

Comentario al capítulo "Sector financiero"

DOS SIGLOS DE MONEDA Y FINANZAS

Carlos Carballo

Es tentador comenzar este comentario con una cita. En 1899 el *Banker's Magazine* publicaba: "Siempre tienen problemas con su dinero. Tanto suele ser demasiado bueno para el uso doméstico o, como pasa frecuentemente, demasiado malo para los cambios internacionales. Generalmente tienen demasiado, pero sus ideas es que nunca tienen bastante. (...) Los argentinos alteran su dinero tan frecuentemente como cambian sus presidentes. (...) Ningún pueblo del mundo tiene un interés tan acusado en los experimentos monetarios como el argentino".

Esta opinión se apoyaba en la melancólica historia de la moneda argentina en el siglo XIX y en particular en los acontecimientos vinculados con la crisis de 1890. No preveía Lawson, autor de la opinión citada, que la Argentina comenzaba precisamente por entonces un período de casi 50 años de prudente política monetaria. Tal vez los acontecimientos de la segunda mitad del siglo XX trajeran para el autor el consuelo de que su apreciación era exacta pero con alguna demora.

Es interesante recordar que los acontecimientos monetarios de fines del siglo XIX fueron tan particulares que despertaron el interés de F. W. Taussig, uno de los economistas americanos más importantes de la época, quien alentó a John H. Williams, su discípulo, a encarar una investigación al respecto. A él le debemos uno de los más importantes trabajos sobre el período.

Tampoco podemos dejar de notar que la naturaleza del proceso vivido con motivo de la crisis de 1890 llevó a

un comerciante alemán, radicado a la sazón en la Argentina, a incursionar en la teoría monetaria. Se trata de Silvio Gesell, quien tuvo la fortuna de que sus ideas hayan sido consideradas precursoras por nada menos que John Maynard Keynes en su *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*.

Vaya todo esto para que apreciemos que nuestra experiencia monetaria está muy lejos de carecer de interés para la teoría económica, más allá del que reviste para nuestra historia económica y aun política.

Para apreciar mejor las estadísticas que se ofrecen es importante recordar los sucesivos cambios de signo monetario que hemos tenido a partir de 1970. En rigor consistieron en retirar ceros a la moneda en el marco del lanzamiento de planes que intentaban escapar del agudo y creciente proceso inflacionario de esos años. El cuadro al pie de página explica esos cambios y permite reconstruir las series presentadas en pesos de hoy a la unidad monetaria de cada época.

Esto explica que en las estadísticas que comentamos, especialmente para los años más lejanos, aparezcan expresadas fracciones de centavos, cuando en rigor su importancia respecto de la economía era frecuentemente mayor que lo que es hoy. Ello se refleja plenamente en las relaciones con el PBI que también se presentan.

Comentar tan larga y variada historia nos obliga a incurrir en el artificio de la periodización. Digo artificio porque en rigor la secuencia de los hechos históricos, y los de la historia económica y monetaria, no son en la realidad tan nítidamente cortados y probablemente los contemporáneos no percibieron que estaban ingresando en un período distinto.

MONEDAS EN USO EN LA ARGENTINA EN EL SIGLO XX

Desde	Hasta	Peso moneda nacional	Peso ley 18.188	Peso argentino	Austral	Peso
1891	1970	1				
1970	1983	100	1			
1983	1985	1.000.000	10.000	1		
1985	1992	1.000.000.000	10.000.000	1.000	1	
1992	ACTUAL	10.000.000.000.000	100.000.000.000	10.000.000	10.000	1

Con esta salvedad podemos considerar un primer período hasta la Organización Nacional. Durante este lapso, para el que la información estadística disponible es muy sumaria, la circulación de billetes se limitaba a la provincia de Buenos Aires –el resto del país atendía sus necesidades de dinero con una variopinta circulación de antiguas monedas y monedas de otros países– y aún en Buenos Aires se vivía en un régimen bimonetario compuesto por pesos papel y monedas de oro.

Salvo la efímera y accidentada existencia del Banco de Depósitos y del Primer Banco Nacional entre 1821 y 1835 la actividad bancaria era inexistente, aunque luego de la caída de Rosas la Casa de Moneda y Banco de la Provincia de Buenos Aires –que había reemplazado como emisor al liquidado Banco Nacional– comienza a extender su actividad bancaria.

Hasta 1821 no circulaba papel moneda, que se volvió convertible recién a partir de 1826. Cuando se interrumpe la convertibilidad se produce un proceso de desvalorización del peso papel contra el oro que habrá de durar hasta 1864. La emisión para el financiamiento de las guerras y las interrupciones del comercio internacional como consecuencia de los combates explican fácilmente el proceso de depreciación y sus oscilaciones.

Nótese la caída de la tasa de interés bancaria a partir de 1821 por la acción del recientemente creado Banco de Depósitos y por la recepción del primer empréstito internacional, el llamado "Préstamo de Londres" o más modernamente "Empréstito Baring".

Entramos en un segundo período. El proceso de modernización de la economía argentina en la segunda mitad del siglo XIX ya no era compatible con un sistema financiero, monetario y fiscal tan elemental. Luego de la Organización Nacional se extiende la actividad bancaria. El Banco de la Provincia comienza decididamente a operar como banco y se le suman otros, entre los que vale la pena destacar, por su importancia, al Banco de Londres y al Banco Nacional.

Las series de depósitos y créditos bancarios muestran para estos años un importante crecimiento.

La emisión se modera a partir de 1864 y en 1867 la Argentina, con la Oficina de Cambios del Banco Provincia, realiza su primer intento de incorporación al patrón oro, que era por entonces el sistema que se imponía en el mundo atlántico. En este primer ensayo no se intentó volver a la paridad original del peso papel (1 a 1) –lo que hubiera

sido imposible ya que la vigente era de 25 a 1– sino que se optó por estabilizar esta última.

En las series correspondientes se observa la suba de la tasa de interés a partir de 1864 y su posterior caída cuando se logra establecer la convertibilidad.

Los agregados monetarios suben fuertemente a partir de la convertibilidad –no sabemos cuánto de esto se debe a un traslado de activos monetarios en oro a activos monetarios en pesos como consecuencia de la convertibilidad– para alcanzar un pico en 1872. La crisis lleva a que la liquidez, tal como la estadística que relaciona Activos Monetarios con PBI muestra, disminuya hasta 1876 para caer más abruptamente al cesar la convertibilidad y recuperarse lentamente luego.

Cuando la crisis de 1872/6 se hizo imposible mantener la conversión y finalmente es abandonada en 1876. Sin embargo, la desvalorización subsiguiente fue modesta como consecuencia de las políticas de estabilización seguidas por el presidente Avellaneda. De acuerdo con los avatares de la balanza de pagos y la consolidación de las instituciones nacionales con la presidencia del general Roca, la paridad se restablece naturalmente hacia 1882.

Comienza aquí una tercera etapa. El año 1880 significó una divisoria de aguas en la historia argentina. Son los años en que se consolida el poder nacional respecto de la provincia de Buenos Aires con la federalización de la Capital Federal y en los que la Argentina toma posesión efectiva de todo su territorio anteriormente ocupado por indígenas hostiles. También en lo monetario es una época fundacional. El problema de la Unidad Monetaria Argentina aún estaba irresuelto usándose las unidades monetarias heredadas del sistema colonial y en las transacciones una mezcla de pesos papel y variadas monedas metálicas extranjeras.

La ley de 1881 que crea el peso argentino establece una unidad monetaria que no se aleja demasiado del anterior peso fuerte –aproximadamente un 3,5% de menor contenido metálico– y admite una circulación monetaria a plata limitada a un monto por habitante. En los hechos la Argentina abandona el bimetalismo e ingresa en el sistema monetario basado en el oro siguiendo la tendencia mundial al respecto.

La década de 1880-1890 fue una época de extraordinario progreso pero que dio lugar a una verdadera burbuja en los valores inmobiliarios urbanos y rurales, en la Bolsa y en la aprobación de líneas de ferrocarriles con ga-

rantía estatal de rentabilidad. El ingreso de capitales y el endeudamiento estatal externo ayudaron a financiar este proceso.

En lo que nos ocupa, lo monetario y financiero, las políticas oficiales parecen haber sido diseñadas para reforzar los mecanismos especulativos e incrementar la burbuja cuyo final en 1890 será una crisis de largo recuerdo.

En 1885 se abandona la convertibilidad, pero lejos de realizar esfuerzos para restablecerla, como había sucedido luego de 1876, se sanciona la Ley de Bancos Garantidos –cuyos mecanismos no es lugar de explicitar– que da lugar a una fantástica expansión de los recursos monetarios. En una economía muy abierta, donde al decir de la época "todo lo que no se importa es porque se exporta". El impacto de la expansión monetaria no va a incidir directamente sobre los precios sino sobre el nivel de actividad y el valor de los activos. El tipo de cambio se deprecia hasta 1889 mucho más lentamente que la expansión de los agregados monetarios como consecuencia del enorme ingreso de capitales del período. Sólo a partir de 1889 se acelera la devaluación que llegará a su pico en 1891.

La crisis pegó fuertemente sobre los bancos que no pudieron atender sus depósitos, salvo el Banco de Londres que logro así cimentar aún más su prestigio. La situación de los principales bancos oficiales fue tal que debieron cerrar el Provincia de Buenos Aires –se reabrió recién en 1908– y el Banco Nacional, que fue totalmente liquidado.

En el proceso de liquidación de la crisis, dirigido hábilmente por Carlos Pellegrini, se crearán dos instituciones que serán centrales en la etapa siguiente: la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina. La primera se hace cargo de la emisión de billetes realizada por todos los bancos, con lo que se pone punto final a la emisión de billetes por parte de bancos comerciales que había caracterizado al siglo XIX. El segundo crecerá para convertirse en la institución financiera dominante del mercado argentino.

El cierre de los bancos y la política de no emisión seguida durante toda la década de fin de siglo hará caer la relación de la oferta monetaria respecto del producto que sólo comenzará a recuperarse consistentemente a partir del siglo siguiente.

En línea con esta menor liquidez, con la prudencia en las cuentas públicas y con el crecimiento del volumen de exportaciones, el tipo de cambio –precio del oro, o relación entre el peso oro y peso papel– se recupera a partir de 1892 y muy fuertemente desde 1895 cuando comienzan a

ingresar nuevamente capitales y mejoran los precios de exportación argentinos.

Elo nos lleva a nuestra cuarta etapa en la que la apreciación del peso papel nos llevará al reingreso de la Argentina a la convertibilidad. En 1899 se decide que la Caja de Conversión convertirá oro por pesos papel en una relación de 0,44 pesos oro por cada peso papel (es decir, 2,27 pesos papel por peso oro). La Caja de Conversión no podía emitir más allá de la emisión inconvertible con la que comenzó sus operaciones –296 millones– a menos que se entregara oro por el valor equivalente. En los hechos esta dura condición se cumplió estrictamente hasta la crisis de 1930.

El nivel de bancarización subirá también con el nuevo siglo y la mayor confianza imperante. El mayor uso de dinero bancario y el aumento de la base monetaria, producto del ingreso de oro en la Caja de Conversión, harán crecer la relación entre oferta monetaria y PBI consistentemente hasta la Primera Guerra y se mantendrá con oscilaciones hasta la crisis de 1930.

Este período, sin duda el más exitoso de la historia económica argentina, no dejó de tener dificultades. La crisis de 1913 obligó a que el Banco de la Nación –que para entonces ocupaba un lugar central en el sistema financiero por el volumen de sus depósitos y la prudencia de su política de liquidez– auxiliara a varios bancos comprometidos, en momentos en que el retiro de oro de la Caja de Conversión disminuía la oferta de base monetaria. Estas dificultades fueron pronto desapareciendo en el contexto de la Primera Guerra Mundial que golpeó duramente a la Argentina en varios aspectos: movimiento de capitales, dificultades para exportar cereales por la situación de los fletes y problemas para importar por limitación de la oferta mundial de ciertos bienes.

Monetariamente fue, por el contrario, una época sin tensiones. El cierre preventivo de la Caja de Conversión en 1914 no tuvo efecto alguno sobre el precio del oro ya que los balances de pagos fueron fuertemente favorables y el oro afluyó al país, aunque hubo que admitir que se mantuviese en las legaciones del país en el exterior por problemas de transporte.

Será la crisis de posguerra la que, a partir de 1920, hará subir el precio del oro, sin que la Caja de Conversión emitiera sin respaldo. Las fuerzas del mercado harán que en 1927 nuevamente la Argentina vuelva a la apertura de la Caja de Conversión estabilizando el precio del oro. No durará mucho la normalidad. Ya en 1929 las tensiones fi-

nancieras y las circunstancias de la balanza de pagos argentina harán necesario el cierre de la Caja de Conversión en lo que resultó ser el primer acto de la crisis de 1930 que se avecinaba.

Comienza así el quinto período caracterizado por las consecuencias de la crisis para la economía argentina. La interrupción del mercado de capitales y la estrepitosa caída de los precios de exportación nacionales enfrentó al país a duras opciones.

El equilibrio del mercado cambiario generó una fuerte depreciación del peso. En ese contexto, el gobierno, ante las necesidades de pago emergentes de la deuda externa, decidió retirar oro de la Caja de Conversión entregando el contravalor en pesos. Esta decisión buscaba no presionar sobre el mercado cambiario produciendo una devaluación adicional y al mismo tiempo aliviar su situación presupuestaria comprando oro a la Caja a un precio muy inferior al vigente en el mercado. Claro está que esto significaba disminuir la base monetaria poniendo presión sobre los bancos que ya enfrentaban serios problemas con la calidad de sus carteras fuertemente deterioradas por la misma crisis.

Se decide entonces recurrir a la emisión de dinero sin contrapartida oro a través del redescuento y de la suscripción de títulos públicos. En los hechos la política seguida logró evitar la caída de la base monetaria –aunque tampoco la aumentó– y la crisis bancaria. A la luz de la responsabilidad que modernamente se confiere a la crisis bancaria y a la disminución de la liquidez en la profundización de la crisis de 1930, la política argentina parece haber logrado evitar que los factores financieros agravaran la situación.

Algo parecido puede decirse de la política cambiaria. En 1931 la Argentina impone el control de cambios. La moneda se había depreciado considerablemente contra el dólar y contra la libra. La depreciación contra el oro resultó aún mayor, dado que tanto el dólar como la libra también depreciaron contra el oro. Sin embargo, los índices de precios internos no experimentaron subas sino bajas moderadas. Podemos decir que la devaluación compensó, al menos parcialmente, la enorme deflación que contemporáneamente sufrieron los precios internacionales.

Tanto la política seguida en materia cambiaria como monetaria parecen haber tenido éxito en estabilizar la situación interna frente a las consecuencias de la crisis.

En 1933 una modificación del control de cambios, que comprendió una devaluación, introduce un esquema

de tipos de cambio múltiples, castigando los precios de exportación de los productos tradicionales. Estas políticas que nos acompañaran con diversa nomenclatura –tipos de cambio múltiples, tipo de cambio comercial y libre y finalmente retenciones a la exportación– son un tema de intenso debate acerca de sus consecuencias sobre la tasa de crecimiento del país. La estadística correspondiente muestra claramente este régimen.

En 1935 se decide reformular las instituciones monetarias con la creación del Banco Central de la República Argentina. El Banco Central estuvo diseñado para evitar las consecuencias monetarias automáticas de los resultados de la Balanza de Pagos, que eran una característica del sistema de la Caja de Conversión, y responde a una concepción anticíclica de la política monetaria, que se ensayará con motivo del ciclo favorable de 1936-38. Luego deberá enfrentarse con los problemas emergentes de la Segunda Guerra Mundial.

Junto con la creación del Banco Central se decide reconstruir el sistema bancario, en muy mal estado de liquidez y solvencia. Se recurre a la revaluación del oro existente en la Caja de Conversión para capitalizar un organismo, el Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias, que adquirirá las carteras inmovilizadas de los bancos y restaurará así su liquidez y su solvencia.

La estadística de préstamos de 1935 muestra una brusca caída del agregado que es producto de esta operación. A su vez existe un aumento en la oferta monetaria que corresponde al incremento de los encajes bancarios, que estaban en niveles inadmisiblemente bajos. En los hechos las operaciones de constitución del Banco Central y reconstrucción del sistema bancario fueron monetariamente neutras, pero dejaron un sistema bancario en condiciones de volver a operar normalmente bajo la supervisión del Banco Central. Una Ley de Bancos, sancionada conjuntamente, otorgaba a este la función de superintendencia. Cabe señalar que la nueva ley limita a los bancos a realizar exclusivamente operaciones de banca comercial, contrastando con la libertad que hasta entonces gozaban.

La Segunda Guerra Mundial creará a la Argentina fuertes problemas de abastecimiento, dificultades de exportación de cereales y la necesidad de acumular importantes saldos de divisas bloqueadas, particularmente con Inglaterra, como forma de mantener el nivel de exportaciones. Todo ello implica la necesidad de financiación de cosechas adquiridas y no exportadas por la Junta de Gra-

nos y de divisas adquiridas a los exportadores no usadas para importaciones. Los agregados monetarios subirán fuertemente, tal como se aprecia en el correspondiente cuadro, a pesar de los esfuerzos de esterilización del Banco Central y de una cierta disminución del multiplicador bancario. Estos factores monetarios y otros de costos asociados a las dificultades de aprovisionamiento y a la sustitución de producción a costos crecientes van a lograr que por primera vez en el siglo la Argentina experimente un proceso inflacionario moderado.

Con el final de la guerra se abre un sexto período. El gobierno peronista que surge de la revolución de 1943 ensayará una política monetaria explícitamente expansiva. La nacionalización del Banco Central y la llamada "Nacionalización de los Depósitos Bancarios" permitirá dirigir el crédito hacia los bancos oficiales, principalmente al Banco Industrial y al Banco Hipotecario Nacional para planes populares de vivienda.

Las series correspondientes dan cuenta del rápido incremento de los agregados monetarios. Las tasas de inflación se mantuvieron moderadas mientras las condiciones de la balanza de pagos permitieron elevadas importaciones. Ya a partir del segundo semestre de 1948 la tasa de inflación se ubicará por varios años entre el 20 y el 30% anual. Recién a partir de 1953 podemos apreciar menores tasas de inflación producto del cambio de política implícita en el Plan Económico de 1952.

Fenómeno curioso es que hasta 1958, a pesar de las altas tasas de inflación y bajas tasas de interés, no se produce una fuga del dinero como lo demuestra el alto porcentaje de los recursos monetarios sobre el PBI. Es interesante destacar que en estos años se produce un fuerte aumento en el dinero en manos del público, que ha sido explicado como consecuencia del cambio en la distribución del ingreso y como producto de un crecimiento de la evasión fiscal.

Este período se caracterizó por tasas de interés bancarias totalmente controladas y fuertemente negativas y un tipo de cambio para las operaciones comerciales muy retrasado respecto de la inflación interna.

La séptima etapa se caracteriza por una inflación persistente dentro del rango del 25/30% anual, con excepción del año inicial del gobierno de Frondizi en que la inflación superara el 100% como consecuencia de la unificación de los mercados cambiarios y los ajustes salariales iniciales.

Las tasas de monetización de la economía van a disminuir desde un nivel cercano al 40% del PBI a un entorno del 20/25% del Producto. Esto parece indicar el crecimiento de una economía bimonetaria con la utilización del dólar como moneda alternativa, facilitado por una mayor liberalización y menor represión de los mercados paralelos, frecuentemente admitidos como mercado libre.

La relación entre el tipo de cambio y la evolución de los precios internos va a ser una constante de estos años. Por entonces se ensayó en la Argentina el sistema llamado "crawling peg", de pequeñas y frecuentes devaluaciones periódicas. Como todo sistema indexatorio tuvo éxito parcial en evitar el retraso de un precio –el tipo de cambio– pero contribuyó a estabilizar tasas de inflación elevadas.

También en esta época la Argentina ensayará un primer plan heterodoxo de estabilización. La devaluación preventiva y compensada con retenciones y rebaja de aranceles y otras medidas de anclaje de precios tuvieron éxito de corto plazo pero probablemente hayan colaborado al aceleramiento posterior de la inflación.

La octava etapa será la que arranca en los años 70 con una aceleración de las tasas de inflación y una creciente liberalización de la tasa de interés. La volatilidad de la tasa de monetización se acrecienta y dependerá cada vez más del arbitraje entre tasa de interés y expectativas de devaluación.

Se generalizan en esta época los planes de estabilización heterodoxos que parten de diagnosticar que en inflaciones tan altas como la argentina los medios ortodoxos de estabilización son tan dolorosos en términos de recesión que resultan políticamente inaplicables e inconsistentes en cuanto reclaman mayor equilibrio fiscal con menor actividad económica. En consecuencia, la estabilización debe ser precedida por un shock de confianza que cambie las expectativas y que permita financiar con la remonetización un período de ajuste de las variables macroeconómicas fundamentales (financiamiento del gasto público). También en esta época se generaliza la indexación de los contratos con su consecuencia sobre la inflación futura. Es por ello que algunos planes (Austral, Convertibilidad) hacen hincapié en la eliminación de la indexación.

La consecuencia de estos planes ha sido en general positiva en el corto plazo, pero la falta de ajuste de las variables macroeconómicas fundamentales (particularmente el financiamiento del sector público) han llevado a la creación de condiciones de insostenibilidad en el

tiempo. La salida de estos programas basados en el "anclaje de variables" ha tenido costos importantes para la economía.

Los esfuerzos para contener la desmonetización vía tasas de interés han contribuido a crear serios problemas de solvencia bancaria y de solvencia intertemporal y aun de corto plazo en el Estado. La hiperinflación fue hija del fracaso de uno de estos programas. Por cierto que el incumplimiento de las obligaciones contractuales tal como fueron escritas (depósitos en dólares devueltos en pesos a tipo oficial, plan Bonex, pesificación) tiene un costo adicional para el futuro de la economía argentina.

Ello se ve reforzado porque el anclaje del tipo de cambio ha sido uno de los principales elementos para el cambio de expectativas y la reversión del movimiento de desmonetización. La fijación del tipo de cambio ha tenido consecuencias graves en la orientación de las actividades económicas y en general ha coincidido con un creciente endeudamiento externo para su sostenimiento.

Hemos eludido un tedioso relato de las incidencias de la época posterior a los 70. Nada agregaría al panorama que muestran las cifras de este capítulo financiero y de los demás de esta recopilación: todos los cambios de moneda a que nos referimos al comienzo datan de estos años.