseguir este sistema de financiación.

Siendo el gobierno el principal factor de la situación, de él debieron partir las primeras medidas de reconstrucción. La moratoria en el pago de los servicios de los empréstitos, fracasada en 1890 a causa de las dificultades de la casa Baring, se imponía de nuevo por dos razones, hasta que la producción nacional aumentase las exportaciones y volviese favorable el balance de pagos:

1.º Por falta de recursos del gobierno; y 2.º por el efecto que el pago de los servicios tendría sobre los cambios y sobre el premio del oro, (ya adversos los primeros y elevado el se-

gundo) tanto más graves si se tiene en cuenta lo reducido del mercado — en que un ligero aumento de la demanda de cambios a oro, se manifestaba sensiblemente en los tipos y en el premio, — y las maniobras de los especuladores, que en la época de los pagos, lograban subir artificialmente el premio, tornando más costosa la operación para el gobierno. El comité de liquidadores o acreedores (*receivers*) de la casa Baring, estudió el asunto, concluyendo que:

1º En cuanto a las finanzas argentinas, el gobierno sería solvente si el oro estuviese a la par.

2º Las importaciones del país decrecían y las exportaciones aumentaban su vitalidad; lo que constituía un saludable síntoma.

3º Si la Argentina tuviese que comprar cambios sobre el exterior para pagar sus deudas, el premio del oro ascendería considerablemente haciendo más difícil aún la situación (Tal era la opinión del representante del gobierno argentino, Dr. V. de la Plaza).

4º Lo primordial consistía en el restablecimiento de la circulación sobre bases más sanas. (Opinión análoga a la del representante argentino).

Después de este análisis de la situación, el comité firmó con el gobierno argentino un arreglo en Enero de 1891, cuyas disposiciones principales fueron como sigue:

1º El gobierno Argentino quedaba dispensado de la necesidad de remitir fondos a Europa por espacio de tres años.

2º El comité concedía a la Argentina un empréstito de consolidación (*funding loan*) de £ 15.000.000, garantizado por las rentas aduaneras.

3º Desde Enero 1 de 1891, hasta Enero 1 de 1894, todos los pagos de servicios se harían en títulos de este empréstito; exceptuando los del empréstito de 5 % de 1886.

4º El gobierno no podría aumentar sus compromisos dentro de los tres años citados.

5º El gobierno cancelaría billetes en la cantidad mínima de 15.000.000 pesos anuales, por tres años, siempre que el premio pasase de 50 %.

El empréstito de consolidación cumplió sus propósitos inmediatos de descongestionar el mercado de los cambios al suprimir la fuerte demanda del gobierno. Pero tenía un defecto serio: sus autores estimaron en menos la gravedad de la crisis

suponiendo que en tres años el gobierno se rehabilitaría y sería capaz de pagar la carga de sus obligaciones, aumentada por los servicios del nuevo empréstito. De ahí que antes de los tres años, el plan fuese abandonado y substituído por el "Arreglo Romero" (1) (1892) por el cual la Nación, sólo pagaría una parte de los intereses, suspendiendo el pago del resto, y tomaría ocho años más para volver a cargar por etapas sucesivas con toda la deuda. El "arreglo" resultó satisfactorio y los servicios completos de interés se reanudaron en Julio 12 del 97, un año antes que el estipulado.

III. — LA CIRCULACIÓN Y EL BALANCE DE PAGOS

Examinada la situación, analizaremos la interrelación entre los préstamos y el papel moneda.

A. *Papel Moneda* 1890-95

Al efectuar el plan de consolidación se creyó que dispensado el gobierno de la necesidad de hacer remesas al exterior, no sólo terminaría con los déficits sino que sería capaz de cancelar anualmente 15.000.000 de billetes. Pero el premio del oro elevado y las recaudaciones aduaneras, — basadas principalmente en las importaciones, que se redujeron considerablemente en este período — denotaron un fuerte descenso. Por consiguiente, hubo un déficit casi igual al doble del superavit esperado para contraer la circulación, que contrariamente a lo previsto, sufrió mayor expansión.

Debe recordarse que todos los bancos provinciales y el Nacional sucumbieron en el colapso y que con esta crisis terminó el régimen de los Bancos Garantidos. Los bancos privados entregaron billetes para rescatar sus títulos de garantía; el resto de los títulos fué tomado por la Caja de Conversión y quemado gradualmente.

En 1894, el Estado tomó formalmente a su cargo todos los billetes de banco; a la cantidad existente en el 90, se agregaron las emisiones francamente inconvertibles del mismo año y la emisión de 50.000.000 millones del "anticipo" de la Caja de Conversión al nuevo Banco de la Nación (1892), "anticipo" que una vez fracasada la subscripción de acciones del Banco se transformó de hecho en emisión inconvertible. En

(1) Nombre del Ministro de Hacienda, promotor del plan.

total, el aumento de papel entre 1890 y 1893 fué de 157 millones de pesos, que se reducen a 143 millones, deduciendo la cancelación de 14.000.000 efectuada en ese período. Así la circulación total de Diciembre de 1893 era de 306.743.000 pesos; y hasta 1899, sólo se contrajo en \$ 15.000.000.

B. *El Balance de Pagos Internacionales, 1890-95*

Respecto al Balance de Pagos, hay que notar, en este período dos hechos principales: 1) la cesación virtual de los préstamos y 2) la inversión del Balance Comercial de desfavorable a favorable.

El gobierno después del Pánico no tomó ningún préstamo nuevo, y si las cifras de la Deuda Externa denotan un salto de 204.529 a 389.009 miles de pesos entre 1891 y 1900, se debe a que la Nación se hizo cargo de deudas provinciales y rescindió las garantías ferroviarias por medio de emisiones de títulos. Por consiguiente, el déficit del balance de Préstamos fué considerable, y lo hubiese sido mayor, a no ser por la cesación del pago de gran parte de los servicios de títulos al extranjero.

Las importaciones bajaron fuertemente y las exportaciones aumentaron. El saldo se convirtió de desfavorable en favorable, inversión que explicaremos más adelante pues ahora seguiremos investigando la interrelación.

El cuadro siguiente da el

BALANCE DE PAGOS DESDE 1890 a 1895

(MILES DE PESOS ORO)

Fecha	Balance de Préstamos	Balance Comercial	Balance de Pagos
	1	2	1-2
1890	— \$ 14.846	— \$ 41.422	— \$ 56.258
1891	— „ 23.333	+ „ 36.011	+ „ 12.678
1892	— „ 15.873	+ „ 21.889	+ „ 6.016
1893	— „ 20.130	— „ 2.133	— „ 22.253
1894	— „ 30.577	+ „ 8.889	— „ 21.688
1895	— „ 20.952	+ „ 24.971	+ „ 4.019

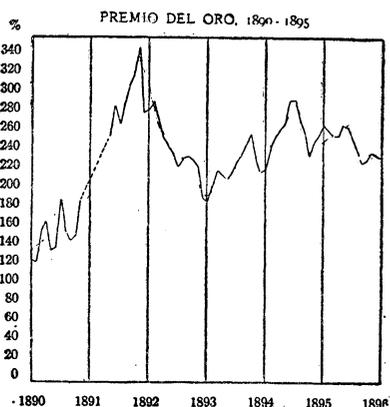
C. *El Premio del Oro, 1891-95*

En el período 1883-91, la situación de los años 1884-85, se repite pero con carácter más grave, pues al balance de pagos adverso, se agregan las emisiones excesivas de papel moneda y la especulación. Estos tres factores intervienen juntos en

la depreciación del billete; nuestra opinión, basada en el análisis es que la *principal* causa, consistió en la cesación de los préstamos, que trajo un déficit en el balance de pagos y la baja de los cambios, y produjo una gran demanda de oro para la exportación. Con esto no negamos la gran importancia que en la depreciación tuvieron las emisiones redundantes, sino que acentuamos la relación entre los préstamos y la depreciación; la cesación de aquellos trajo el colapso.

En 1891, la situación se complica. A pesar del balance de pagos ligeramente favorable, el premio del oro se mantiene elevado y esta discrepancia se explica por haber sido este año el peor de la crisis, año de confusión y de bancarrota. Pero a pesar de esta discrepancia de la relación entre el Balance de Pagos y la depreciación, trataremos de estudiar en conjunto el carácter de la interrelación en este período sin perder de vista los otros factores que pudieron haber afectado el premio.

Nos valdremos de los promedios mensuales del premio según el gráfico que sigue:



En él se ve que el premio alcanza su punto más alto en 1891, y que luego declina hasta Diciembre de 1892; desde 1893 hasta mediados del 94, muestra un movimiento ascendente; y en 1895, aunque su dirección es errática, tiende a descender.

Es difícil la explicación de este zig-zag. En parte se debe al movimiento del comercio exterior; en la estación de las exportaciones, el aumento de la oferta de cambios tendía a subir los tipos y a bajar por consiguiente el premio; en la estación de calma, a bajarlos. Pero observando el gráfico, se ve que esta explicación no satisface completamente. Por otra parte, las circunstancias políticas muchas veces alteraron bruscamente el premio

aunque no en su tendencia general. Tampoco carecía de influencia sobre el premio, en cortos períodos, la política de los bancos respecto a los documentos; apreciaban o depreciaban el papel al hacer difícil o fácil su obtención. Además, la especulación en oro en un mercado pequeño como era el de Buenos Aires podía afectar temporariamente el premio; y las perspectivas de buenas o malas cosechas también tenían su parte en las variaciones.

Pero la más poderosa de las fuerzas que ejercían una influencia temporaria sobre el premio consistía en las operaciones de los sindicatos europeos que habían suscrito títulos (ahora depreciados) en el período de la inflación. La baja del premio les favorecía doblemente, 1) porque con ella aumentaba el valor de los títulos a papel que poseían; y 2) respecto a los títulos a oro, al crear la impresión que las condiciones de la Argentina mejoraban, beneficiaban su cotización. Para producir la baja del premio mandaban frecuentes remesas de metálico al país, que ejercían una fuerte influencia *temporaria* sobre el valor del papel moneda. Mas, la acción de los sindicatos no tenía ni carácter ni efectos permanentes.

En cambio, observando el siguiente cuadro sobre el

BALANCE DE PAGOS Y EL PREMIO DEL ORO, 1890-95
(MILES DE PESOS ORO)

Fecha	Balance de pagos internacionales	Promedio anual	Dirección del premio	Papel moneda en circulación (31 Dic.)
	\$ oro	%		\$ oro
1890.....	— 56.268	151	Ascenso	245.100
1891.....	+ 12.678	287	Ascenso	261.408
1892.....	+ 6.016	232	Descenso	281.609
1893.....	— 22.263	224	Ascenso	306.743
1894.....	— 21.688	257	Ascenso	298.703
1895.....	+ 4.019	244	Descenso	296.743

se ve que con excepción del año del Pánico, 1891, es notoria la concordancia entre el balance de pagos y los movimientos del premio. El premio baja cuando el balance se hace favorable y sube cuando se vuelve "desfavorable". Encontramos así, una explicación suficiente, y única, de la baja del premio en 1892 y del alza en 1893 y 1894.

Observando la última parte del cuadro, debe notarse que después de 91, no hay ninguna armonía entre el papel en circulación y el premio del oro. Lo que prueba con suficiencia

que existía otra fuerza, además de las emisiones redundantes, que producía las alteraciones del valor del billete, contrariamente a lo que sostienen con frecuencia los autores argentinos.

CAPÍTULO IX

La solución del Problema del Papel Moneda

En los últimos años del siglo, se manifiesta un lento pero perceptible recobro de los efectos del pánico Baring. El comercio de exportación denota ya una creciente vitalidad, y aunque la cantidad de papel no disminuye, el premio del oro comienza a declinar, hasta que, en 1899, la ley de Conversión pone fin a las fluctuaciones. Estudiaremos la apreciación del papel moneda en esta época.

I. EL BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES, 1895-1900

El primer síntoma de restablecimiento del país lo constituye la reanudación de los préstamos; pero tales operaciones diferían doblemente de las anteriores a la crisis: 1) En cuanto a la procedencia, pues Alemania comienza a competir con Inglaterra en el suministro de capitales, y lo mismo, aunque con menor intensidad, hacen Francia y Bélgica; y 2) en cuanto a su destino; los nuevos capitales no se dirigen más a los títulos públicos, y muy poco a los ferrocarriles, sino a las colocaciones que antes designábamos como "varias" (tranvías, empresas de luz, comercio e industria, etc.) y que ahora adquieren particular importancia. Según varias comparaciones, podemos estimar en \$ 20.000.000 oro la cantidad de capitales extranjeros invertida anualmente en 1895-1900 en el rubro "varios".

Las dificultades con Chile al originar grandes gastos de armamentos, produjeron déficits en los presupuestos; y para llenarlos se recurrió a empréstitos internos por \$ 85.000.000. Recordemos que alrededor del 90 % de estos empréstitos iba a parar al extranjero.

Con estos datos podemos formar el siguiente cuadro sobre el:

BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES, 1895 - 1900

(MILES DE PESOS ORO)

Fecha	Balance de préstamos			Balance comercial			Balance de pagos (Col. 3-6)
	1 Préstamos	2 Intereses	3 Saldo (Col. 1-2)	4 Exportación	5 Importación	6 Saldo (Col. 4-5)	
	\$ oro	\$ oro	\$ oro	\$ oro	\$ oro	\$ oro	\$ oro
1895.....	17.197	38.149	- 20.952	120.068	95.096	+ 24.971	+ 4.019
1896.....	37.144	39.863	- 2.719	116.802	112.164	+ 4.638	+ 1.919
1897.....	38.295	43.985	- 5.690	101.169	98.289	+ 2.880	- 2.810
1898.....	46.063	50.530	- 4.467	133.829	107.429	+ 26.400	+ 21.934
1899.....	24.966	54.698	- 29.732	184.918	116.851	+ 68.067	+ 38.335
1900.....	27.540	58.575	- 31.033	154.600	113.485	+ 41.115	+ 9.082

El cuadro expresa :

1º Que a pesar de la renovación de los préstamos, su balance indica un déficit, causado por los crecientes pagos de intereses (Col. 3).

2º Que este déficit es más que compensado por el Balance Comercial favorable (Col. 6). La Argentina está haciendo frente a sus responsabilidades con la exportación de sus productos agropecuarios.

3º Que con una excepción en 1897, el Balance de Pagos se presenta favorable.

Aunque imperfecto, este Balance de Pagos, hay razones para afirmar que representa la situación con substancial exactitud. Salvo uno o dos lapsos de breve duración el cambio estuvo sobre la par, lo que significa que el activo del país sobrepasaba al pasivo en su balance. Lo mismo indican las siguientes cifras de los movimientos de oro :

EXCESO DE LAS IMPORTACIONES DE ORO SOBRE LAS EXPORTACIONES, 1895-900

(MILES DE PESOS ORO)

1895	\$ 4.541
1896	„ 3.884
1897	„ 4.278 (1)
1898	„ 5.728
1899	„ 1.744
1900	„ 6.653

Bajo circunstancias tan favorables, la baja del premio fué una consecuencia lógica.

(1) Exceso de Exportaciones sobre Importaciones.

En el siguiente cuadro sobre el:

BALANCE DE PAGOS, PREMIO DEL ORO Y PAPEL MONEDA
EN CIRCULACION, 1894 - 1900

(MILES DE PESOS ORO)

Fecha	Balance de Pagos	Premio del Oro	Papel Moneda en Circulación (Dic. 31)
1894	— 21.688 (oro)	257 %	\$ 298.703
1895	+ 4.019 "	244 "	" 296.743
1896	+ 1.919 "	196 "	" 295.166
1897	— 2.810 "	191 "	" 292.704
1898	+ 21.934 "	158 "	" 292.047
1899	+ 38.335 "	125 "	" 291.342
1900	+ 9.082 "	131 "	" 295.166

se ve que la cantidad de papel se mantuvo casi estacionaria. Sin embargo, el premio bajó 127 puntos. Por otra parte, también en este período puede observarse que los movimientos del premio estaban de acuerdo con el Balance de Pagos Internacionales.

II. — LA LEY DE CONVERSIÓN DE 1899

El punto más bajo que alcanzó el premio del oro fué de 125 %. Aún hubiere bajado más, hasta llegar a la par, si juzgáramos por los Balances de Pagos Internacionales favorables y los consiguientes excedentes de las importaciones de oro sobre las exportaciones en la mayor parte de los años que arrancan de 1900. Pero la ley de Conversión formulada por el Ministro J. M. Rosa y sostenida por Pellegrini y Tornquist, puso fin a la valorización del billete, el estabilizar su valor en \$ 0.44 oro. De acuerdo a esta equivalencia se podría obtener en la Caja de Conversión papel por oro y oro por papel; para esto último la ley disponía la acumulación de una reserva metálica suficiente.

La intención de Rosa fué terminar con las continuas oscilaciones del premio del oro, tan perjudicales al comercio como propicias a la especulación. Fuertes controversias levantó este plan.

Se recordaba que el plan de 1876 fracasó por la violación de las reservas por el gobierno y se afirmaba que lo mismo sucedería con el nuevo plan. Sosteníase que éste implicaba la bancarrota del gobierno, al reducir su deuda hacia los tenedores de billetes en un 25 %. Esta crítica era irrefutable; sin embargo, los tenedores presentes de billetes, no eran los originales, desde que los billetes pasaron de mano en mano. La Conversión al

tipo de mercado no representaba, pues, pérdidas para ninguna persona determinada. Se objetaba que el plan de Conversión era artificial y violatorio de las "leyes económicas": sólo por el aumento de la riqueza nacional mediante el comercio exterior y de la población, por el proceso natural de "crecer hasta alcanzar la circulación" podría obtenerse una circulación sana. Rosa no desconocía la importancia de la producción nacional sobre la reducción del premio; su plan, precisamente, nacía de las perturbaciones que traía consigo la baja del premio a causa de los saldos favorables del comercio exterior; el papel había estado depreciado por mucho tiempo y entre 1890 y 1899, el premio medio había sido de 235 %; los precios de los bienes y servicios — y de hecho toda la vida económica del país — se habían amoldado a la situación del premio alto. Y este papel tan depreciado, que súbitamente comenzaba a valorizarse, causaba general perturbación. De ahí la razón del plan.

En el fondo de la controversia se agitaban los intereses opuestos de los exportadores e importadores. Los exportadores pagaban sus costos en papel y vendían sus productos en oro en el extranjero y como los salarios eran menos sensibles a las fluctuaciones del premio que los precios de los productos, cuando aquel subía, los exportadores obtenían un nuevo margen de beneficios. Opuesta era la situación de los importadores. Si el premio subía, el pago de sus compras en el exterior se hacía oneroso y si bajaba, se tornaba más fácil. En la misma situación se encontraban las empresas industriales que tenían que remitir sus dividendos al extranjero.

Así se explicaba la virulencia de la controversia. La ley, sin embargo, fué aprobada terminando así la inestabilidad de las transacciones y la especulación.

En conclusión, debemos señalar que la fuerza prominente que aseguró el éxito de esta ley, fué la sucesión de los Balances de Pagos favorables al país. El aumento de la reserva metálica depende de esta circunstancia y el mantenimiento del sistema de conversión descansa a su vez en el de la reserva.

Es aún concebible que una serie de Balances desfavorables prolongados sobre un período tan largo como el de los Balances favorables de los últimos veinte años, al drenar las reservas metálicas, vuelva atraer el problema del papel. Y entonces ¿continuaría siendo inviolable el oro de la Caja?

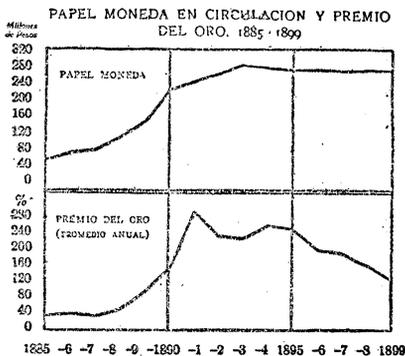
CAPÍTULO X

Revista General

Hemos considerado la época de papel inconvertible, desde la suspensión de los pagos metálicos, en 1885, a la ley de Conversión en 1899, dividiéndola en tres períodos de alrededor de cinco años cada uno. El primero (1885-90) fué el período de la expansión, de los grandes préstamos, de las emisiones excesivas, de la especulación extravagante en tierras y en oro. El segundo (1890-95) fué el período del Pánico Baring, de la cesación de los préstamos, del colapso del sistema de los Bancos Nacionales, de “la bancarrota temporaria del gobierno federal y de las provincias. Y finalmente, el período (1895-99), de lento restablecimiento de la crisis — en que los préstamos recomienzan en escala moderada y el comercio de exportación ofrece signos de extraordinario desenvolvimiento, y en que se resuelve la situación de inestabilidad de la circulación por la Ley de Conversión.

En cada período, hemos encarado principalmente un problema: la relación entre el Balance de Pagos Internacionales y el valor del papel moneda inconvertible. Es conveniente ahora, hacer una revista general del período completo, teniendo en cuenta la idea central de los capítulos precedentes. Esta revista puede hacerse con provecho en forma de diagrama.

El Gráfico siguiente compara la cantidad anual de moneda en circulación con los promedios anuales del premio del oro. Indica a simple vista hasta qué punto los cambios en el valor del papel moneda (denotados por el movimiento del premio del

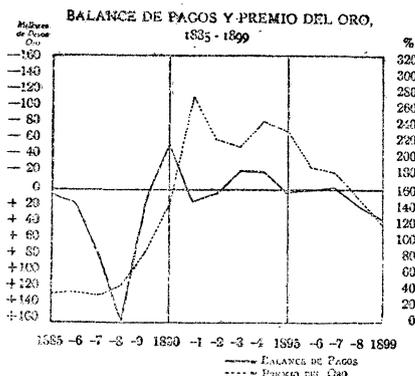


oro) se deben a las variaciones de su cantidad. No se ha tratado de construir las curvas en la misma escala (que por otra parte apenas sería posible) porque sólo nos interesa su dirección y no sus cambios relativos.

Entre 1885 y 1887, el papel moneda aumenta en 20.000.000 de pesos; el premio permanece casi estacionario (bajando de 37 % a 35 % en 1887); comienza entonces la gran expansión de la circulación con la Ley de los Bancos Garantidos en 1887. Al ascenso de la curva del papel moneda hasta 1891, sigue paralelamente el alza del premio. Desde este punto, la correspondencia entre las dos curvas, cesa. El papel moneda continúa aumentando hasta 1893; pero el premio baja bruscamente después de 1891. En 1894, hay una ligera contracción en la cantidad de papel, pero el premio del oro sube hasta un promedio solo superado por el de 1891. Después de 1894, la cantidad de papel permanece estacionaria, mas el premio del oro baja rápidamente hasta 1899.

Hay pues sólo un período, el precedente al Pánico Baring, en que la cantidad de papel moneda y el premio del oro estuvieron de acuerdo. Y en este período, actuaban todos los factores que tendían hacia el ascenso del premio.

Comparemos ahora las fluctuaciones del premio del oro con las del Balance de Pagos. El balance se expresa en millones de pesos y el premio en porcentajes. La línea del centro re-



presenta el punto en que se igualan los “créditos” y “débitos” totales. Abajo de esta línea el Balance es “favorable” a la Argentina; arriba es “desfavorable”.

Las dos curvas presentan una acentuada analogía. Cuando el Balance es "favorable" (hasta 1888) el premio es bajo. Cuando se torna en contra, alcanzando a su máximo en el gran Balance "desfavorable" de 1890, el premio sube rápidamente.

El alza y la baja del Balance entre 1890 y 1894 concuerdan aproximadamente con el ascenso y el descenso del premio. Y la disminución de éste en los últimos cinco años (1894-99) concuerda con una alteración correspondiente del Balance, que de desfavorable, se vuelve desfavorable.

En sólo dos o tres puntos existe una seria divergencia entre las dos curvas. En 1891, a pesar del saldo favorable el premio sube. Atribuimos esta divergencia al pánico que fué causado por los grandes préstamos de los años precedentes que alcanzaron su máximo en el Balance desfavorable de 1890. Es digno de notarse el hecho que, el balance desfavorable de 1890, se debió completamente a la falta de pago de los intereses al extranjero. Nuevamente en 1893, aparece otra divergencia; el balance se vuelve desfavorable, pero el premio baja. Esta divergencia, sin embargo, es más aparente que real. La baja aparente del premio se debe completamente al uso de promedios anuales. El promedio anual de 1893, es menor que el de 1892. De hecho, sin embargo, el premio del oro subió continuamente en 1893 después de bajar continuamente en 1892.

Examinando la dirección general de las dos curvas, sin fijar la atención en años determinados, la concordancia entre ellas aparece claramente y parece sostener la conclusión, alcanzada en el análisis más detallado de los capítulos precedentes, que el Balance de Pagos Internacionales ejerció una poderosa influencia sobre el valor del papel moneda inconvertible.

(Continuará).