

Proyecto: PI-O-04-2017 (Disp. UNM-DEyA N° 03/17)

Título: “El origen del sistema monetario y los patrones de desarrollo en Argentina”

Director: FIORITO, Alejandro

Integrantes: SAMANIEGO, Cristian L. (Auxiliar estudiante)

Informe final

Título: “El origen del sistema monetario y los patrones de desarrollo de la Argentina”

Palabras claves:

- *Sistema monetario*
- *Patrones de Desarrollo*
- *Argentina*

Clasificación JEL:

E02, E50, F14

Resumen: En este trabajo se muestra en primer lugar que el surgimiento y la conformación del sistema monetario y bancario argentino pueden ser explicados desde una mirada teórica distinta de la cuantitativista exógena, en base a visiones heterodoxas del dinero en línea con la teoría clásico-keynesiana. En segundo lugar, se analiza el proceso de éxito agro productivo exportador comenzado en la década del ‘80 del siglo XIX. Inglaterra fue así fuente de demanda externa para la Argentina por exportaciones lo que permite acelerar las inversiones domésticas. Cabe destacar a diferencia de las versiones más difundidas que la activa participación del Estado Argentino no es neutral en los resultados de crecimiento del producto, incorporando demanda autónoma pública además de dirigir y garantizar legal y financieramente las inversiones extranjeras y sus dividendos.

Key words:

- *Monetary system,*
- *Development patterns*
- *Argentine*

Title: “The origin of the monetary system and the development patterns of Argentina”

Abstract: In this paper, it is shown; in the first place, that the origin and conformation of the Argentine monetary and banking system can be explained from a different theoretical perspective from the exogeneous quantitative's one, based on unorthodox views of money in line with classical Keynesian theory. In second place, it is analyzed the successfully process of agro productive exports that began in the 1880s. England was a source of external demand to Argentina with risen exports that had accelerated domestic investment. It is noteworthy, despite of main historical literature, the active participation from the Argentinian State was not neutral in the GDP growth process a mean of the rise of expenditures and to offer legal and financial warranties to foreign investors.

INTRODUCCIÓN

El patrón oro no condujo a la estabilidad de los balances de pagos en todos los países. Para Inglaterra, el éxito estaba basado en que las instituciones y los acuerdos monetarios internacionales estaban centrados en Londres; y que mediante los movimientos de la tasa bancaria a corto plazo, se aliviaba a corto plazo y se frenaba cualquier drenaje de divisas. Por lo que atañe a la Argentina, en tanto país deudor, el sistema le generó siempre un problema para coordinar el crecimiento de su actividad doméstica y el acceso a las divisas. Mientras que Inglaterra con solo subir su tasa bancaria lograba revertir movimientos de fondos internacionales, a la Argentina no siempre le alcanzaba para frenar movimientos de capitales adversos y difícilmente los revertía antes de una crisis de balance de pagos. Al revés, la interpretación económica convencional supo solo entender que si algo no funcionaba de igual modo no era por las asimetrías estructurales entre países hegemónicos y periféricos, sino a las fallas particulares del país en cuestión, ora políticas, ora institucionales. En general, al no considerar factores históricos particulares engarzados en las clases sociales que soportan y desarrollan esos procesos en los países periféricos, se llegan a resultados donde ningún grado de libertad era permitido para establecer un camino propio. Junto a la proliferación de “sentido común” de la teoría económica convencional (marginalismo), no se da lugar para reformular las causalidades de las variables económicas, ni de dar ponderaciones que surgen del contexto político internacional y el tipo de estructura productiva doméstica.

El período abordado en el trabajo abarca desde 1880 hasta 1914, no tanto por características de la Argentina sino de las de Inglaterra y el funcionamiento de su sistema monetario mundial pre-1914. En lo que atañe al sistema global del patrón oro, la libra era la moneda de reserva internacional e Inglaterra mantenía la paridad oro-libra compensando sus crecientes déficits comerciales enviando fondos de largo plazo y recibiendo el ingreso de activos externos de corto plazo. Al mismo tiempo otros países grandes se estaban industrializando y forzaban a su vez grandes déficits comerciales en Inglaterra. En suma hasta este período Inglaterra mantendrá su cuenta corriente positiva y la periferia solo experimentará cíclicamente fenómenos de inestabilidad. Luego de la primera guerra mundial esto se trastocará para Inglaterra, y ya no podrá sostener positiva su cuenta corriente con solo modificar su tasa bancaria de interés. (Serrano y Medeiros (2004); Serrano (2006)).

El objetivo general de este trabajo es mostraren primer lugar que la conformación del sistema monetario argentino amerita una explicación distinta de la cuantitativista exógena, abrevando en cambio en visiones endógenas del dinero acorde con la conformación de patrones de desarrollo en base a la visión clásico-keynesiana. Así también, se destaca que el proceso de éxito productivo comenzado en la década del ‘80 del siglo XIX se origina causalmente en Inglaterra. El motor de desarrollo e impulso por demanda no se encontraba en un proceso endógeno argentino, sino en un mercado creciente de Inglaterra que compraba insumos desde la Argentina pero que vía inversiones externas promovía su oferta desde nuestro país.

El proceso de desarrollo argentino que comienza en 1930 con la industrialización por medio de la sustitución de importaciones (ISI) que extiende por más de 40 años (Fiorito, 2015) fue precedido por otro esquema productivo de base pampeana fuertemente vinculado a la economía inglesa. Esta última nación es la que impulsa la producción de base agrícola argentina, respeta a la sazón la conformación del estado argentino por medio de una diplomacia comercial hacia la región y que por lo tanto participa de su sistema monetario y bancario para financiar dentro del territorio la producción local.¹ Gran parte de las dificultades encontradas luego de 1930 se podrían explicar mucho mejor si se pudiera entender al proceso agroexportador argentino como si fuese, en el plano económico, una extensión de Inglaterra (su pampa húmeda) que bruscamente, luego de la crisis, es abandonada a su suerte o mejor dicho al otro motor de demanda autónoma: la demanda pública sin la demanda autónoma de las exportaciones hacia Inglaterra.

De esto no se sigue que el Estado argentino no tuvo ningún rol en su propio proceso productivo previo a 1930, puesto que de hecho era quien mediaba con la moneda nacional el comercio con la Aduana, como también que gestionaba y permitía el flujo y reflujo de fondos e inversiones directas que llegaban y que como se verá hacia el final, el Estado erogaba grandes sumas en pesos oro para permitir y expandir las inversiones inglesas en infraestructura, rutas y puertos. Por lo que gran parte de su producción como también de su infraestructura estaba impulsada y financiada por

1 Cuando se afirma que Inglaterra impulsa, se entiende que lo hace a través de un proceso de crecimiento de inversiones y financiamiento de actividades para producir insumos de base agraria para su complejo industrial. En este trabajo se abordará especialmente los efectos sobre la consolidación del sistema monetario y bancario de la Argentina y su promoción devenida de la adopción de una matriz tecnológica productiva agropecuaria de clima templado totalmente exitosa en otras regiones de similar clima y fertilidad.

políticas coordinadas conjuntamente con las necesidades del estado inglés².

Esta explicación se basa en dos ideas centrales:

1-La primera hipótesis específica planteada en el trabajo se refiere a la causalidad del crecimiento económico argentino postulando su dirección por parte de la demanda “autónoma” de exportaciones –estas últimas derivadas como un momento agrícola del capitalismo inglés, es decir principalmente dirigido por demanda inglesa y producida por inversiones inglesas en nuestro país ineludiblemente coadyuvadas por el Estado argentino que mantenía para sí, el manejo, la dirección y los objetivos tanto de la moneda doméstica como del perfil productivo de una burguesía de origen agropecuaria. Un motor muy importante de demanda autónoma y del financiamiento de la actividad productiva local se ubica entonces en la metrópoli británica, aunque no solamente, permitiendo en el período de los últimos 20 años del siglo XIX y en realidad hasta 1930 un gran crecimiento económico y elevación del producto per cápita en la Argentina, que a diferencia de una colonia, no podría ser efectuado sin la dirección y soporte de los proyectos de inversión por parte del Estado Argentino.³

Para el siglo XIX, si bien el rastreo de esa causalidad de demanda autónoma local y externase encuentra con diversos problemas como datos macroeconómicos no completos en general, o de reconstrucción no precisa, claramente se trataba una actividad productiva de base agraria y pecuaria pampeana que recién se empieza a consolidarse luego de 1860. La hipótesis vincula a la forma extensiva en que se origina el proceso de producción y crecimiento económico, con la conformación del propio Estado que media, intercede y conforma una política económica independiente de Inglaterra, aplicando tecnología agrícola y ganadera exitosa en climas templados a lo que se suma el avance de los transportes de dicha época.

2-Una segunda hipótesis vinculada a la anterior, aborda la relación del surgimiento del sistema monetario y bancario a partir de la conformación del Estado Nacional en el último cuarto del siglo XIX. Es el Estado con su rol de cobrador de impuestos primero directos en un comienzo con la independencia de España, y luego de la guerra civil desatada en 1820 indirectos

junto a impuestos aduaneros de manera general. Ambos tipos de imposición cumplen entonces el rol de impulsar una homogeneización de la moneda en todo el territorio desde una autoridad de poder estatal, y eliminando el conjunto de monedas que atravesaban para entonces el territorio nacional.

La generación de una moneda nacional doméstica y un sistema bancario y financiero que recién en los ‘30 del siglo XX culminará en la creación de un banco central, dependió fuertemente de dos condiciones: la consolidación del Estado Nacional con la redacción de la constitución nacional y el fin de las guerras civiles.

Por otra parte, la actitud y posición de la diplomacia inglesa al comerciar con el país, impulsando la industria del enfriado y congelado, los ferrocarriles, las obras portuarias sin interferencia explícita de política por sobre la soberanía estatal formal de la argentina, cumplió con la otra parte proactiva de la causalidad de demanda y sostenibilidad externa de la moneda.

La evidente falta de divisas que se manifestará luego como el único freno efectivo al crecimiento y en numerosas oportunidades dio lugar a cambios institucionales bruscos que fueron agudizados en el siglo XX, se entremezclan con los objetivos buscados por la devaluación por parte de los dueños de la tierra y exportadores del país.

Es también importante el verificar el carácter no sistemático de dichas crisis de balanzas de pagos más allá del propio crecimiento periférico de la Argentina. Es decir, que la falta de un acceso al financiamiento externo no surge exclusivamente de un cálculo ex ante de la rentabilidad futura al estilo de una tasa interna de retorno sectorial, como suelen pensar economistas convencionales, sino de un conjunto complejo y variable donde intervienen los cambios en los precios internacionales, las modificaciones en las performances comerciales, la emisión de una moneda doméstica que necesariamente de tanto en tanto queda “descalzada” de las divisas y, finalmente de factores exógenos de la Argentina vinculados al crecimiento de un motor central como lo fue el mercado inglés.

El intento de paliar el límite impuesto al crecimiento derivado de la escasez de divisas con que el país se enfrenta repetidamente, se encontrará con el rol activo del financiamiento inglés tanto en forma de endeudamiento externo como también en inversiones vinculadas a la creación de bancos, infraestructura de transporte y producción primaria necesarias para el crecimiento de su industria insular.

En general, se observa que el sistema financiero y bancario se halla disperso en múltiples interpretaciones de los historiadores, que normalmente abonan una

2 Sin embargo, vis a vis con Australia en igual período, este país sí pudo conservar una acumulación de capital para poder luego mejorar su producto por habitante y negociar su sustentabilidad externa.

3 Between 1870 and 1913 Argentina issues accounted for approximately 8 per cent of total overseas issues placed in the UK. Goetzmann & Andrey D. Ukhov, (2005:12)

mirada cuantitativista o metalista exógena, en la forma en que se narran los diversos sucesos acaecidos en el siglo pasado, con los períodos de inconvertibilidad y convertibilidad monetaria. Ford (1966)

Las posiciones teóricas metalistas son las que tradicionalmente han dominado la disciplina económica, por la que el valor del dinero estaba siempre determinado por la escasez de oro o divisa. En este trabajo se adoptará la visión cartalista, o definición del valor del dinero como creación del Estado, para analizar el origen y devenir del sistema monetario argentino. Si bien como se anticipó, Inglaterra representa el “motor primero” de la actividad económica en el país, y por lo tanto del desarrollo de su sistema monetario, la mediación estatal con Inglaterra no puede ser desestimada, aunque sí en cambio puesta como subordinada al impulso inversor de la potencia extranjera.

SECCIONES

El trabajo comienza con una breve referencia al eje teórico de esta discusión monetaria para luego seguir con el derrotero inicial desenvuelto en nuestras pampas con las guerras civiles y su financiamiento. Para estos fines, se partirá de la línea teórica de autores como Innes, (1913) e Knapp (1905), Lerner, A, (1947), Wray, R. (1998) –como también Keynes con su *Treatise on Money*– explican que las monedas son adoptadas de manera independiente del material intrínseco del que están hechas. Por lo que el valor de la moneda nacional está determinado por el poder del Estado quien lo emite e impone. La manera de lograr que una población acepte una determinada moneda, se basa en la definición de una unidad de cuenta por parte del Estado, el cual impone su uso, haciendo que la población pague impuestos en la moneda que emite. El punto de diferencia de los países de la región en su origen, con los de los estados nación europeos del siglo XVII, es que el financiamiento de los estados no solo provenía de los impuestos sobre actividad doméstica sino sobre los flujos de capitales externos desde la aduana.

En una **segunda sección**, se revisa la situación del sistema bancario y monetario fundamentalmente a partir de 1820. Luego de Trafalgar (1805), se corta la comunicación con el reino de España ante el aislamiento oceánico que permite la formación de un espacio monetario luego de la declaración de la independencia. Si bien la fragmentación surgida en 1820 con la guerra civil dificultará la centralización del poder y por ende el espacio monetario nacional junto a la situación privilegiada del puerto de Buenos Aires.

En ese entonces, la guerra cobra importancia como organizadora de la estructura de poder que permi-

tió finalmente el control Estatal de la moneda. No se trataran aspectos centrales de financiamiento de la guerra de independencia, de la disputa entre unitarios y federales, los créditos públicos y privados, ni delo que sucede con la fractura del bloque mercantil del Río de la Plata hacia 1820 y la guerra civil dado que, aunque siendo importante, el centro estará puesto en el período posterior a 1880.

En la tercera sección se aborda en el marco de un patrón oro-libra, el proceso de organización nacional, que permite consolidar el poder del Estado y fundar la Argentina con la imposición de la soberanía monetaria a partir de 1880 impulsada por el crecimiento de los requerimientos de la economía inglesa. En este proceso, hacia 1890 con la llamada crisis de la banca Baring, comienza alguna reluctancia in nuce de Inglaterra para continuar con la Argentina como país receptor de sus inversiones después de la primera guerra mundial y luego definitivamente en la crisis del '30.

Finalmente se destaca brevemente el rol del Estado en el impulso productivo agroexportador desde finales del siglo XIX hasta 1914.

I. DEUDA Y CREACIÓN DE DINERO

“El gobierno –significando en la práctica el Estado– en virtud de su poder para crear o destruir moneda fiduciaria y su poder para tomar dinero de las personas vía impuestos, está en posición para mantener el ritmo de gasto de la economía al nivel requerido para completar sus dos grandes responsabilidades, la prevención de la depresión, y el mantenimiento del valor de la moneda”. Lerner, A. (1947:314)

Las diferencias entre el enfoque cartalista y el enfoque metalista radican esencialmente en la concepción sobre el valor del dinero, su origen y función determinante. Desde la ortodoxia económica, detrás del enfoque metalista, se afirma que el valor del dinero se deriva del valor estándar del metal adoptado (comúnmente, oro o plata). En dicho enfoque, la función medio de intercambio es la más importante, anteponiéndose a la unidad de cuenta, dado que agiliza el comercio y permite desarrollar los mercados superando las formas antiguas de trueque.

Uno de los puntos centrales del metalismo es la concepción sobre la mercancía, la misma es un bien reconocido socialmente con su valor vinculado a la escasez. El metalismo comienza a flaquear en su aplicación tras la salida del patrón oro, dado que este sistema imponía una escasez y con ello una valorización de metal, en cambio, con el dinero fiduciario el dinero “puede tirarse desde helicópteros”–como diría Friedman en

aquella famosa frase- causando una desvalorización del dinero con la inflación resultante. Desde esta óptica en conclusión, las políticas monetarias deberían abocarse al control de la oferta de dinero.

Además, este enfoque supone la preexistencia del mercado, el intercambio como tendencia natural del hombre encuentra como facilitador al dinero como medio de pago, esta última función es la más importante para el metalismo.

Desde la vereda de enfrente, el enfoque cartal, que tiene como contribuyentes y defensores a Knapp, Innes, Keynes, Minsky, Lerner entre otros, viene a proponer una teoría alternativa del dinero. En principio, es una visión legalista que no supone la preexistencia del mercado, sino que entiende que el Estado y el dinero son preexistentes al desarrollo del mercado. El principal expositor de la teoría estatal del dinero, Knapp encuentra absurdo que los metalistas intenten deducir el sistema monetario sin la idea de un Estado (Knapp, 1924), teniendo poco sentido un análisis del dinero escindido de una teoría del Estado.

El dinero es concebido de modo inmaterial desligado de una mercancía y como creación del Estado, en palabras de Abba Lerner “el dinero es una criatura del Estado”, en tanto el mismo puede fijarle un precio y su valor variará en la medida en como sea su aceptabilidad social general.

Para el cartalismo el medio de cambio no es la función más importante del dinero, dado que tampoco es el intercambio la forma de sociabilización primaria de las comunidades, sino que lo es la deuda. Desde la visión ortodoxa metalista, la concepción del dinero es vista como mercancía dineraria, en cambio, para los cartalistas el dinero es entendido como crédito. Por lo anterior dicho, es que es para el cartalismo la unidad de cuenta la función esencial del dinero y de la misma se deriva el medio de pago específico.

Entre las causas fundamentales de la mayor importancia que alcanza la unidad de cuenta por sobre la función medio de pago, destaca que la unidad de cuenta permite medir las deudas y declara en que medio debe ser liquidada. En este sentido, Keynes en sintonía con Knapp afirma que “la moneda de cuenta es la descripción o denominación, y el dinero es lo que responde a la descripción” Keynes (1930:3-4).

En línea con lo anterior desde el cartalismo descartan la inmutabilidad de los medios de pago a lo largo del proceso histórico, al contrario, encuentran que las comunidades han elegido distintos medios de pago independientemente de su materialidad. De este modo, el Estado decide la unidad de cuenta, nombra la “cosa” (Forma material del pago) y anuncia su valor

nominal. En síntesis, las deudas fueron siempre nominales y nunca “metálicas”, por lo que lo fundamental sobre el dinero, es que el Estado anuncie una tasa de conversión.

La hipótesis central de la teoría cartal es que el Estado es quien decide cual será el dinero de cuenta (o unidad de cuenta) entendido como la “descripción”, de donde se desprende que es lo que se designará como dinero (“la cosa”) a través de la decisión de designar que es lo que el Estado mismo acepta como dinero en el pago de los impuestos. De este modo, no es suficiente decir que el dinero es tal por una ley que lo establece como moneda de curso legal que establezca en que se liquidan los contratos, o con el argumento de que es dinero porque es emitido por el Estado, ya que ello dejaría afuera tipos de dinero que son parte del sistema monetario.

De igual modo que con el dinero cartal (dinero aceptado por el Estado en sus oficinas recaudadoras de impuestos) ocurre con los billetes de los bancos privados, el dinero bancario no deriva su valor de la convertibilidad en metales –o especie- si no que el mismo es una garantía firme del banco. Es decir, el banco privado está comprometido a aceptar esos mismos billetes como forma de pago de las deudas de otros prestatarios. Por consiguiente, los clientes y el banco forman una comunidad privadas de pago. Por lo anterior dicho, el dinero bancario gana aceptabilidad en el uso generalizado de sus billetes dentro de la comunidad privada. En concordancia con Minsky, Wray afirma:

“... La moneda bancaria tiene valor (nominal), precisamente porque puede utilizarse para eliminar deudas con los bancos; es, por así decirlo, aceptada en “las oficinas de pago de los bancos...” Wray, 103.

Por su parte, Knapp plantea tres categorías para clasificar los pagos que incluye el Estado. Las tres categorías son los pagos epicéntricos, apocéntricos y paracéntricos. Los primeros son aquellos pagos que el Estado recibe como recaudador, los segundos son aquellos pagos que se realizan desde el Estado, y la tercera categoría refiere a los pagos entre particulares. A su vez, presenta la clasificación entre dinero definitivo y dinero convertible, como a partir del nombre se intuye, el dinero definitivo es aquel con el cual el pagador ya no tienen ninguna obligación y el recaudador no tiene derechos contra el pagador, el negocio se cierra. Dentro del dinero definitivo que es el que el Estado se compromete a aceptar en los pagos epicéntricos, está el dinero valuta como componente, que es básicamente el pago en dinero definitivo que se hace desde el Estado (apocéntrico).

Otro punto interesante es que desde la teoría estatal del dinero, se reconoce que los billetes bancarios pueden ser dinero cartal en tanto el Estado anuncie que recibirá pagos epicéntricos en dichos billetes. También puede ocurrir que el Estado realice pagos apocéntricos en pagarés del Estado, y estén dispuestos a aceptar dichos pagarés en los pagos epicéntricos, dado que no es dinero definitivo sino convertible, esos billetes se vuelven accesorios y se mejora la situación del banco.

Dinero endógeno y Enfoque Cartalista

El dinero endógeno alcanza su mayor desarrollo con los poskeynesianos, sin embargo, ya hay menciones acerca de la naturaleza endógena de la creación de la oferta de dinero en el mismo Marx como también en la Escuela Bancaria en el siglo XIX.

Por otra parte, el enfoque metalista es congruente con el enfoque de dinero exógeno. Al mismo tiempo, los presupuestos de dicho enfoque son compartidos por la teoría cuantitativa del dinero, entre ellos destacan: stock de dinero proporcional al nivel de precios, causalidad que va desde el dinero a los precios y el dinero neutral en el largo plazo.

Una de las implicancias cruciales de este enfoque es sobre el valor del dinero. En un sistema de dinero mercancía, la escasez es determinante en los movimientos de las valuaciones del metal designado como estándar objetivo, en consecuencia, para obtener un valor estable o evitar una depreciación del dinero sería vital controlar la cantidad de dinero. Las implicancias no son distintas para el caso del dinero administrado “degenerado” a la Keynes, es decir, cuando el dinero emitido es respaldado al cien por cien del metal estándar designado.

En líneas generales, el dinero exógeno afirma que el banco central puede controlar directamente la cantidad de dinero y la demanda del mismo es regulada por una tasa de interés endógena. En concordancia con su diagnóstico, los principales postulados de este enfoque en materia de política económica son: para proteger y estabilizar el valor del dinero debe controlarse y limitarse el stock del dinero, los presupuestos equilibrados son consecuencia de lo anterior. Asimismo, deben evitarse los déficits fiscales, ya que en situación de pleno empleo (supuesto del que en general el enfoque parte) son inflacionarios, entre otros postulados.

Desde las visiones de Rochon y Vernengo (2003) el cartalismo es distinto del enfoque de dinero endógeno, ya que encuentran que en sus formulaciones, el dinero del Estado es exógeno y el dinero del crédito es una forma de aumento del dinero inicial, en otras palabras, como una potenciación. Se cree que la dife-

rencia entre los poskeynesianos del dinero endógeno y los cartalistas es el orden en que aparecen los argumentos verticalistas (dinero exógeno) y horizontalistas (dinero endógeno). Para los cartalistas el dinero es principalmente de naturaleza verticalista y el banco privado juega un papel secundario. Mientras que para los poskeynesianos es al revés, el dinero de crédito tiene prioridad y es la fuerza primaria de creación de dinero (Rochón&Vernengo, 2003, p.61).

En palabras de los autores concluyen:

“...argumentamos que la visión de los cartalistas apoya la noción de que el Estado es el proveedor monopolístico de dinero y que se inyecta directamente en el sistema de política fiscal cuando el público vende bienes, servicios y activos al Estado...” (ibid, p.60).

Para Rochón y Vernengo el cartalismo tiene un enfoque exógeno del dinero con un sector bancario como actor secundario. Sin embargo, desde el cartalismo se afirma que lo importante observar es que si la oferta de dinero responde a la demanda de dinero, de ser así, esto significa que la cantidad de dinero no es exógena, en el sentido de estar determinada por políticas monetarias (como control del banco central de las reservas bancarias) o por la cantidad de reserva de metal precioso (como sucede en el sistema de moneda mercancía o moneda administrada).

El enfoque del dinero endógeno parte de dos preceptos básicos: a) La oferta de la moneda se amplía para satisfacer la demanda y b) el Banco central no tiene control directo sobre la cantidad de dinero.

De este modo, la teoría afirma que el Estado puede definir la moneda pero no controla la cantidad de la misma circulando. En este sentido, puede controlar su emisión inicial de dinero, pero mediante una política fiscal (compras por parte del Estado) y no mediante la política monetaria. Esta última más bien puede afectar la oferta de dinero por medio de la definición de tasas de interés de corto plazo. Cabe destacar, parte del dinero total en la economía es absorbido por medio de los impuestos mientras que otra buena parte queda como reservas excedentarias de los bancos privados.

Una de las principales implicancias de este modo de entender el dinero es la concepción sobre el uso de los bonos con respecto a la ortodoxia económica. Mientras que para los segundos la emisión de bonos es una forma mediante la cual los gobiernos pueden financiar sus gastos, para el enfoque heterodoxo la emisión de bonos es un instrumento a través del cual puede ajustar la liquidez del público, por ejemplo, absorbiendo las reservas excedentarias de los bancos privados aunque también funciona ofreciendo activos alternativos para afectar la tasa de interés.

Para entender la relación del dinero estatal con los bancos privados, en esencia, se entiende que la demanda privada del dinero estatal como activo apreciado se debe al hecho de que los impuestos requieren pagarse en dicho dinero (Minsky, 1986, 231). Además, existe otro motivo importante por el cual el pasivo estatal es fuertemente demandado y se debe a que el mismo se encuentra en la parte superior de la “pirámide del dinero” minskiana configurando así un activo líquido que los bancos privados desean tener en sus balances.

La teoría cartal no descarta, sin embargo, la posibilidad de que el dinero pueda ser originado en una autoridad distinta del Estado. El dinero impuesto como unidad de cuenta generalizada que sirve como patrón para medir obligaciones puede ser un billete bancario que el Estado en segunda instancia puede designarla como forma en que se paguen los impuestos, aunque su generalización se dé en la comunidad privada de pagos.

Así como se hizo hincapié sobre la fortaleza del dinero estatal, también tiene debilidades. En ese sentido, puede ocurrir que en situaciones de debilidad institucional o pérdida de legitimidad, momentos en que el Estado pierde efectividad y capacidad para imponer y hacer cumplir las obligaciones tributarias, que se use dinero extranjero en las transacciones privadas. Al respecto Lerner, afirma que “la moneda extranjera solo pueden ser usadas extensamente cuando la moneda normal y la economía en general se encuentran en situación de caos” (Lerner, 1947, p.313).

II-LA MONEDA Y LA BANCA EN EL SIGLO XIX

“...los argentinos alteran su moneda casi tan a menudo como cambian de presidentes...Ningún pueblo del mundo tiene un interés tan penetrante en los experimentos monetarios, como el argentino”. Lawson, W.R. (1899)

1-Anarquía monetaria desde 1820 hasta 1881

Luego de la breve batalla de Cepeda en 1820 hasta el fin de los conflictos internos en 1880, en todo lo que hoy es el territorio argentino se vivió una sucesión de guerras y enfrentamientos civiles que imposibilitaban la unificación monetaria y que por lo tanto coexistieran y circularan diferentes denominaciones dinerarias para las diversas autonomías provinciales (trece provincias autónomas). Durante todo el período posterior al comienzo de la guerra civil que comienza en 1820, y hasta la sanción de la ley 1.130 del 4 de no-

viembre de 1881, la situación conflictiva entre aduanas internas hacia muy difícil que la economía tuviera una moneda unificada como tampoco políticas monetarias centrales.

Los fuertes gastos que ya venían de la colonia en mantener un aparato militar que consumía gran parte del presupuesto en salarios, fue heredado y con los sucesivos enfrentamientos, los recursos fueron obtenidos primero con tributos forzados a la población local en el caso de Buenos Aires, y posteriormente por los ingresos de la Aduana. Halperin Dongui (2005).

Metalismo vs Cartalismo en la interpretación teórica monetaria

La visión predominante del sistema monetario que existe del siglo XIX en la Argentina se basa para la amplia mayoría de historiadores que han trabajado el tema, en la actividad estatal en pos de la emisión y control de la cantidad de dinero circulante, es decir desde un enfoque cuantitativista exógeno. Para este tema autores que han trabajado en profundidad la conformación y evolución del sistema bancario y los regímenes monetarios, como el caso de Jiménez, R. (1976); o Cuccorese, H. (1958) en punto a conversión de la moneda para el período (1861-1867) o el propio Halperin Donghi (2005) en relación con el financiamiento de la guerra civil post virreinato. En estos enfoques simplemente se relata la evolución del sistema monetario y bancario, en base a la observación del nivel de emisión de papel moneda para distintos períodos en base a una relación directa con el sistema patrón oro o plata dominante mundialmente. Al respecto y como afirma Ford: “Puede asegurarse que cualquier argumento basado en el simple enfoque de la “teoría cuantitativa” debe ser tratado con extremo cuidado, pues ignora factores tales como, por ejemplo, la productividad, las innovaciones, el crecimiento vegetativo, la extensión de las zonas de oferta, el desarrollo de los sustitutos de dinero (por ejemplo, cheques), todos los cuales deben ser tenidos en cuenta al determinar los precios” (Ford, 1966:59). Se puede agregar que más que “extremo cuidado”, conviene desechar dicho enfoque en tanto que llevan a confundir la identidad con la igualdad de Say, donde conviven con supuestos de producto dado o no y velocidad constante del dinero para la ecuación cuantitativa del dinero. Smith, M (1996)

Abonando la hipótesis cartalista, en los procesos de desarrollo de los países centrales, el recurso del Estado de emisión monetaria doméstica con aplicación de impuestos tuvo como fin el solventar guerras, finan-

ciar campañas militares y otros temas de inversiones estratégicas. En efecto, se llegó a generar bancos centrales que, a diferencia de la prédica conservadora actual, no tuvieron ninguna independencia del gobierno actuante, sino que al revés fueron financiadores del Estado en todas sus políticas. El propio crecimiento del producto a partir de la acción estatal de impulsar la demanda da por tierra la visión metalista de desvalorización de la moneda por su “emisión”. (Ver Gráficos 1 y 2) Ejemplos como los del banco central de Inglaterra pueden aclarar el punto sobre los grados de libertad de un Estado en tomar deuda con denominación en la moneda que imprime:

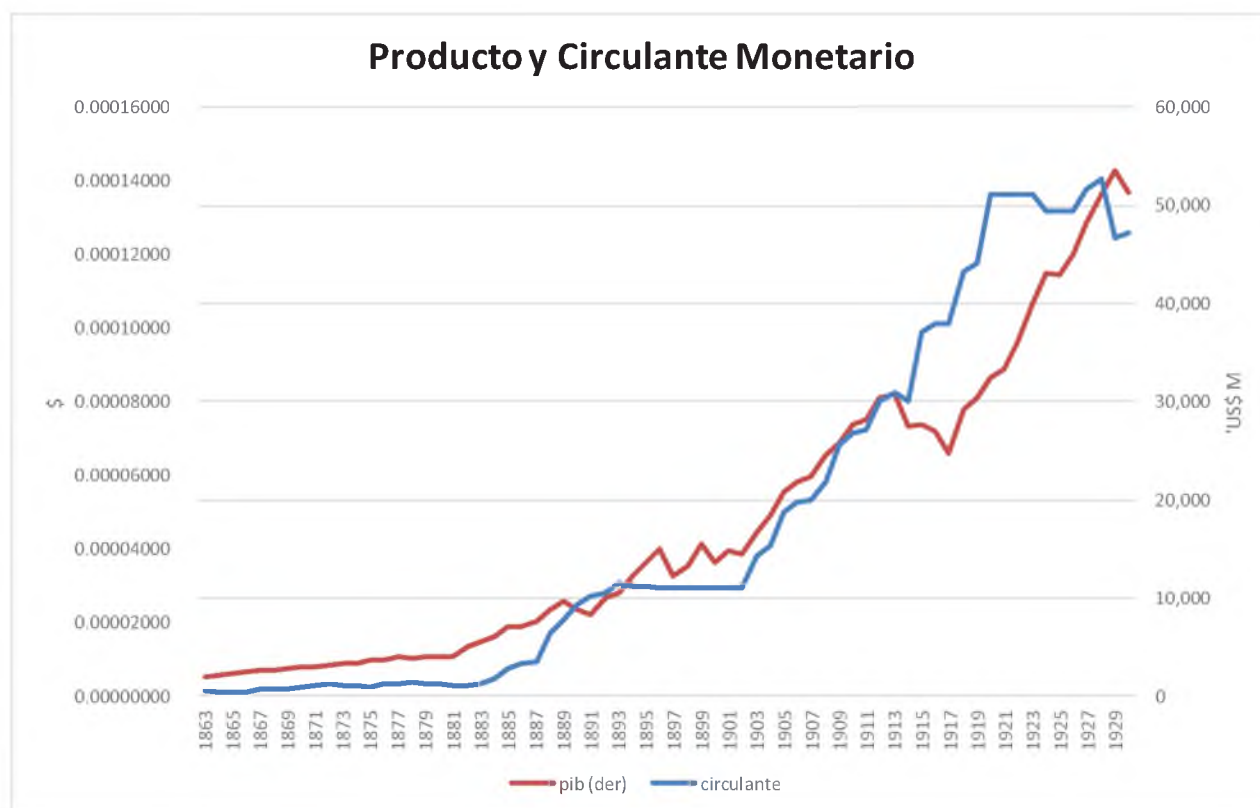
“Los crecientes conflictos bélicos de los estados modernos después de la Paz de Westfalia en 1648 crearon la necesidad de nuevas formas de financiamiento, y los bancos centrales fueron una innovación en ese ámbito. Los bancos centrales fueron esenciales en el financiamiento de la deuda pública y en el nacimiento de los mercados financieros, que no podrían existir sin un activo de riesgo cero garantizado por el estado. En el caso inglés la deuda pública como proporción del producto durante las Guerras Napoleónicas llegó a más de 250 por ciento del producto nacional. Durante este período, de 1797 a 1821, la convertibilidad al oro fue suspendida y los billetes del Banco de Inglaterra circularon como papel moneda de curso forzado (fiat)”. Vernengo, M. (2014:76-9)

Es decir que, hasta el comienzo del siglo XIX, el banco central de Inglaterra no solo fue una “gran máquina propulsora” Smith (1776:318-320) sino que es el engranaje necesario de la hegemonía que Inglaterra construyó en el siglo XIX. Dinero fiduciario bancado con una gran deuda pública que su banco central creaba y mantenía para financiar déficits fiscales elevados.

Luego de finalizadas las guerras napoleónicas, Inglaterra pudo generar un sistema de dinero mundial basado en la libra-oro que obligó a los gobiernos de la periferia a resguardar el valor de las monedas propias. Por lo que las visiones en Inglaterra hacia su segunda revolución industrial respecto del rol activo de su banco central eran esenciales para la conformación y desarrollo de los grandes conglomerados económicos, y también para el establecimiento de la nueva división internacional del trabajo con la periferia. Pero claro está que el camino de creación de un banco central para países de la periferia, puede ser un camino largo y lleno de inconvenientes de todo tipo.

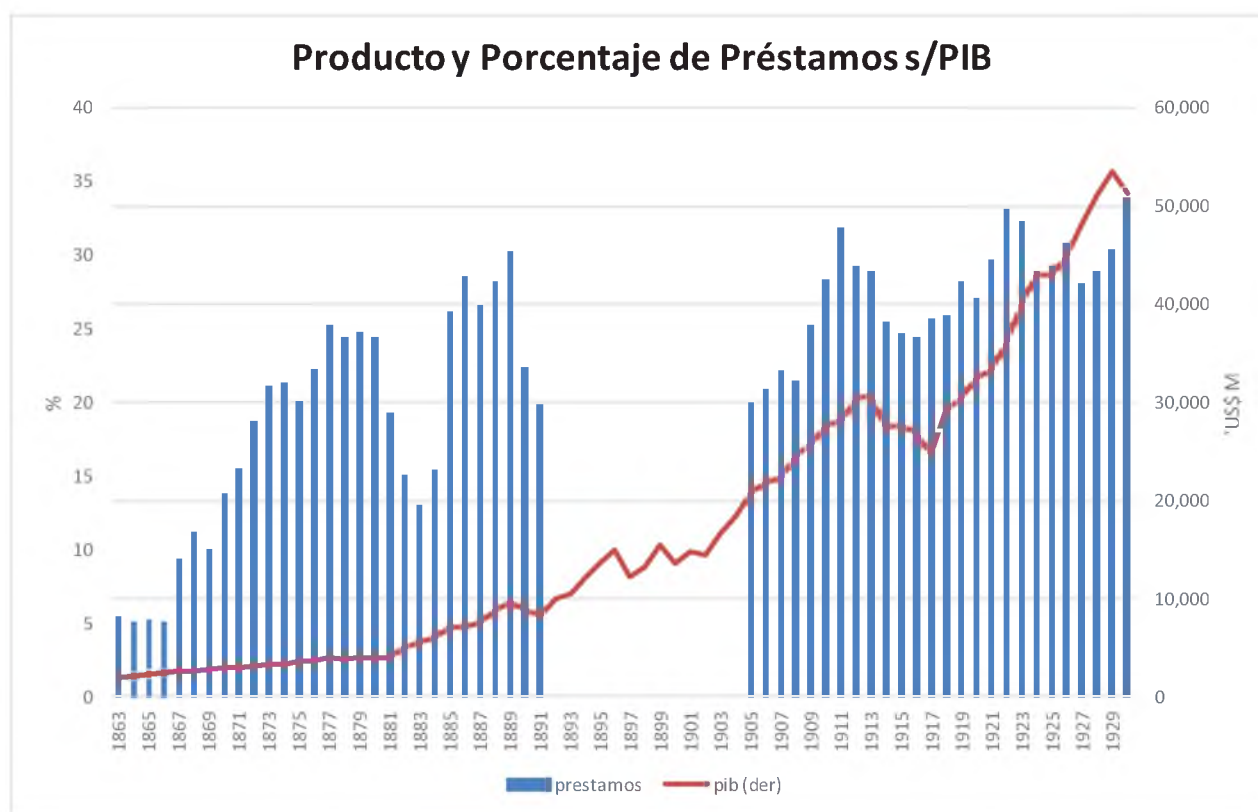
Londres antes de 1914 representó durante más de un siglo el único centro financiero mundial verdadero, “cuyo “producto principal”, las letras sobre Londres, aparecían como un medio de pago de carácter fundamental en el plano mundial”. Ford (1962:49).

Gráfico 1



Ferreres, 2010. Circulante es suma de billetes en manos del público y en bancos

Gráfico 2



Fuente: Ferreres, 2010.

En esas condiciones de dominio mundial de la libra, era difícil que algún déficit de Gran Bretaña con los territorios donde el área de acción de la moneda inglesa servía, implicara una pérdida de oro. Muchos otros bancos del mundo aumentaban gustosos sus tenencias de oro-libra en Londres.

2-Evolución de los bancos en el siglo XIX.

Los reiterados intentos de implementar un sistema bancario desde 1820 se chocó con la guerra civil abierta a partir de la influencia del comercio exterior vía el puerto de Buenos Aires y los tironeos fiscales y comerciales entre productores del interior y el litoral con la Aduana de Buenos Aires. Se tardarían unos cuarenta años más para que alguna facción pudiese vencer a la otra y unifique el poder estatal sobre el territorio que finalmente conformaría la Argentina.

Las características de dichos bancos iniciales alternaron entre una mezcla de capitales privados y públicos, pero en general en condiciones donde la convertibilidad con el patrón oro duraba poco. Normalmente sucedían las quiebras y la mayor parte del tiempo la moneda fue inconvertible respecto al patrón internacional.

La estructura bancaria se dividía entre bancos extranjeros y nacionales (privados o estatales). Los primeros

con sus preocupaciones vinculadas al comercio internacional y los segundos centrados en los negocios locales. Al no existir un banco central ni mercado monetario local, estos últimos bancos estaban forzados a tener grandes reservas en efectivo. La tabla 1 muestra la sucesión de bancos que fueron creados entre 1820 y 1880 en base a la necesidad en ocasiones de financiar guerras y en otras oportunidades las actividades comerciales.

En 1822 se crea el primer Banco de Buenos Aires o Banco de descuentos con el monopolio legal de actividad bancaria, debido al faltante de medios de pago ante un auge del comercio.⁴ El banco baja la tasa de interés a la mitad al prestar al 9 y 10%. La mayoría de accionistas del banco eran ingleses, y si bien era una institución privada, tenía actividades que permitían ejercer una acción hipotecaria sobre los deudores lo que le daba la afectación para cumplir un servicio público. Con la guerra civil, en las provincias donde no circulaban los billetes del Banco, estaban obligados a un continuo drenaje de metálico y muy rápidamente sus billetes eran inconvertibles en oro.

4 En línea con el cartalismo otra vez, se generaliza ese año el pago con unos discos de hojalata, llamadas “contraseñas” con las iniciales de los almaceneros que los entregaban.

Tabla 1

Años	Bancos	Características
1818-1821	Caja Nacional de Fondos	Entidad privada, comercial con posibilidad de emisión y acción hipotecaria Inconversión de 1826 y nace el "peso moneda corriente". Emisión de billetes de la pcia de BsAs del resto de 13 pcias Redenominación de Banco de Casa y de la Moneda. al cierre de la oficina se suspende la conversión Separación funcional hipotecaria del banco de la provincia. aporte en títulos pub. Prestamos a 30 años con amortizaciones periódicas y escalonadas. 6% interés Sustituto emisor sin funciones bancarias.
1822-	Banco de Buenos Aires, de descuentos	
1826-1836	Banco Nacional	
1836	Casa de la Moneda	
1854-1863	Banco y Casa de la Moneda	
1854	Banco de la Confederación	
1863	Banco de la Provincia	
1867-1876	Oficina de Cambio del bco Provincia	
1871	Banco Hipotecario de la Pcia	
1872	Banco Nacional	
1885	Banco hipotecario Nacional	Banco privado con dos tercios de ciudadanos argentinos.
1890	Caja de Conversión	
1891	Liquidación de bancos Nacional y Provincia	
1891	Banco de la Nación	

Fuente: Jiménez, R. (1976)

A partir de 1826 se decreta la inconversión de los billetes emitidos por el banco de Buenos Aires. Surge el "peso moneda corriente" donde se puede depreciar y no cotiza a la par con el peso plata (17 a 1 con la onza de oro). Ese mismo año se crea el Banco Nacional al cual se incorpora con su activo y su pasivo el banco de Buenos Aires. En el contexto de una guerra con el Brasil que continuaba, era necesario el financiamiento y por lo tanto no respetar los criterios cuantitativos. Luego de diez años iba a quedar en claro que el objetivo de dotar al país de un banco nacional no se había cumplido, puesto que los billetes del Banco Nacional no se pudieron imponer en el interior. Jiménez (1976:27)

En mayo de 1836 Rosas disuelve este banco y se crea una junta de administración de los billetes en circulación. Luego de la quiebra del Banco Nacional, dejaron de existir los servicios bancarios fuera de los que ofrecían las casas mercantiles. Ese vacío no era cubierto por la Casa de la Moneda que, emitía dinero pero no prestaba ni descontaba documentos, ni recibía depósitos.

Ya con Rosas depuesto, en 1854 se crea el banco de la confederación que venía a establecer un faltante para las trece provincias restantes respecto a un banco que funcionara como fuente de créditos y depósitos como también las de contaduría y tesorería de la Nación. Sin embargo, el gobierno de la confederación lo cerró ese mismo año.

También ese año se le adjudica el nombre de Banco y Casa de Moneda a la Casa de Moneda, que será cambiada en 1863 por el nombre de Banco de la Provincia. El cambio fundamental es que ya no será mixto sino exclusivamente banco estatal.

Eran momentos donde actores privados incursionaban cubriendo esas faltas desde el Estado. Por ej. en 1858 el Banco Mauá, brasileño, se instaló en ciudad de

Buenos Aires e instaló en todo el país sucursales, invirtiendo en bienes raíces y en empresas industriales, haciendo préstamos a corto plazo con garantía. (Ferns, 1979:358). Pero tampoco prosperó en sus objetivos de acuñación de monedas de oro según su estatuto, y cerró en octubre de 1860. Jiménez (1976:29)

En 1862 se instala en el país el Banco de Londres y Río de la Plata, en 1871 se crea el Banco de Cuyo y en 1872 el Banco de Italia.

En 1863 se promueve el proyecto de creación de Banca Libre, similar al sistema que funcionaba en EE. UU., en tanto que en el interior solo circulaba moneda metálica.

En 1867 se crea la Oficina de Cambio del Banco de la Provincia que funcionó como una caja de conversión. Mientras que a comienzos de los '60 las exportaciones estaban en aumento, para evitar la apreciación del valor de los billetes, que perjudicaba a hacendados exportadores cuyos productos se medían en valor oro, la oficina permitía evitar dicha apreciación por la llegada de oro. Es claro que con la recesión que aparece en 1876 por la depresión mundial, la conversión billete-metálico no puede continuarse y se cierra dicha oficina.

En 1871, el gobierno de la pcia. de Buenos Aires funda el Banco Hipotecario Provincial, por el cual se prestaba dinero a partir del otorgamiento de cédulas⁵, las cuales tenían una tasa de interés y vencimientos comunes. Estas se podían asegurar con bienes raíces tanto de campo como de la ciudad. En 1877 se crea la Casa de Moneda para garantizar el funcionamiento del sistema patrón metálico que se quería imponer.

5 Bonos de los bancos hipotecarios. Los bancos no prestaban dinero, sino que después de su tasación hipotecaria emitían las cedulas que luego el prestatario vendía en el mercado abierto.

La estructura bancaria desde 1880 estaba dividida en bancos extranjeros (casa matriz en Europa) y nacionales, privados o estatales. Y en tanto que Londres era el centro del mercado monetario mundial, a estos bancos extranjeros les preocupaban los sucesos europeos puesto que afectaban las políticas externas de las potencias y por lo tanto el comercio exterior de la Argentina y sus políticas externas. Mientras que los bancos locales se ocupaban centralmente de los negocios domésticos de la Argentina.

Después de su creación el Banco Nación fue creciendo en su importancia y volumen de depósitos en comparación con el sistema bancario total: del 28% al 50% entre 1908 y 1914. Ford, (1966:172) Aparentemente dicho banco ocupó una posición similar a la de la banca de Inglaterra a comienzos del siglo XIX, dado que dominaban el mercado monetario buscando suavizar las fluctuaciones temporarias en el mercado de cambios y competían contra los demás bancos. Para ejercer movimientos anti cíclicos conservaba divisas en mayor medida a sus obligaciones en peso oro de los depósitos. *Ibidem*, (1966:177-8)

Luego de 1909 también intentó compensar años malos y buenos de exportaciones con fondos propios, pero aunque aportó una medida de seguridad para el resto de los bancos, no puede considerársele un Banco Central. Esto se debe a que el sistema bancario ya se encontraba bastante descentralizado y que los bancos privados cuidaban de sus propias reservas en momentos de faltante.

A la luz de lo visto, y con una peculiar y concentrada estructura productiva, el sistema bancario argentino en el siglo XIX fue anárquico y no tenía un control fuerte central que limitara y suavizara los vaivenes de los flujos internacionales.

3-Emisión de papel moneda con y sin conversión.

La invariante de explicaciones monetaristas por parte de investigadores e historiadores impulsa a este recorrido histórico para analizar los argumentos vertidos en el siglo XIX que no difieren mucho de los que pueden escucharse actualmente sobre las políticas monetarias. Mucho antes que el marginalismo surgiera hacia 1870, como ya hemos visto, la interpretación está dada por dos corrientes interpretativas: la metalista y la cartalista.

Ya en ese entonces en medio de un mundo con patrón oro, el papel moneda depreciado (prima de oro alta) que tanto horrorizaba a los europeos de la época, era visto por terratenientes y exportadores, que formaban el grupo político dominante, como una for-

ma de transferencia de ingresos en detrimento de los asalariados en general y también muchas veces para licuar deudas hipotecarias fijas en pesos papel. Ford (1966:158).

El 17 de septiembre de 1861 las fuerzas porteñas vencen a Urquiza y el ejército nacional en Pavón. Mitre asume la organización nacional y su política monetaria. A partir de allí y como se vio en el capítulo 1, Buenos Aires introduce el papel moneda en Rosario y el interior y es a partir de allí donde la doctrina metalista encuentra adláteres para la explicación de fenómenos inflacionarios. En efecto, hasta 1867 se busca un proceso de convertibilidad del papel moneda. Primero un intento en 1863 que quedó frustrado al no haber acuerdo entre las fuerzas políticas en tomar un empréstito externo en “respaldo” de la emisión necesaria, dado que dicho empréstito comprometería las finanzas futuras y ante su peligrosidad quedaba ratificada su exclusión como vía de conversión del circulante a moneda dura Cuccorese (1958:94-6).

Luego en 1864 promueve una ley de conversión de la moneda, que al final no logra cumplirse por las necesidades de fondos extra para la guerra con el Paraguay. Si bien siempre finalmente y en todas partes ante la guerra se olvidan los prejuicios metalistas o monetaristas de la moneda sana, en efecto, los debates que se planteaban al respecto muestran dentro de las posiciones liberales una falta de realismo respecto a la tarea del poder del Estado. Cuccorese describe los debates parlamentarios de la época y no deja de sorprender cierto principismo metalista de su parte referido a una regla cuantitativa que lejos de estar probada en su causalidad, sus supuestos de pleno empleo simplemente no son parte de la normalidad del capitalismo desde su origen.

En suma, la guerra del Paraguay echa por la borda la idea de conversión firmada por ley un año antes en 1864. Posteriormente en 1866 vuelven las quejas sobre la mencionada ley que obligaba a la quema de 100 millones de pesos, que podían ser usados para financiar la guerra con el Paraguay. Y la realidad doméstica, se muestra para esos años con abundancia de metálico y sin moneda papel, lo que termina trabando el comercio.

Generalmente cuando la búsqueda de convertibilidad se encontraba con faltante de empréstitos de moneda dura y/o la caída de recaudación impositiva, junto con una necesidad imperiosa de gastos de Estado por una guerra, fue la venta de tierras públicas siempre el camino elegido para cubrirlos.

Tabla 2

Años	Leyes y Decretos	Tema	Presidencia
1863	Curso legal de monedas extranjeras	Definen equivalencias	Mitre
1875	Ley monetaria 733 bimetalista	Crean nuevas unidades monetarias y definen equivalencias	Avellaneda
1879	Ley 974	Nueva definicion legal de unidad monetaria. Uso de "pesos papel"	Avellaneda
1881	Ley 1130	Bimetalismo y curso legal de las mismas. Se eliminan monedas foraneas	Roca
1883	Ley 1354	Eliminacion de circulacion de monedas de plata	Roca
1884	Decreto de conversion	Conversion a la par de billetes con oro	Roca
1885	Decreto de inconversion del papel		Roca
1887	Ley de bancos garantidos	Emission garantida con fondos publicos de sociedades. Regulacion	Juarez Celman
1899	Ley 3871 de Conversion	Establece fondo de conversion.	Roca

Fuente: Jiménez, (1976)

Tabla 3

Años	salarios (papel)	Prima de Oro	Precios de exportacion (papel)
1886	100	100	100
1890	125	181	165
1892	138	239	232
1894	146	257	209
1896	161	213	204

Fuente: Ford, (1966:159) Salarios son un promedio de 69 ocupaciones urbanas en su mayoría.

Dicho camino terminaba con el desalojo de enfiteutas morosos en el pago del canon que eran reemplazados por otros que se hacen cargo de las deudas en un 90% pero pagando con créditos contra el fisco, haciendo finalmente exiguo el resultado de ventas de tierras en pos de la obtención de recursos. Halperin Dongui (2005:195-6)

Por lo tanto, finalmente se terminaba imponiendo la necesidad del financiamiento de la guerra y el papel moneda. Se quejaba contra la realidad Cuccorese: "son contados los que frente a un problema económico actúan siempre de acuerdo a los principios científicos, preconizados por la teoría o la doctrina. Los más proceden derechamente de acuerdo al instante del hecho". Cuccorese (1958:143)

La salida en 1867 ante las opciones de emitir moneda inconvertible, emitir notas metálicas o papel moneda garantido y convertible, se opta por esta última en enero de 1867. Se crea la Oficina de Cambio y se abandona la Ley de Conversión de 1864 (ver tabla 2).

Las leyes y decretos emitidos fueron a lo largo del siglo dirigidos para intentar solucionar el problema del circulante metálico extranjero y múltiple por una existencia de moneda metálica propia y estable⁶. En

los últimos 20 años del siglo XIX se continuaron las medidas para intentar corregir la anarquía monetaria nacional, aunque sin poder estabilizar el funcionamiento de la caja de conversión hasta 1902, donde el sistema comienza a afirmarse con balanzas de pago superavitarias: Prebisch (1922)

En realidad, sin un banco central, la emisión de papel moneda en relación con la prima de oro, equivalía a una devaluación y en ese sentido todos los capitalistas, hacendados o industriales obtienen ventajas al reducir los salarios reales en divisas. Los terratenientes licuaban sus deudas fijas en papel moneda y los precios de exportación al estar fijos mundialmente en oro, y con una prima de oro aumentando (depreciación) aumentaban en términos de peso papel. Ver tabla 3.

Es decir que el proceso de creación y posterior crecimiento de un mercado doméstico, se veía severamente limitado por el estancamiento salarial como forma de impulsar el multiplicador del ingreso, que de esta manera no permitía el crecimiento de la inversión local por razones estrictamente domésticas. Es claro como ya se dijo sobre el proceso de inversiones externas, el carácter exógeno de las mismas, vinculado a las demandas de la industria inglesa por lo que, si existía para la época un acelerador de la inversión que funcionaba en esta relación económica internacional era el británico. Por lo visto, el sistema bancario argentino era dominado por los bancos locales mientras que los bancos extranjeros no poseían tampoco la mayor parte del oro ni las reservas de divisas de la Argentina.

6 La acuñación de plata finalizó hacia 1884 cuyas monedas de plata fueron exportadas. En 1896 se terminó la acuñación de oro, cuyas monedas dejaron de circular del mismo modo que en 1881. Las razones obvias fueron la exportación del contenido de las mismas.

III-CONSOLIDACIÓN DEL ESTADO ARGENTINO Y ÉXITO AGRO GANADERO PRODUCTOR

“La conclusión principal que surge de un examen de la política del gobierno respecto de la agricultura es que la Argentina, como Nación, no se preocupó por la situación del campo o de los chacareros. La riqueza que el cultivo del trigo había dado al país era aceptada de la misma manera como se había recibido el ganado salvaje o el rico suelo: como un factor de la economía que no necesitaba ni merecía atención oficial”. Scobie, (1968:191)

1-La actividad económica real de Inglaterra mediada por el Estado argentino

Sin duda a partir de 1880 se produce el afianzamiento del Estado argentino habiendo superado la situación de hostilidades en el territorio y que ya antes en 1853 se plasma en una constitución nacional. Muchos de los conflictos suscitados anteriormente fueron decantando hacia el fin de la guerra entre la Confederación y Buenos Aires. La caída de Rosas significó un fuerte

pesimismo para los representantes ingleses respecto al objetivo de recuperar la deuda atrasada desde el préstamo inicial de 1824 que, como ya se vio, nunca se destinó a los fines previstos. Sin embargo, luego de la decisión de Urquiza en pagar la deuda tomada en tiempos de Rivadavia y más aún después de la derrota en Pavón en 1861 a manos de Mitre, la “lluvia de inversiones” inglesas comenzó de la mano de la extensión del ferrocarril y de la tecnología del frío para el tratamiento de las carnes. (Ferns (1979); Vitelli (1999)

Medido en libras el capital de Gran Bretaña en la Argentina creció muy fuerte en dos períodos: de 1865-1874 y los últimos 5 años de la década del '80 como se ve en tabla 4.

Las inversiones de capital y aumento del comercio no fueron mermados ante el surgimiento de una guerra diferente a las anteriores: la guerra del Paraguay (1964-1970). Esta no afectó el clima de negocios de Buenos Aires aun durando cinco años. A partir de 1862 se promulga una ley que otorgaba una serie de garantías y estímulos para la formación de empresas extranjeras y se acordaban las condiciones de las concesiones ferroviarias.

Tabla 4

Años	Tasa de Crecimiento anual
1857-1865	9.5%
1865-1874	17.6%
1874-1885	6.4%
1885-1890	30.8%
1890-1900	0.8%
1900-1910	4.4%

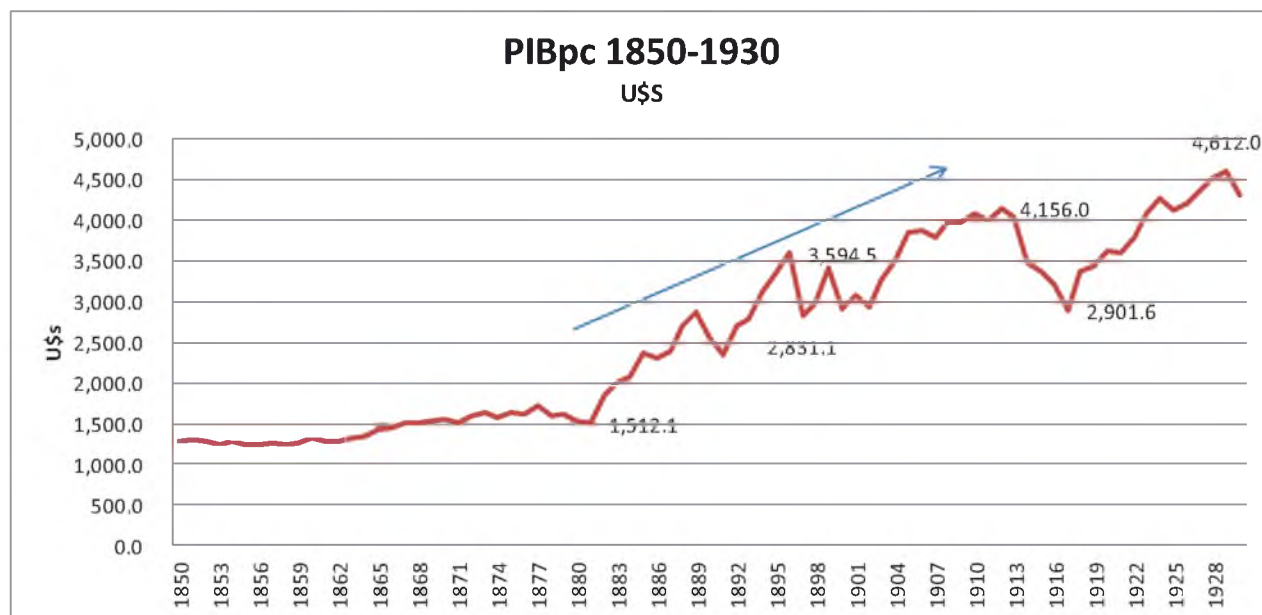
Fuente: Ferns, (1979:490-1)

Tabla 5 Año 1875

Tipo de Inversión	Cantidad invertida millones de libras	Proporción %
Prestamos al gobierno	12.9	56.2
FFCC	6.61	25.6
Bancos	1.6	6.4
Tranvías	0.8	3.2
Saladeros	0.53	2.3
Minas	0.2	0.8
Obras de Gas	0.2	0.8
Telégrafos	0.15	0.6
Total	23.1	100

Fuente: Ferns, (1979:329)

Gráfico 3



Fuente: Ferreres, (2010)

Por ejemplo, la ley sancionada por Mitre otorgaba la tierra suficiente para la construcción de las líneas ferroviarias, estaciones y depósitos para unir Córdoba con Rosario.⁷

La primera fase de inversión de capitales se extendió desde 1862 a 1875, que debido a la depresión económica se detuvo hacia 1876. Ferns (1979:329) Con un total de veintitrés millones de libras invertidas en tierras y empresas de comercio de materias primas y manufacturas, Mulhall, (1878:529) y con una distribución sectorial aproximada, como se muestra en la tabla 5 para 1875

La importancia del Estado en la dirección y aseguramiento del proceso de asignación de fondos internacionales para el desarrollo de la economía se plasmó en su responsabilidad sobre el capital y los intereses de los préstamos en más del 55% de las inversiones realizadas. Es decir que el Estado mediaba con su accionar recaudando impuestos y transfiriendo a los inversores privados los recursos según sus propios objetivos y políticas. De los datos de Ferreres tomados de diversas fuentes, se observa que el déficit fiscal es una constante y que, en algunos períodos de mayor crecimiento, ese déficit aumentaba mucho, viniendo a dar un mentís sobre la visión ideológica liberal actual

sobre aquella época de crecimiento agroexportador. (Gráficos 3 y 4)

Una vez que la decisión de otorgar el préstamo a la Argentina por parte de las casas inversoras de Inglaterra estaba tomada, su uso era de entera responsabilidad del Estado argentino. Por eso el caso fue que hasta 1866 gran parte de estos empréstitos se aplicaban a fines militares y no productivos. Al terminar la guerra con el Paraguay cambiaron estos usos: en la década del '70 el empréstito de 6 millones de libras fue dedicado a la construcción de ferrocarriles en Tucumán y Río Cuarto y de obras portuarias de Bs As y Rosario.

Desde el sector privado, el mayor interesado en la inversión en ferrocarriles era el sector terrateniente dado que apreciaba las tierras, y permitía estimular la producción primaria en cada lugar donde éste llegaba. Así fue el caso de los granos y productos regionales como el azúcar en Tucumán o de madera en Misiones, que en la década del '70 aumentaron mucho. Los inversores ingleses en ferrocarriles invertían en debentures y en bonos hipotecarios, mientras que el 60% de las nuevas inversiones se hicieron en títulos con interés fijo. Ford, (1966:cap.6)

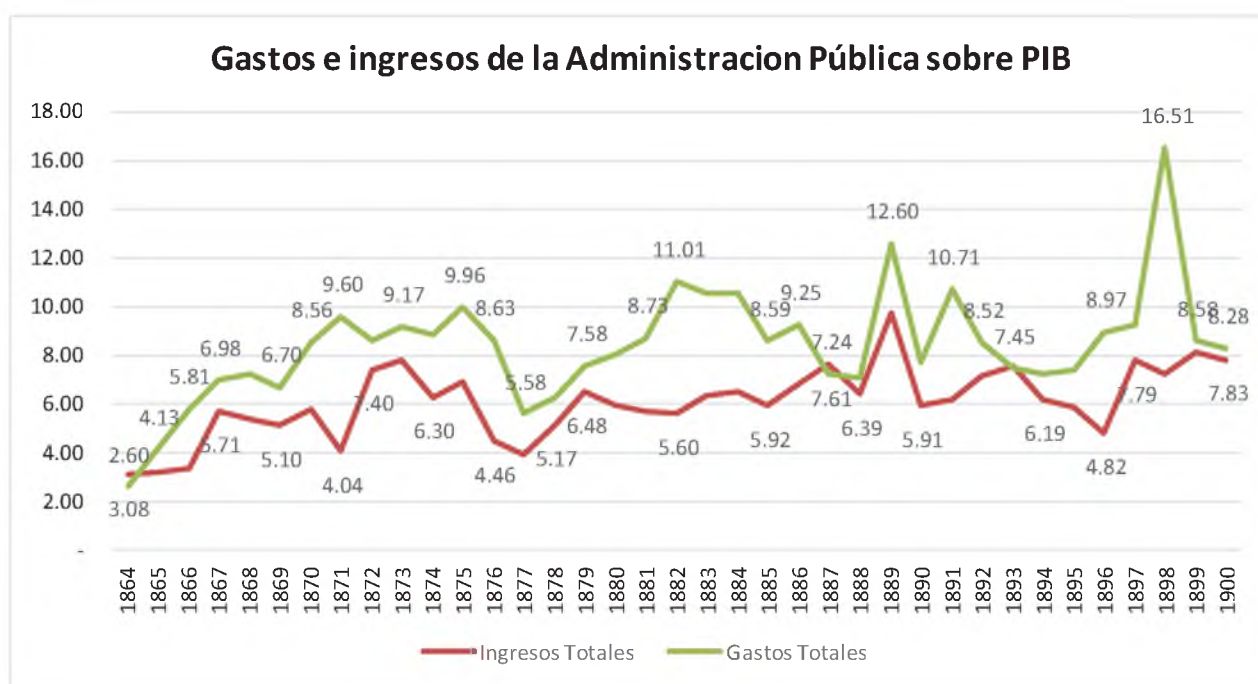
Durante este período se formaron 6 compañías ferroviarias británicas, cuyas oficinas estaban en Inglaterra y cuyo capital era suscrito allí. Dos de ellas, el central Argentino y el Gran Sur tuvieron una finalidad de generación de nuevos usuarios al ser su trazado por poblaciones que potencialmente podían utilizar su

⁷ Además de exenciones de impuestos amplias y garantías contra la congelación de los precios de hasta el 15% sobre el capital. Ferns (1979:327-8)

servicio para potenciar la oferta exportable. Este último tren inaugurado en 1866 tuvo el rasgo de ser predominantemente inglés Ferns (1979:343). La demanda de servicios encontrada por el Ferrocarril Sur fue muy diferente que el Central Argentino, en tanto este último se encontró con zonas menos desarrolladas de Santa Fe. El Gran Sur se encontró con una zona que

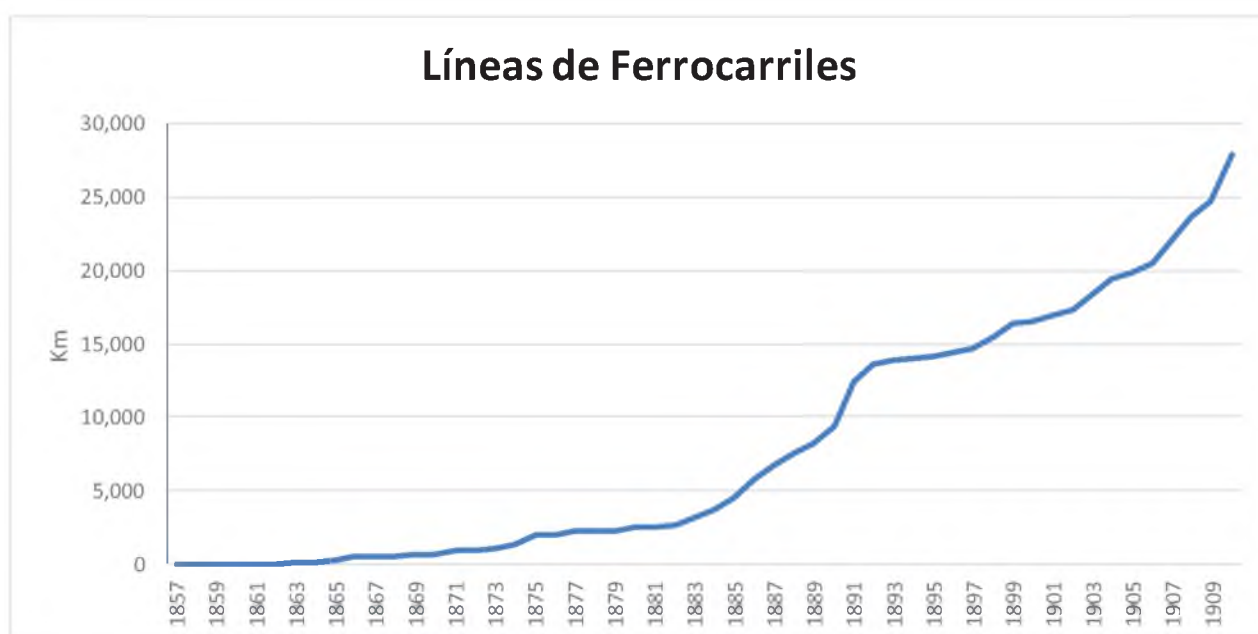
ya poseía carretas tiradas por bueyes y hacia el oeste más allá del Río Salado, se llevaba toda la producción de lana. De tal suerte que las millas construidas de ferrocarril pasaron de 71 millas en 1867, 88 millas en 1871, 146 en 1873 y 202 en 1875. (Ibíd.: 352).

Gráfico 4



Fuente: Ferreres, (2010)

Gráfico 5



Fuente: Scobie (1968)

Gráfico 6



Fuente: Ferreres, (2010). 100=1993

La actividad ferroviaria comienza a crecer tímidamente luego de 1881 mientras que las exportaciones cubrían las importaciones, pero lo hacía cada vez menos debido al aumento de las importaciones británicas en hierro y acero, equipos e instalaciones de ferrocarriles, cercos de alambre, maquinas trilladoras y arados de acero en volumen. De a poco compensó sus reducciones de precios frente a la caída de precios de las exportaciones argentinas. (Gráfico 6)

En 1884 surgió un escenario de crisis que llevó a la suspensión de la convertibilidad de los billetes por dos años. Ferns (1979:401) Sin embargo, en 1885 a cambio de una primera hipoteca sobre la Aduana de Buenos Aires recibió un préstamo de 8.4 millones de libras que permitió un aluvión de inversiones trabadas por falta de medios de pago internacionales.

La Baring Brothers promovió grandes empréstitos sin hacer demasiados cálculos. La demanda de servicios ferroviarios era importante, tanto en la extensión de las existentes como la creación de nuevas líneas.

La ayuda extra de la caída de los precios de transporte marítimo por temas de reducción de los coeficientes técnicos en los barcos de vapor construidos con acero, facilitaron la exportación de cereales argentinos demandados del exterior. Rápidamente con el cambio de gobierno, unas veintiuna compañías ferroviarias

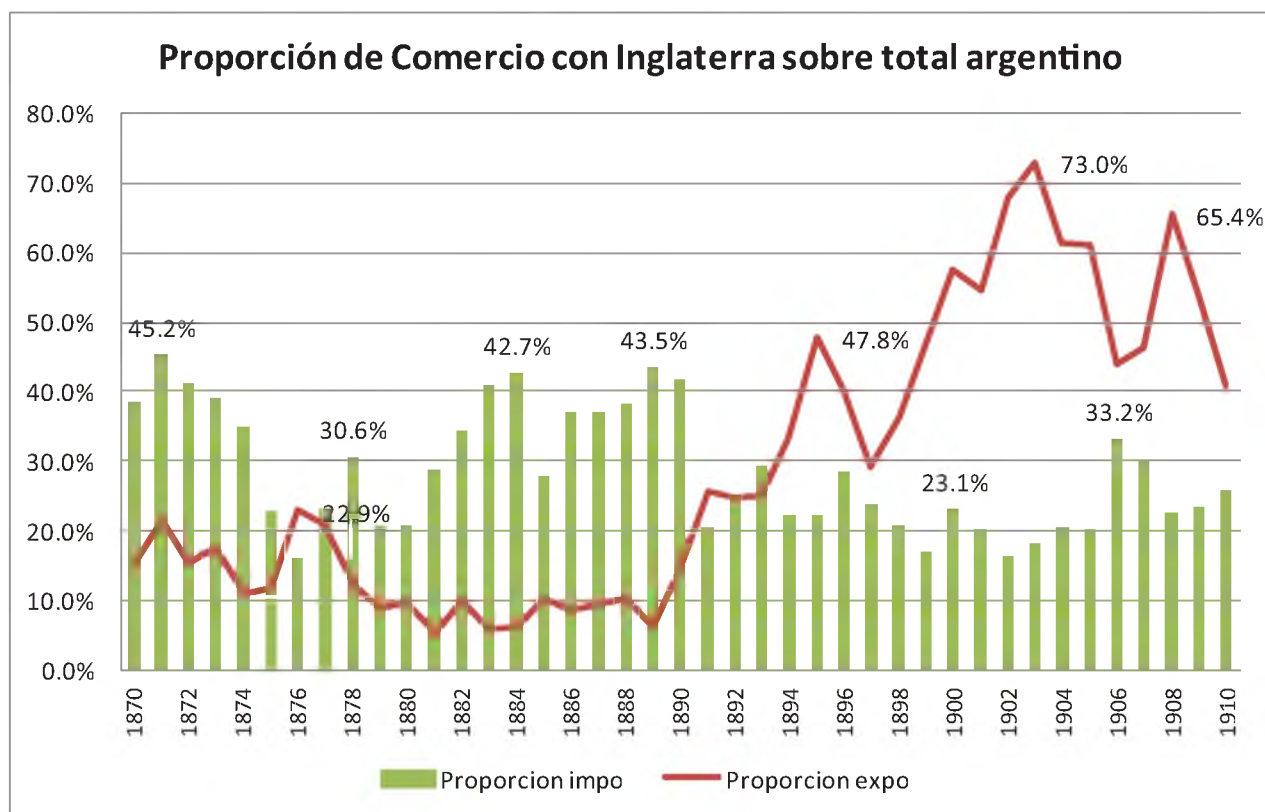
privadas y tres del Estado competían para un público de cuatro millones de personas. Ferns (1979:409)

Alrededor del 65-70% de todo el capital inglés invertido en la Argentina durante los siguientes tres años (1886-1889) estaban destinados en el financiamiento de ferrocarriles en forma directa por empresas o indirecta vía el gobierno. (Ibíd: 408) Todo esto configuró la posibilidad de las reinversiones en la industria frigorífica con carne ovina, aunque con fuerte competencia de Nueva Zelanda y Australia, las que juntas vendían para 1887 dos o tres veces más que Argentina. En efecto, varios saladeros en problemas pudieron reconvertirse⁸.

Para lograr una mayor productividad, el tamaño de las estancias se había reducido en extensión y necesitaba una enorme cantidad de capital extranjero para poder tener una inmensa construcción vinculada al ferrocarril, a la enfardadora de lana, establos, galpones, desgranadora de maíz, trilladora, trituradora, etc. Los sectores productores de carne y hacendados dependían de cédulas pagaderas en moneda papel pero que se vendían en Londres obteniendo cierta cantidad

⁸ Hermanos Sansinena en 1884 y la Sociedad Rural con "La Congeladora Argentina" en 1886, aunque por la inexperiencia administrativa fracasaron de inmediato.

Gráfico 7



Fuente: Ferns (1979:490-1)

menor de libras que la deuda original equivalente tomada en pesos⁹. El problema con las cédulas hipotecarias es que no permiten saber cuánto efectivamente se invirtió en la actividad correspondiente.¹⁰ De todas formas, se conocen los cuatro destinos de la venta de cédulas hipotecarias para financiar actividades, aunque no sus montos respectivos: 1-capital físico para tareas agro ganaderos; 2-consumo de lujo; 3-especulación en tierras; 4- construcción urbana.

Las diferencias del ajuste de largo plazo con el de corto plazo se distinguen cuando se produce un abrupto cambio en el ingreso de divisas, por un aumento de la capacidad de producción de bienes exportables y a su vez un aumento en los importados.

Sin embargo, una situación productiva de largo plazo que podría no tener problemas, como la inversión en

ferrocarriles, obras portuarias, plantas congeladoras y maquinaria agrícola, dado que producirían mercancías que rendirían lo esperado con la exportación a Inglaterra, pueden sin embargo en el corto plazo generar cuellos de botella y crisis como la que se dio en 1890-1. Es en este caso el de un crecimiento del producto más lento que las construcciones realizadas en relación con el uso inmediato típico de sociedades con fronteras en expansión. (Ferns, 1979:442) Es decir que aun funcionando el acelerador de la inversión en Inglaterra, las condiciones financieras en divisas en la Argentina no necesariamente van a cubrir a la parte invertida en la Argentina, tratándose de otro país y no meramente de una provincia de Inglaterra.

2-El patrón oro y la crisis financiera de 1890

“A pesar de la creencia general, el inversor británico recibía ayuda y protección del Gobierno argentino, no del Gobierno británico. Cuando por fin el Gobierno británico se sintió obligado a prestar ayuda a los inversores británicos en la Argentina, no lo hizo enviando una fuerza expedicionaria al Río de la Plata, sino respaldando al Banco de Inglaterra que a su vez respaldó a los bancos privados y por acciones, que a su vez respaldaron a la firma Baring Brothers”.-Ferns (:487)

9 Por ej. Si tomaba una cedula con valor de 100.000 \$ al 8% y se vendían en Londres a 75. Por lo tanto 75.000\$ menos el 10% de la diferencia del cambio en oro, daba 67.500\$ que convertidos a libras daba 13.500 libras. (Ferns, 1979:420)

10 “El secretario comercial de la Legación Británica en Buenos Aires, Arthur Herbert, fija en la cifra de 28.625.745 libras en cédulas emitidas por los bancos hipotecarios de la Argentina hacia 1892” (Parliamentary Papers, 1892, LXXXI) Dicha cifra no tiene relación con la dimensión de las actividades reales de ferrocarriles y carne, dejando sin mucha utilidad al dato como para saber cuánto dinero fue invertido internacionalmente en la Argentina. (Ferns, 1979:422)

En 1881 luego de las reformas iniciadas (Tabla 2) se vuelve formalmente al patrón oro. Sin embargo, después de 1884 la Argentina ya no pudo mantener la convertibilidad de los billetes por oro a la par puesto que en 1885, apareció una prima de oro¹¹, debido a que por el aumento en el volumen de préstamos externos, aumentaron las filtraciones en pagos de intereses (de 12 millones a 28 millones en tres años) y aumentaron a su vez de manera inducida las importaciones.

El fracaso en 1884 para mantener la paridad oro se debió al balance de pagos negativo sumado a una corrida doméstica con el oro disparada por el primero. Según Ford, también puede entenderse que existió una corrida “autónoma” del balance de pagos: en parte los sectores más influyentes no la deseaban y el nuevo gobierno en 1886 no intentó en los años que siguieron reanudar los pagos en metal. Se entiende mejor la situación, si se suman las condiciones institucionales inadecuadas para tener algún tipo de “buffer” que amortiguara las variaciones de flujos financieros, o bien con débiles controles monetarios vis a vis otros países periféricos.

En 1889 la prima de oro se dispara un 94%, en 1887 solo había subido un 35%, y en 1888 un 48%. La situación laboral, informaba el ministro británico, había empeorado mucho y la inmigración, que solo fue principalmente irlandesa, se frenó¹². Con esta situación, el aumento de las importaciones que siguió creciendo hasta 1889, consumió las divisas e impulsó la devaluación de la moneda.

La prosperidad surgida en los ‘80, que promovía las inversiones en el país estaba vinculada a la producción, donde la de cereales crecía en cosechas físicas como las ganancias de las empresas ferroviarias. El auge de las inversiones se inducía y aceleraba, donde como afirma Ford, (1956) “muchos europeos se sintieron deslumbrados por las perspectivas de esta ‘segunda América’, hasta que a fines de 1888, los prestamistas comenzaron a dar oídos a consejos más prudentes;” préstamos que permitían la instalación de aguas corrientes en Buenos Aires, y que finalmente fue un fracaso, dejó a la Baring con el peso de la posesión de títulos que se desvalorizaban y que nadie quería. Fundamentalmente, quedaban advertidos antes los inversores que los bancos, por lo que fueron vendidos con grandes pérdidas.

La mayor parte de la deuda estaba formada por empréstitos públicos, de ferrocarriles e hipotecas sobre

tierras¹³. Mientras que los servicios de la deuda crecían, llegando en 1890 a un monto total de 60 millones (casi la mitad eran de origen público) aunque por el incumplimiento del pago de la deuda de Argentina, se reducirán en 1891. (Gráfico 8)

Un punto importante de estas deudas para el país, era lo elevado de los servicios de la deuda que en épocas de recesión quedaban como fuertes cargas fijas sobre un ingreso que disminuía.

En el Gráfico 9 se observa que existió un marcado auge de flujos de capitales hacia fines de la década del ‘80 con una combinación de fracaso de préstamos extranjeros y devaluación. (Prima del oro). Por un lado, es fácil caer en la tentación convencional de decir que dichas variaciones de la prima de oro, afectaron las exportaciones dada la producción, sin embargo debido a la naturaleza de los productos como a las de la relación comercial con Inglaterra, las mismas parecen ser pequeñas (los efectos-ingreso de Inglaterra son los dominantes y no los efectos-precio).

Pero como se aprecia, hasta el año 1900 se tuvo una prima de oro que cae (apreciación) con exportaciones que crecen, por lo que el efecto sustitución del marginalismo no se aplica ya en el caso argentino desde el siglo pasado. De los dos gráficos anteriores se puede observar que el pico máximo de los préstamos se alcanzó en 1888 y un año después el pico de importaciones, en 1891 se alcanza el máximo de longitud en vías férreas y en 1893 aumentó el volumen y exportación de cereales. Las importaciones estaban domésticamente inducidas y financiadas por préstamos de los Bancos Nacionales Garantizados de 1887.

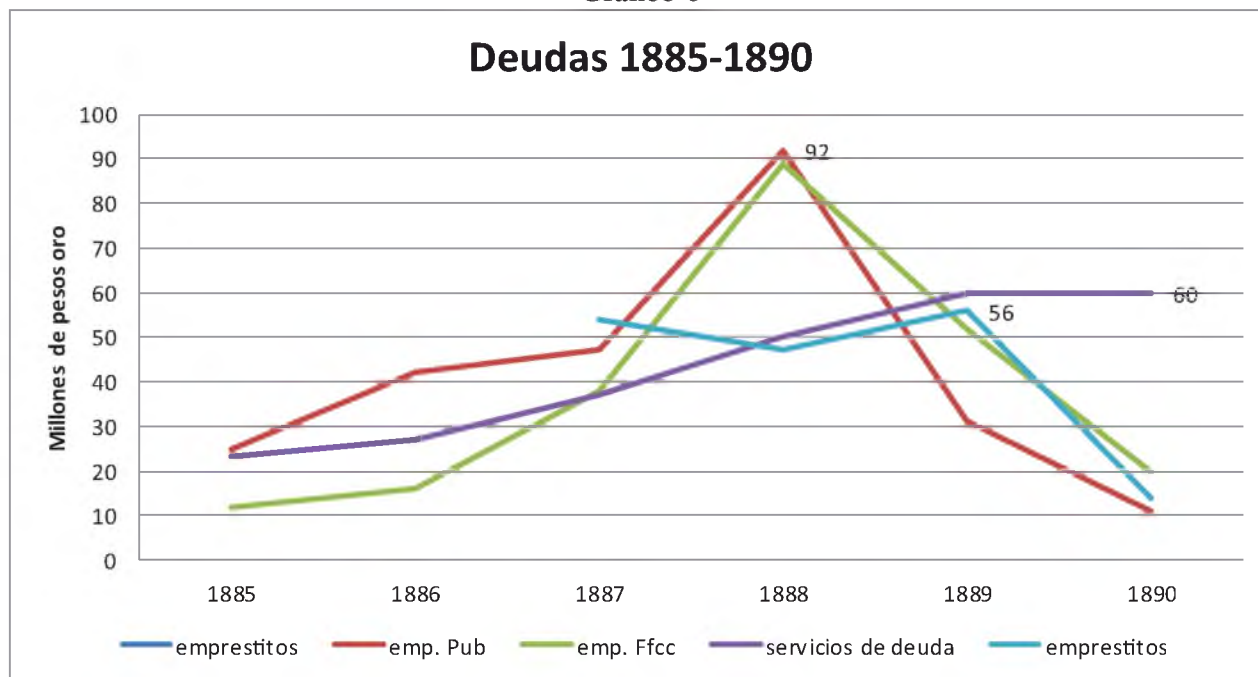
Sin embargo, el valor de las exportaciones no se alteró demasiado por la lenta realización de los planes inversores, problemas con el clima o precios mundiales. De hecho hacia 1890 las importaciones que se expandían, alcanzando el 60% del volumen de las exportaciones. Ford (1956:132) Según parece los movimientos de precios en 1890-1 equivalen más o menos al incumplimiento de servicio de deuda, (28 millones en 1891), pero sin embargo, como ya se ha dicho, la inelasticidad-precio de las exportaciones implicaba no suponer cambios de cantidades importantes ante las variaciones de precios. Hay que recordar y tomar en consideración que un aumento de los ingresos en moneda extranjera por efecto ingreso, bien podía incrementar importaciones y retirar divisas para el pago de los intereses de ese año.

11 Que variaban concomitantes con el tipo de cambio.

12 Solo 9536 de los 22749 inmigrantes que llegaron en noviembre de 1888 pudieron conseguir trabajo. *ibídem*, 446

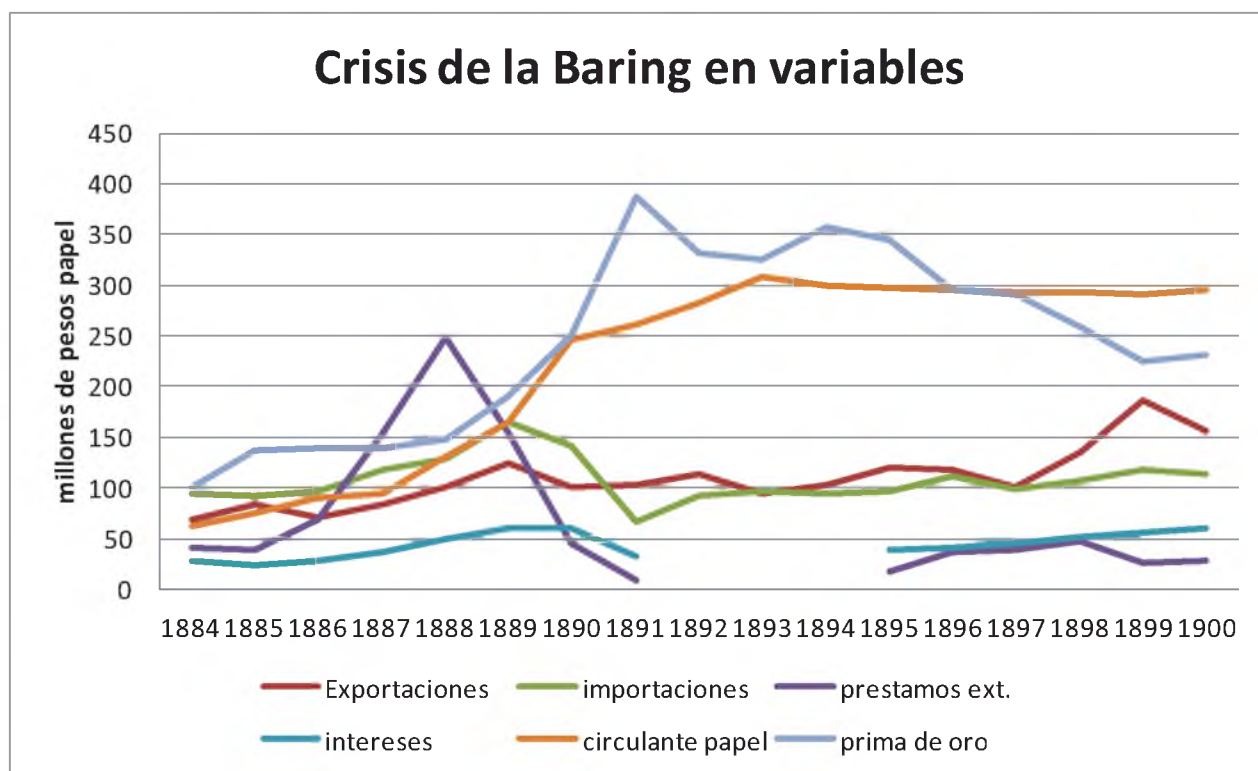
13 Estas últimas pagadas en papel moneda que se podía depreciar, eran deudas propias de terratenientes, mientras que las deudas en oro eran del resto de la comunidad. Ford, (1956)

Gráfico 8



Fuente: Williams (1920:93)

Gráfico 9



Fuente: Ford (1966:235)

Por otro lado, alentado por una política de préstamos domésticos del gobierno de Juárez Celman en 1886 reconducida por los bancos públicos, más la valorización de las tierras, indujo un crecimiento de importaciones mayor aun¹⁴ que el de las exportaciones. Todo el esquema se sustentaba en el incremento de préstamos externos que eran impulsados por el aumento de precios de los productos primarios exportados.

Por otra parte, es notable también que este movimiento fuera acompañado por la afluencia de inmigración laboral. “El inmigrante que abandonaba Italia, España, Grecia, Irlanda o Alemania por su propia voluntad no contaba sino con la ventaja de un pequeño subsidio de viaje que otorgaba el gobierno argentino. Al llegar, los más de los inmigrantes se hacían obreros asalariados, algunos de modo permanente;... salvo una pequeña minoría que disponía de algún capital, el desempeñarse como obreros asalariados era una fase esencial para entrar en la industria agrícola...” Ferns (1979:443). Los efectos redistributivos de los cambios en la prima de oro son más evidentes, dado que todo aquel que percibía ingresos fijos en papel, vería reducidos sus ingresos.

Del total de préstamos extranjeros entre 1885 y 1890 el 35% eran públicos, un 32% eran para ferrocarriles y las cédulas hipotecarias un 24%. Este incremento (Gráfico 8) también aumentó la carga del servicio de la deuda a un 60% de lo que se exportaba elevando drásticamente la fragilidad financiera¹⁵ del país.

En total las inversiones británicas¹⁶ entre 1886-90 fueron alrededor de 100 a 110 millones de libras y sus ventas a la Argentina alcanzaban los 40 millones de libras. El porcentaje de importaciones inglesas creció considerablemente: del 27.6% en 1880, a 35% en 1886 a 40% en 1890. Ferns (1979:427)

Desde 1889 se comenzó a dificultar el pago de servicio de la deuda y se generó una gran suba de la prima de oro hacia mediados de ese año, de tal suerte que las acciones argentinas no serían vendibles en Londres, sin grandes pérdidas. Con los servicios de deuda en oro sumado a las importaciones que siguieron sin caer, y una exportación neta de oro de 36 millones de pe-

sos oro, hacia fines de ese año explotó la especulación inmobiliaria y Londres perdió todo interés en títulos argentinos. Por el agotamiento de los empréstitos el gobierno también se vio perjudicado puesto que debió obligadamente comprar oro y libras en el mercado abierto para sus remesas del exterior, elevando aún más la prima de oro. Las exportaciones finalmente no podían hacerse cargo de la enorme carga de del pago de los servicios de la deuda.

Finalmente, el gobierno en 1890 se encontró ante la imposibilidad de conseguir nuevos préstamos (intentó conseguir 42 millones y solo logró 11 millones). Williams (1920:39) En 1890 el Banco Nacional manifiesta a la banca Baring la imposibilidad de proseguir con el pago del servicio de la deuda adquirida y Londres se tambalea, debiendo recurrir a fondos extra desde Francia y hasta con la colaboración coyuntural de su principal competidor Rostchild¹⁷. Cabe señalar que no hubo en la Argentina, como en otros países, esquemas institucionales para el caso de faltantes de oro como Australia y Nueva Zelanda, donde los bancos extranjeros suministraban facilidades internas y donde los bancos ingleses tenían reservas en libras. (Ford, 1966:226)

A medida que avanzaba el auge, una parte creciente de intereses quitaba el espacio a la financiación de importaciones, que se sumaba a una caída de los préstamos externos. Ante esa situación el gobierno argentino de Pellegrini en 1891 declara la suspensión del pago del servicio de la deuda pública y acuerda una moratoria hasta 1897. Ante el clima de huelgas, una alternativa depresiva con la continuación de los pagos, “era políticamente imposible”. (Ibídem, 238)

Cabe notar que normalmente la política doméstica de aquel tiempo rehusó la salida ortodoxa recomendada según la cual debía mantenerse la convertibilidad con el patrón oro, lo que hubiera implicado una deflación para reducir la absorción interna y las importaciones. Tal opción pudiera haber sido un límite importante para el desarrollo y el crecimiento futuro del país.

14 Los valores de importaciones son tomados de volúmenes de la aduana, los que consideran el precio de compra externos más costos de embarque. Si bien los niveles pueden estar mal, las variaciones son similares que los datos de exportaciones hacia la Argentina desde Inglaterra. Ford, (1966:323-4)

15 Casi la mitad pagada por el Estado en oro o esterlinas a tasa fija. (Ibídem, 237)

16 En 1889 la Baring Brothers vendió unas 500.000 libras de bonos de primera hipoteca a un interés del 7% para aumentar la producción y el empleo en un lapso de 15 años.

17 La posición de este banco era la de ganar tiempo para que la Baring pudiese drenar de títulos argentinos en el mercado de valores entre sectores públicos más extensos. En efecto, proponía conceder un préstamo a la argentina de 12 a 15 millones de libras para hacer bajar el precio del oro y ayudar a los ferrocarriles que habían mermado sus ganancias por el precio del oro. Los alemanes y franceses eran un poco más duros.

3-El patrón oro en la relación económica de Argentina e Inglaterra y los mecanismos de ajuste

“A la luz de la documentación accesible en el presente, parece que la expansión de las exportaciones británicas a la Argentina durante la década de 1880 fue el resultado de una combinación de cuatro factores principales: capacidad para competir en los precios y/o capacidad de suministrar artículos que se adaptaban en su aspecto técnico a las necesidades existentes; capacidad de otorgar créditos a corto plazo y de invertir en cantidad suficiente a largo plazo; capacidad para organizar nuevas empresas y dirigir eficazmente las existentes; capacidad para evitar conflictos políticos con la Argentina y mantener una actitud imparcial respecto de las fuerzas políticas internas del país”. Ferns (1979:430)

El patrón oro funcionó para nuestro país como un régimen monetario que sometía a la Argentina a todas las fluctuaciones de la economía mundial por lo que no es sorprendente al revisar el siglo XIX, que los ciclos de prosperidad y depresión económica se vinculen claramente con el ciclo de la economía británica.

Dentro del modelo del patrón oro¹⁸, un drenaje de oro se corregía con la suba de las tasas de interés (vía la elevación de la tasa de descuento del banco de Inglaterra), las que atraían las inversiones de corto plazo del exterior, bajaban los precios equilibrando el balance comercial limitando importaciones. En suma, el automatismo de la autorregulación del circulante donde su exceso baja las tasas de interés con precios aumentando y v.v. es pasible de recibir múltiples observaciones críticas. Entre ellas, que los efectos ingreso son desestimados fundamentalmente en el comportamiento de las variables inducidas como las importaciones, o bien el supuesto marginalista de que la tasa de interés va a tener efectos reales en la tasa de actividad doméstica, o bien las elasticidades-precio del comercio que eran insuficientes para dicho efecto sustitutivo. Todo esto llevaba a que se esperaran ciertos comportamientos automáticos por parte del resto de países que se daban de bruces contra la realidad. Entre ellos que la existencia de más (menos) oro en las arcas del banco central, llevaría a políticas de dinero “barato” (“caro”) y que,

esto cambiaría toda la estructura de precios del país afectado y el nivel de ingresos monetario. Posteriores contribuciones (Informe Macmillan, 1931) y a la luz de la crítica Keynesiana, se puede mostrar que son los efectos ingreso los que dominan a las economías evidenciando una verdadera separación de precios y cantidades.

Mecanismos de ajuste de la economía argentina

Está claro que en este patrón libra-oro, esta economía adquiere su nivel de ingresos domésticos mayormente mediante los movimientos de entradas de divisas (comerciales y préstamos) y los movimientos de los flujos internacionales dependían fuertemente de dos puntos: el interés de Inglaterra en producir algún insumo necesario y el manejo sustentable de su principal negocio mundial que era el financiero mundial¹⁹. Las fuentes de ingresos de divisas como inversiones externas y préstamos financieros y las filtraciones de las mismas en el pago de intereses de la deuda externa y las importaciones conforman el balance de pagos que de tanto en tanto en cualquier país con moneda doméstica lleva a crecimientos por encima del calce con las divisas, y que devienen en ajustes y crisis externas como la ocurrida en 1890.

Para una economía donde las exportaciones aparecen como el mayor componente autónomo, las inversiones también son influidas por la actividad de demanda doméstica del Estado en la Argentina, y por lo tanto colabora a la creación de una nueva capacidad productiva en nuestro país.²⁰ Sin embargo la moneda en que esta contabilizada en los datos ofrece una dificultad importante a la hora de ponderar porcentualmente su valor cambiario relativo a la libra y al peso-oro y por lo tanto obtener alguna econometría razonable en el modelo.

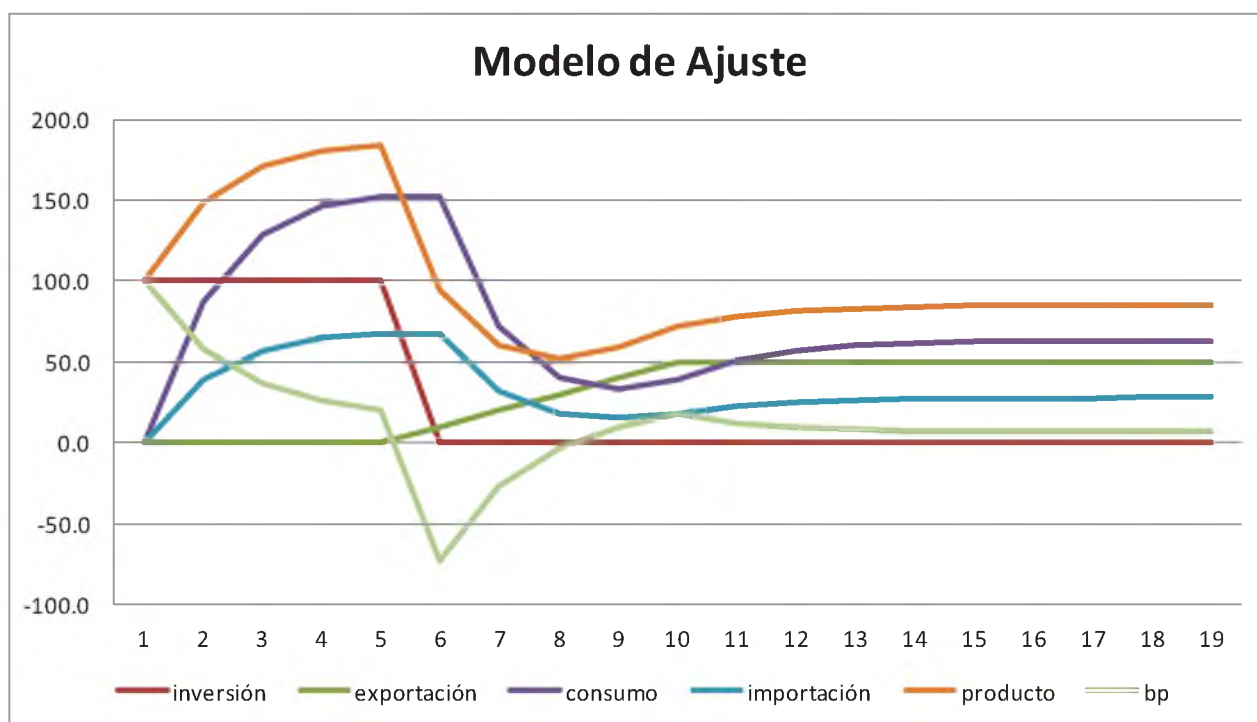
18 *The Interim Report of the Committee on Currency and the Foreign Exchanges*, o *Informe Cunliffe*, fue desarrollada por la Comisión Cunliffe antes de terminada la guerra, para ocuparse del restablecimiento del patrón oro en Inglaterra. Para ello desarrollan un modelo que identificaba problemas en el exceso de crédito y de circulante en relación con las divisas. Por lo que se verá la visión teórica de este informe era inadecuado.

19 De 1819-1914 Inglaterra tuvo cuenta corriente positiva, luego de 1914-1930 dependió mayormente de la cuenta de capital. (Serrano & Medeiros, 1999:120-1)

20 Ford en el capítulo 7 coloca una visión que da lugar a formulaciones de ahorro ex ante y ex post, que poco hacen para clarificar la causalidad de demanda aún desde una visión keynesiana. (ibídem:190-1) Aunque en el resto de supuestos sobre elasticidades-precio del comercio son correctas puesto que las reconoce como inelásticas. (ibídem:205)

21 A las que considera independiente de los ingresos domésticos. (da poca importancia al mecanismo donde las exportaciones suben el ingreso y por ende el consumo que limitaría a las primeras). Ford separa estos dos tipos de economías para analizar un modelo de ajuste del balance de pagos.

Gráfico 10



Fuente: Ford (1966:194)

Las variables inducidas como el consumo y las importaciones dependían de las variables autónomas citadas también, sin embargo no está claro que la existencia de mayores aranceles redujera las importaciones, puesto que los efectos ingreso predominan sobre los de sustitución Ford(1966:188); los bienes de consumo serán finalmente más caros afectando el crecimiento de los salarios acarreando un cambio en el nivel del producto y que sería en principio posible de expresar con un multiplicador del ingreso²². (Tabla 3)

Las importaciones que si bien se consideran endógenas al ingreso es difícil establecer ese vínculo claramente en los datos, debido a que un aumento de préstamos de exterior podía aumentar las importaciones aun con el ingreso mantenido constante Ford(1966:213). De tal forma que se las divide en importaciones para el consumo y para la inversión. Las primeras más flexibles a variaciones del ingreso que las segundas, que en caso de la Argentina podría ser aceleradas solo por los negocios en bienes raíces.²³

El modelo de Ford

En el gráfico 10 se observan las variables del modelo que formula Ford, para explicar el proceso de interacción simplificado de los '90 del siglo XIX, donde los movimientos no lineales están expresados por el retraso que es supuesto entre la inversión y las exportaciones. Se destaca entre el período 5 y 6 un vuelco negativo del balance de pagos por el cese de la inversión externa, antes que las exportaciones puedan compensar la entrada de divisas y que las importaciones reaccionen a la caída del ingreso. Su modelo de ajuste de corto plazo toma en consideración que las devaluaciones del tipo de cambio debido a mermas de ingreso de moneda extranjera son contractivas a través de variaciones en la distribución del ingreso y por medio de procesos inflacionarios. Destacándose que los efectos sustitutivos de la prima de oro son pequeños sobre las exportaciones.²⁴ (Ibídem: 240-1)

En la Argentina las tasas de interés tenían en el corto plazo poco efecto, en tanto que el tipo de cambio en un momento de crisis haría del riesgo posible un riesgo efectivo. A largo plazo el diferencial de tasas regulaba el flujo de préstamos para financiar inversiones en la Argentina.

22 En tanto que las inversiones no están aceleradas por una demanda doméstica en los inicios de una economía no industrializada aun, es que no sería aplicable aun el modelo del supermultiplicador de Serrano, (1995).

23 Otros caso como el aumento de exportaciones aumentó las inversiones externas en el frigorífico y expansión ferroviaria, después de 1900, debido a la guerra de los Boers y la caída del excedente exportable en EEUU.

24 Entre 1894 y 1900 la prima de oro decreció y el volumen de exportación creció.

Del multiplicador al supermultiplicador

Si al modelo de Ford se incorpora a la inversión como inducida, puede darse cuenta de uno de los hechos estilizados del capitalismo y que explican el enorme crecimiento de la Argentina en las últimas décadas del siglo XIX. En efecto, la combinación de multiplicador y acelerador que nos remite a Harrod, ya actuaba antes de su publicación en el siglo XX, o supermultiplicador con distribución exógena. Ver Serrano (1995). En efecto, las inversiones inglesas en infraestructura y ferrocarriles, estaban acicateados por dos motores autónomos: las exportaciones crecientes hacia Inglaterra y la demanda autónoma pública argentina. Entonces el modelo del supermultiplicador cobra una mayor relevancia al dar cuenta de un hecho estilizado observado en las economías no planificadas como es el considerar a las inversiones privadas como totalmente inducidas por la demanda autónoma total. Dichas exportaciones podían y pudieron crecer al incorporar enormes cantidades de poblados y ciudades unidas por el ferrocarril, con la expectativa de obtener grandes retornos a partir de dicha fase de crecimiento exportador primario hacia Inglaterra.

Sin embargo, una aproximación econométrica se choca con la mala calidad y falta de concordancia en la evolución de los datos en esta época²⁵. Aun así los resultados de una regresión sencilla para el periodo 1870-1915 muestran un resultado de correlación positiva entre el gasto público de la administración (0.14), y el de las exportaciones (0.26) para explicar el creciente proceso inversor inglés en el país para fines del siglo XIX. Para el modelo del supermultiplicador, está faltando en el numerador el dato muy importante del consumo autónomo (créditos al consumo y consumo suntuario). En una futura investigación se tendría que trabajar sobre proxies de datos de consumo autónomo, que nos fue imposible de obtener con nuestras fuentes. Ver tabla 6

Es claro que las variables autónomas sumadas son significativas para la explicación del producto también obteniéndose un coeficiente que representa una elasticidad del 29%, lo que indica que para realizar una regresión apropiada para el modelo del supermultiplicador la ausencia de datos seriales de salarios limita la posibilidad de tener el consumo no salarial como dato autónomo del consumo privado.

Otro tanto sucede con el acelerador de la inversión para el mismo período y fuente en tabla 7 donde el coeficiente de gastos autónomos (públicos y exportaciones sumadas) es 0.89 explicando a la relación de inversiones sobre producto.

Por lo que puede establecerse a priori que el gasto público y no solo las exportaciones intervienen en la formación del multiplicador del ingreso como también del acelerador de la inversión, abonando la hipótesis de la mayor importancia de la intervención pública que la usualmente asignada por la literatura.

La relación comercial de largo plazo

Más allá de la crisis de la Baring a fines de los '80, se observa que la inversión extranjera a largo plazo puede seguirse más fielmente con la evolución de los kilómetros terminados de ferrocarril y con las exportaciones de los productos necesarios para Inglaterra ante la falta de mejores datos. (Gráfico 12) Las principales influencias para el volumen de producción de cereales y de la exportación residían en los ferrocarriles y su evolución, y las fluctuaciones de las cosechas (plagas y clima). Se ve claramente como las importaciones de bienes de consumo se recuperan hasta el año 1900, auspiciados por los mayores ingresos de exportables y después de 1895 con un restablecimiento de los préstamos. (Gráfico 11)

25 Por ejemplo los datos de sector público y consumo público: "Partiendo desde 1900 se extendió la serie mediante las variaciones del PBI del gobierno publicado por Cortés Conde (1994), llegando así hasta 1882. Para años anteriores a 1882 se utilizó la variación del gasto de la Administración Pública Nacional que se publica en el capítulo Sector Público pero ajustado por inflación consumidor. De todos modos, por falta de información hay huecos en los datos de este período." Ferreres (2010:285)

Tabla 6²⁶Producto explicado por Exportaciones y Gasto público

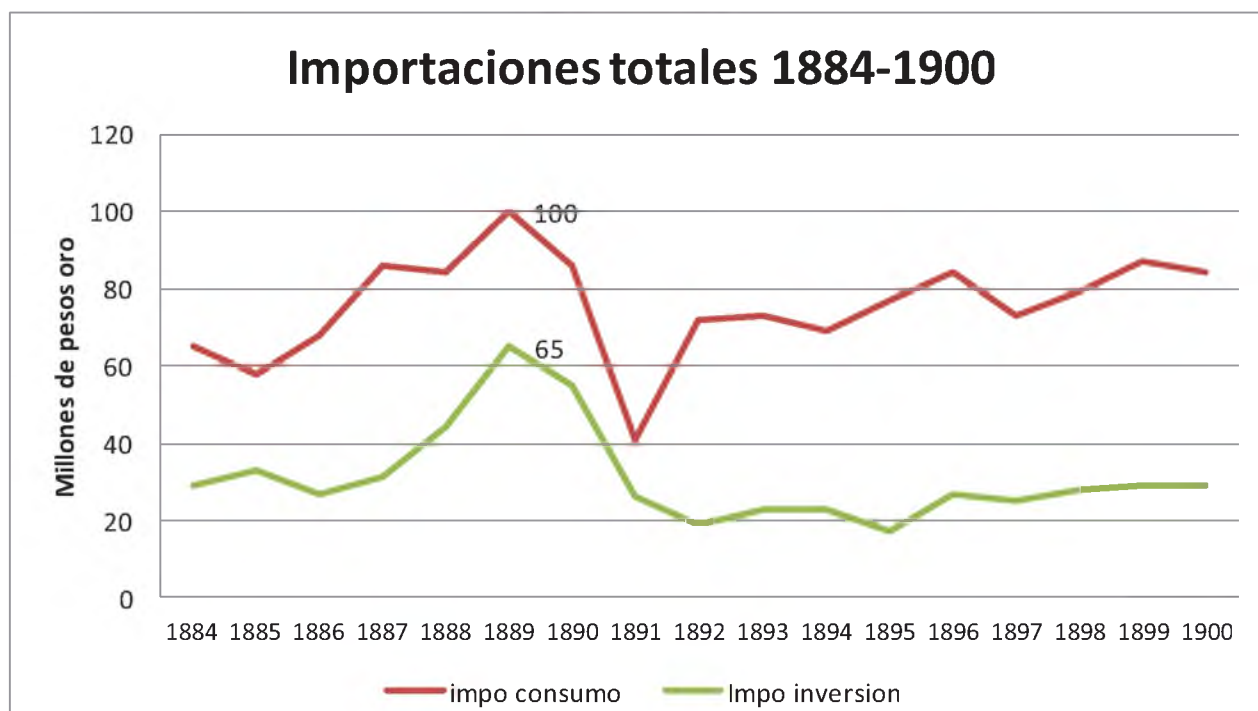
Variable dependiente Producto Method: ARDL Muestra ajustada: 1870 1915 Observaciones: 45 luego de ajustes				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LP(-1)	0.549139	0.102968	5.333.115	0.0000
LX	0.261256	0.064902	4.025.424	0.0002
LG	0.141518	0.046639	3.034.328	0.0042
C	1.335.334	0.800408	1.668.317	0.1031
@TREND	0.002589	0.006395	0.404768	0.6878
R-squared	0.993479	Mean dependent var		9.073.542
Adjusted R-squared	0.992827	S.D. dependent var		0.749660
S.E. of regression	0.063491	Akaike info criterion		-2.571.408
Sum squared resid	0.161243	Schwarz criterion		-2.370.668
Log likelihood	6.285.668	Hannan-Quinn criter.		-2.496.574
F-statistic	1.523.562	Durbin-Watson stat		1.797.396
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabla 7 Acelerador de la Inversión

Variable dependiente I/Y Method: ARDL Muestra ajustada: 1870 1915 Observaciones: 45 luego de ajustes				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
I/Y(-1)	0.595817	0.117139	5.086.414	0.0000
G+X	0.891332	0.305963	2.913.200	0.0058
C	-5.966.997	1.913.084	-3.119.046	0.0033
@TREND	-0.053392	0.017541	-3.043.758	0.0041
R-squared	0.523336	Mean dependent var		-1.364.733
Adjusted R-squared	0.488458	S.D. dependent var		0.385316
S.E. of regression	0.275586	Akaike info criterion		0.344855
Sum squared resid	3.113.859	Schwarz criterion		0.505447
Log likelihood	-3.759.241	Hannan-Quinn criter.		0.404722
F-statistic	1.500.480	Durbin-Watson stat		1.945.932
Prob(F-statistic)	0.000001			

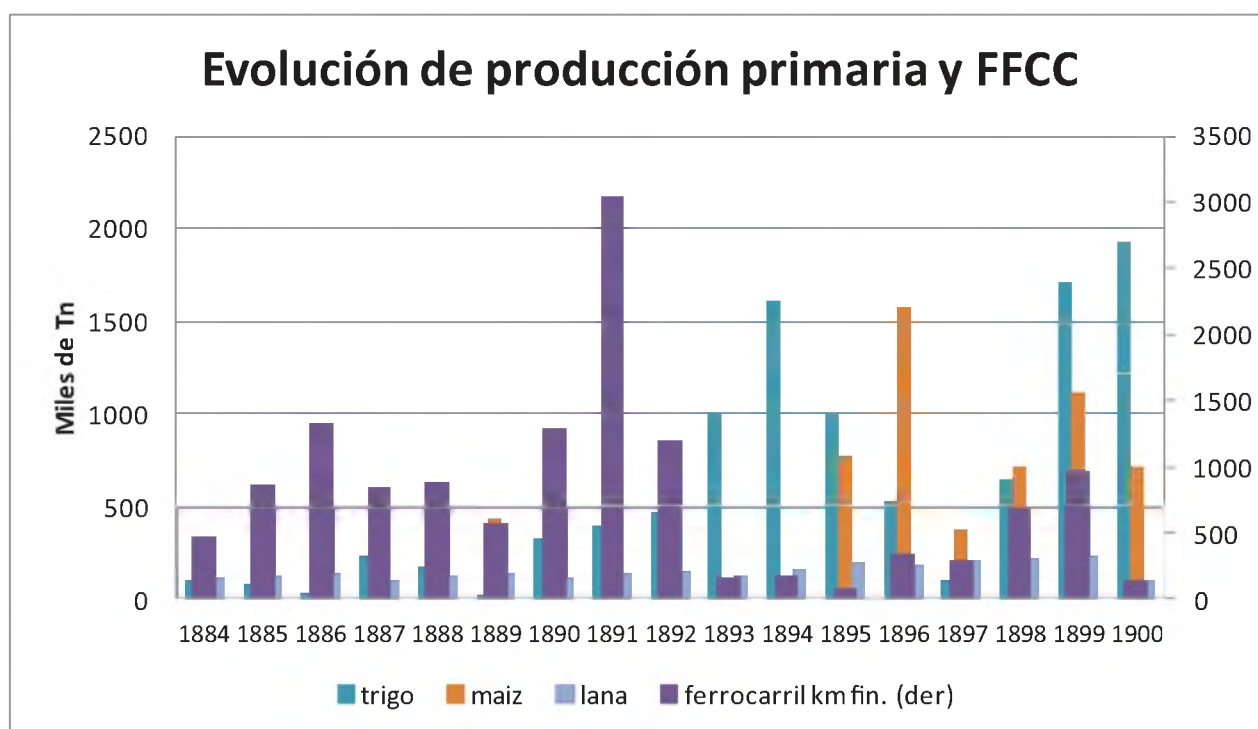
26 Las variables tomadas en logaritmos. Si la serie se extiende hasta 1930, la velocidad de adecuación de los datos de corto plazo a los de largo plazo dentro de estas variables que cointegran de grado 1 es de 0.5.

Gráfico 11



Fuente Ford (1966:240)

Gráfico 12

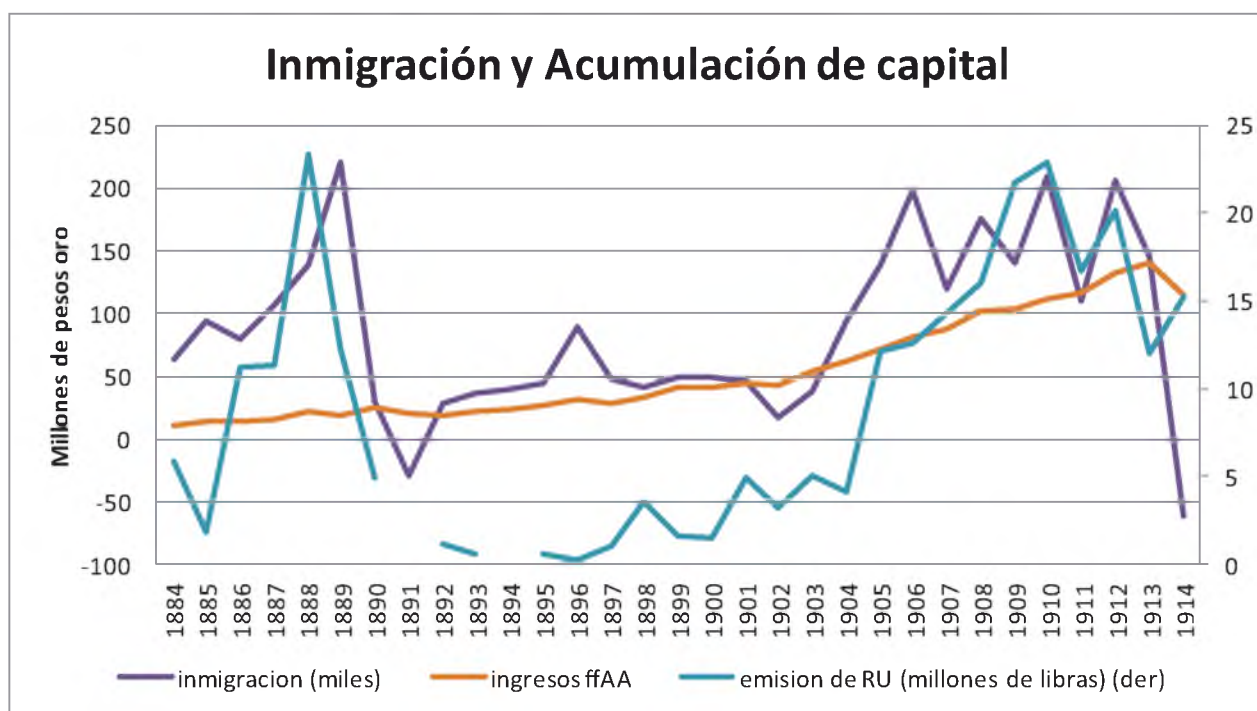


Fuente Ford (1966:240)

Otra vez, independientemente de las tendencias de precios mundiales que fueron decrecientes hasta 1896, la expansión del ferrocarril y la inmigración implicaron un multiplicador para la apertura de nuevas zonas de cultivos. El trigo por ejemplo solo fue afectado

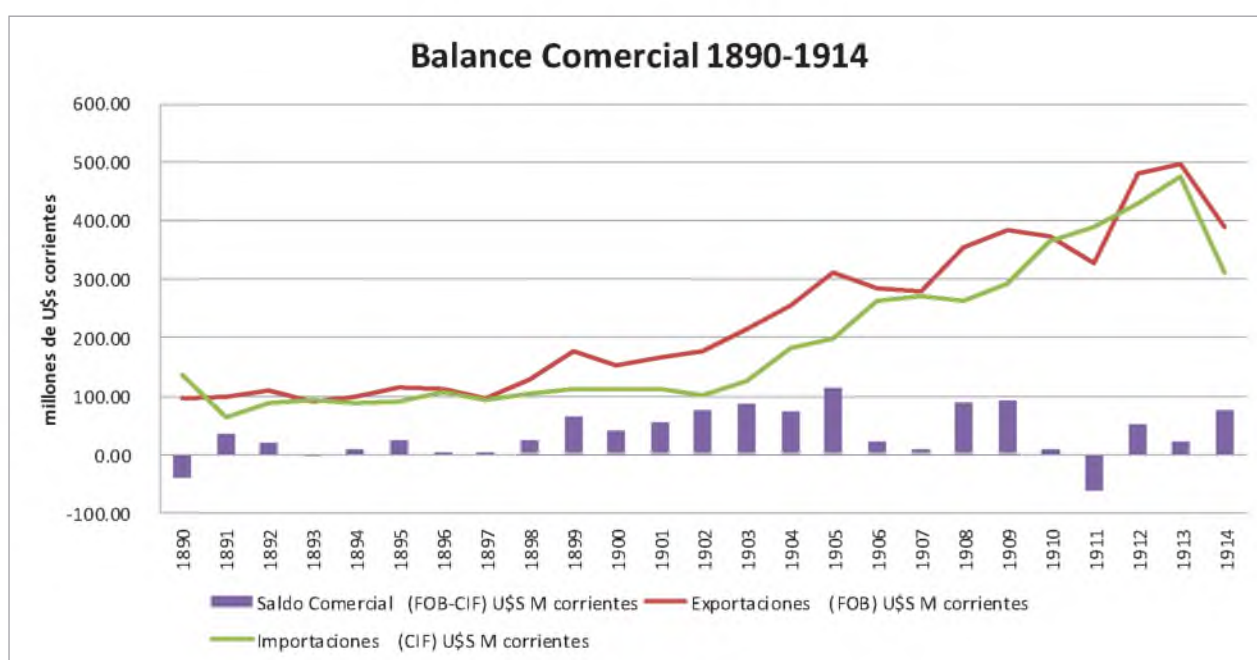
hacia 1897 por la sequía y la langosta, pero no por precios mundiales a la baja que le precedieron. (Gráfico 12)

Gráfico 13



Fuente Ford (1966:325)

Gráfico 14



Fuente: Ferreres (2010)

La lana, por su parte, no estaba tan influida por la extensión del ferrocarril, dado que los mayores productores la acumulaban esperando mejores precios. Ya que siguió expandiéndose la exportación de lana aun después de su caída de precios en 1891.

De tal forma que los determinantes a largo plazo eran dados por la extensión del ferrocarril y el aumento de

la población. La prima de oro tenía poca influencia sobre los planes de producción como ya se dijo, al no actuar sobre el comercio en el corto plazo. De 1892 a 1900 se produce una relación que puede expresarse como valores de importación dependientes de los ingresos que a su vez dependen de las exportaciones. Y como se dijo estas últimas tienen poco que ver con efectos sustitución con la prima de oro, sino con el

propio crecimiento inglés. Para 1913 la mayor parte del capital invertido en la industria (54,8 %) era extractiva, y de alimentación; a casi la mitad del porcentaje eran de las empresas destinadas al servicio público (23,4 %) mientras que solo el 13,6 % de las industrias eran manufactureras. (Cortes Conde, 1963:167)

Entre 1892 y 1900 los precios al alza de los productos de exportación son los que permitieron el principal ingreso de divisas y que financiaron el crecimiento de las importaciones luego de 1891. No obstante el fracaso de los préstamos extranjeros el efecto ingreso de las exportaciones implicaba la suba inducida de importaciones. Otra vez, los efectos sustitución de una menor prima de oro, fue bastante menor como ya se dijo.

La Crisis de 1913-4

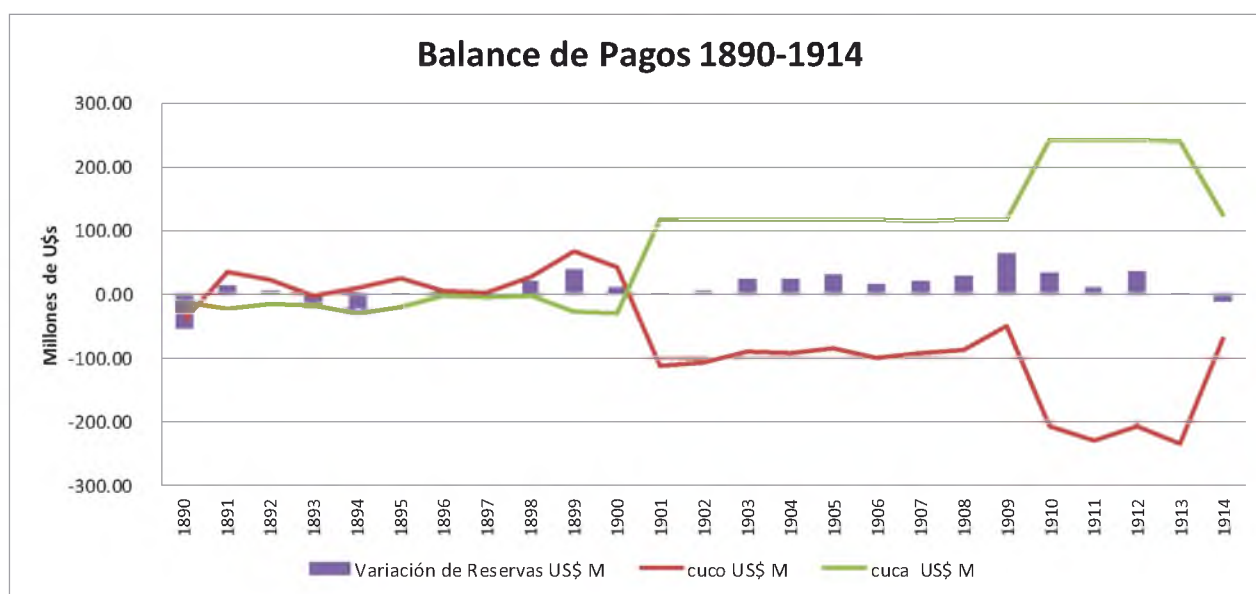
En 1900 la Argentina retorna formalmente al sistema patrón oro hasta 1914 fundamentalmente para frenar el cambio que se daba en la distribución del ingreso que perjudicaba a intereses terratenientes y exportadores. Pero ¿cómo puede ser que el esquema haya funcionado hasta 1914 mientras que en 1884 se caía la convertibilidad? Algunas diferencias importantes se basan en que en 1884 la salida de capitales fue aguda en forma de pagos al extranjero; el crecimiento de las entradas de divisas fueron constantes, pari passu al aumento de los valores de exportación e inversión extranjera.

En dicho lapso el crecimiento de la producción y la población fue muy importante. Así también como lo vimos más arriba en la extensión del ferrocarril, y el comercio exterior. En tanto la Argentina no era productora de oro, se dependía de los movimientos internacionales de dicho metal, y las fluctuaciones hacían problemático el continuar con la convertibilidad.

Las importaciones de bienes de inversión crecieron más rápidamente entre 1902 y 1907 debido a que además del crecimiento del valor de exportaciones se suman los préstamos extranjeros y la inversión directa. Posteriormente ante la merma de dichos préstamos y hasta 1913 el crecimiento fue más lento. Los precios de los exportables en tanto variables dadas para el país permitían un mayor crecimiento de la producción con mayor importancia en las subas de los precios de los cereales que de los pecuarios.

El ajuste de corto plazo del balance de pagos implicaba que junto a la variación de los ingresos de divisas, se modificaba tanto los ingresos domésticos como la posición de la balanza de pagos. Se agrega a esto de manera independiente, que los precios de los productos exportables influían solo sobre algunos precios de la tierra e hipotecarios debido a que en el corto plazo la elasticidad de sustitución era muy baja. Por lo que la entrada de divisas vía exportaciones implicaba una correlación con importaciones mayores aun. Y entre las importaciones, son las de consumo eran las que se vinculaban con este flujo de divisas de exportación.

Gráfico 15



Fuente: Ferreres (2010)

Las importaciones destinadas a bienes de inversión, se correlacionaban con los préstamos extranjeros.

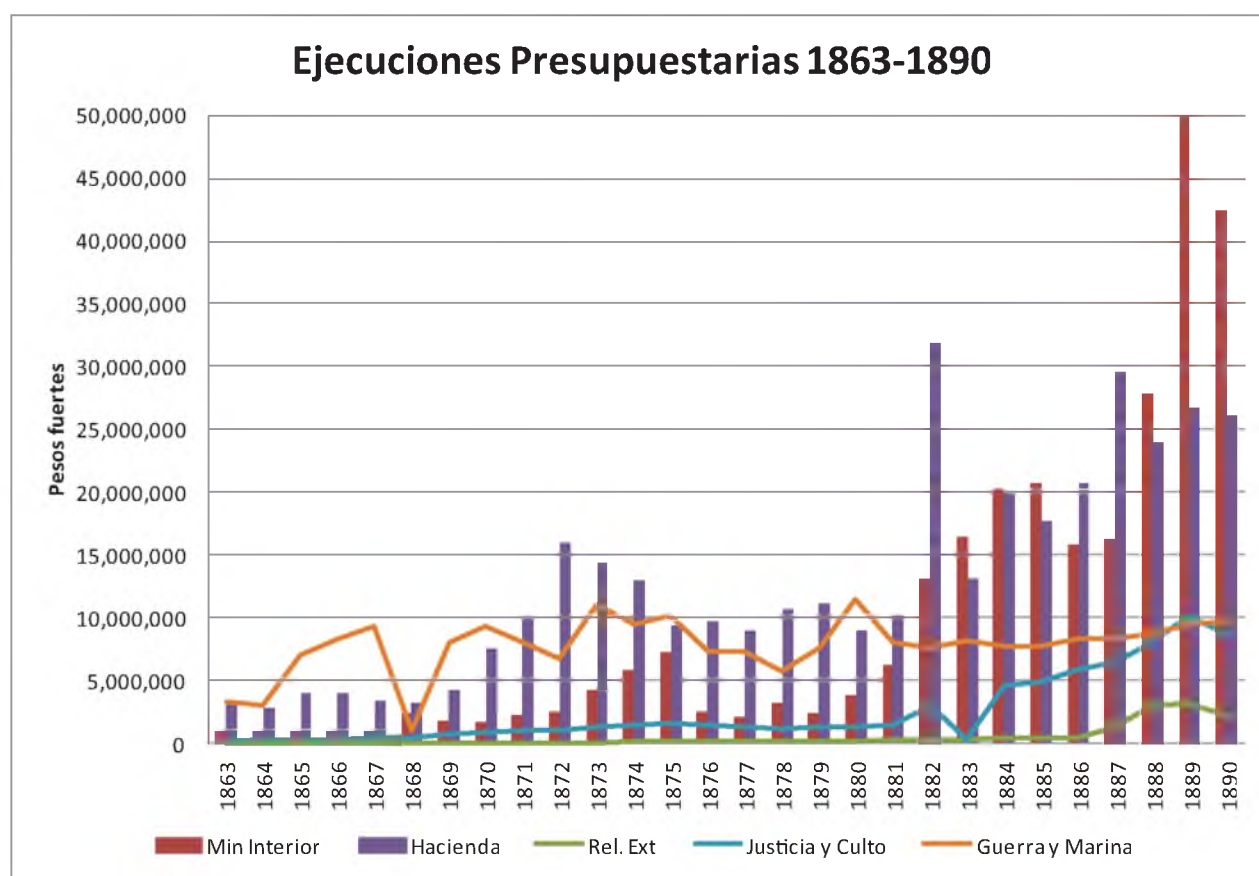
Por lo tanto, otra vez las cuentas externas muestran el por qué en 1913, la dependencia de los pagos del servicio de la deuda y los préstamos voluntarios del extranjero son fundamentales para explicar el déficit en cuenta corriente y con ello la situación de depresión en dicho año. Por causa de un aumento de las importaciones se produjo en la segunda mitad del año trece un déficit comercial que al modificar la tasa de cambio, generó una exportación de oro a lo que se sumó una caída de los préstamos extranjeros. Ello derivó en una caída de la utilización de los fondos tanto en forma directa, como el retardo en nuevos proyectos de construcción, como indirectos favoreciendo la salida de oro y en régimen de convertibilidad en una obvia escasez monetaria y el fin de la especulación hipotecaria y de valorización de tierras. Obviamente que detrás de estos movimientos depresivos en la Argentina se encontraba la suba de la tasa bancaria en Londres desde 1912 y posteriormente el retraimiento de fondos europeos por la guerra en los Balcanes.

4-Dirección del Estado en el crecimiento Agroexportador

También en este último rubro los datos son parciales y no cuentan con una homogeneidad en moneda dura internacional. Ferreres (2010) *ibídem*.

Basándonos en Oslak (2004) en general la estructura de tributación se vinculó fuertemente con las restricciones financieras y de las clases sociales que podían resistir la imposición estatal. Por lo tanto la salida de esta limitada operatividad estatal en lograr los recursos necesarios, fue obtenida por la vía de la deuda externa. Esta deuda era avalada por ingresos futuros y tributos futuros que provenían luego exclusivamente de impuestos aduaneros a la importación es decir macroeconómicamente al consumidor con impuestos indirectos. Al ser tomador de precios sectores exportadores no podían trasladar impuestos a la exportación. Es decir que los exportadores agropecuarios eran beneficiados por la exención de los tributos que si caían a insumos industriales. Tanto para bienes e insumos importados como para productos realizados en el país, se configuraron altos aranceles que inviabilizaban el desarrollo industrial.

Gráfico 16



Fuente: Oslak (1997) 1863-1890

Desde esta estructura productiva y con la dificultad de información homogénea en moneda dura, uno puede preguntarse cuál indicador representar de los posibles para dar cuenta del rol estatal en el crecimiento del producto de la Argentina en esos años. Son entonces elementos cualitativos los que refuerzan una visión opuesta a la tradicional, no solo ya en la hipótesis de la moneda como “criatura del Estado”, sino en la de su intervención para formar estructuras sociales, proveer insumos necesarios y críticos para garantizar que la producción se efectuará en tiempo y forma; los aspectos jurídicos de garantías de retornos de la IED. Con el ejemplo visto del ferrocarril más arriba, es evidente que con cada kilómetro construido se ampliaba la base exportadora y por lo tanto se revaluaba el retorno futuro de una inversión de ultramar. Que Inglaterra pudiese invertir en infraestructura exportadora, va de suyo que respondía en última instancia a un impulso inicial de demanda inglesa de su industria local y sus necesidades de insumos de origen agropecuario, pero la Argentina ya no era una colonia, y por lo tanto era en primera instancia el Estado argentino y su política económica local para habilitar y garantizar que esas inversiones fuesen realizadas y permitiera el crecimiento del Pib doméstico.

Una expresión cuantitativa precisa necesitaría, como vimos para los datos del supermultiplicador más arriba, sortear los problemas de las fuentes de datos. Sin embargo, los datos existentes como el del gráfico 16 nos muestra al menos en pesos fuertes la evolución del esfuerzo estatal en correlacionar con el crecimiento del producto y de las exportaciones.

A modo de conclusión:

Por lo visto en el trabajo, se puede ratificar que el proceso de crecimiento y desarrollo de la producción argentina dependió centralmente en los últimos 20 años del siglo XIX de la demanda autónoma por parte del Estado y de las exportaciones generada en la necesidad por obtener insumos de Inglaterra. El tratamiento diplomático de no injerencia política, pudo permitir una mayor dirección comercial y productiva en el país, desde el fin de las guerras civiles como al mismo tiempo el direccionamiento de las políticas económicas argentinas habilitó la llegada y promoción de las inversiones.

Respecto a la homogeneización monetaria en todo el territorio, fue posible también luego de la firma de la constitución y con la aplicación de impuestos por parte del Estado, recayendo fuertemente sobre la importación de productos en la aduana de Buenos Aires, y por lo tanto recargando los precios sobre el

consumo local y así la disminución del multiplicador del ingreso respecto a la situación previa del virreinato español. Las generalizaciones de historiadores de tipo monetarista para el siglo XIX se dan al no conocer otra teoría monetaria, cartalismo, que puede permitir ver el rol del Estado con el cobro de impuestos en moneda papel. Esta última siempre es tomada en cuenta para evidenciar su “sobre emisión” en punto a la redistribución del ingreso. Si bien eso es correcto, el carácter distributivo del tipo de cambio y de la prima de oro, estas últimas son dirigidas por políticas del Estado soberano con el manejo de las tasas de interés sobre la base del cobro de impuestos en el territorio nacional. Y en este aspecto cobra fuerte sentido la mediación Estatal sobre el proceso productivo y financiero impulsado por Inglaterra.

Por otra parte los problemas encontrados para poder mantener un sistema de convertibilidad, derivó en sucesivos períodos donde el ajuste se daba vía cambios en la distribución del ingreso en contra de sectores que tenían sus ingresos en moneda local, procesos inflacionarios y beneficios para los sectores tradicionales agro exportadores. No hubo como en otros países esquemas institucionales para el caso de faltantes de oro, como Australia y Nueva Zelandia, donde los bancos extranjeros suministraban facilidades internas. Ford (1966:226)

Fuera de la conversión, el esquema de transmisión de suba de precios era transmitido por costos, en general disparados por las devaluaciones de la moneda de papel, la cual beneficiaba a los sectores exportadores que dominaban concentradamente el proceso productivo y financiero. La adopción del sistema de conversión era siempre ad hoc y dependiendo de la conveniencia de estos sectores que dominaban al Estado y sus políticas monetarias y comerciales.

El sistema bancario argentino era dominado por los bancos locales mientras que los bancos extranjeros no poseían tampoco la mayor parte del oro ni las reservas de divisas de la Argentina, por lo que ante cambios en los flujos de inversión y faltantes de divisas, no había mucho espacio para frenar las corridas. Por otra parte, políticamente no era posible buscar una contracción económica ajustando el nivel de actividad, en parte por la situación de los trabajadores pero fundamentalmente debido a que las devaluaciones beneficiaban al sector agro ganadero exportador. Ford (1966)

El argumento que el proceso agroexportador fue exógenamente generado por las inversiones inglesas en temas como el despliegue del ferrocarril, construcciones, aduanas, es matizado aquí por la fuerte injerencia estatal en la dirección de todo el proceso agregando también la resolución de la complejidad en temas de

producción ovina o dirección económica de procesos cárnicos (enfriado y congelado) como de la propia actividad financiera en el país, como lo refleja muy bien el relato pormenorizado de Ferns (1979). El hecho que Inglaterra se encontró detallado de la demanda por exportaciones pero también en la oferta de producción argentina es un resultado que dependió decisivamente de la intermediación estatal argentina pero también de sus recursos.

Finalmente, el resultado de la crítica si es correcta, implica que los argumentos actuales de intentar retornar a resultados agroexportadores de esa época caen en un vacío puesto que la situación internacional que empujaba la producción agrícola como parte y momento del capitalismo inglés no es hoy reproducible.

BIBLIOGRAFÍA

- Cortés Conde, R. (1963) "Problemas del Crecimiento Industrial de la Argentina (1870 - 1914)" en *Desarrollo Económico*, Vol. 3, No. 1/2, América Latina 1 (Apr.-Sep), pp.143-171.
- Cuccorese, H. (1958) *Historia de la conversión del papel moneda en Buenos Aires (1861-1867)* Dpto de Historia. Universidad Nacional de la Plata.
- Ferns, H.S. (1979) *Gran Bretaña y Argentina en el siglo XIX* Ed. Solar/Hachette.
- Ferrer, A. (1965) *La Economía Argentina. Las etapas de su desarrollo y problemas actuales*. FCE. Argentina.
- Fiorito, A. (2015) "Patrones de desarrollo argentino", CEFID-AR.
- Ford, A.G. (1966) *El patrón oro: 1880 1914. Inglaterra y Argentina* Ed. Del Instituto.
- Ford, A.G. (1969) *La Argentina y la crisis de Baring de 1890* *Revista de Economía y Estadística*, vol.13, n°3-4, pp.133-67.
- Giberti, (1954) *Historia Económica de la Ganadería Argentina* Solar Hachette.
- Goetzmann & Andrey D. Ukhov, (2005) *British Investment Overseas 1870-1913: "A Modern Portfolio Theory Approach"* Cornell University School of Hotel Administration The Scholarly Commons
- Graeber, D.(2011) *Debt The First 5,000 Years*. Melvillehouse Brooklyn, New York
- Halperin Dongui, (2005) *Guerra y finanzas. En los orígenes del Estado Argentino (1791-1850)*. Prometeo. Buenos Aires.
- Mulhall, (1878) *The English in South America* BsAs.
- Prebisch, R. (1944) *La Moneda y los Ciclos Económicos en la Argentina*. Hallable en sitio <http://www.facso.uchile.cl/publicaciones/moebio/25/mallorquin.htm>
- Knapp, J.F. (1905), *The State Theory of Money*. Macmillan, London
- Lerner, A. (1947) "Money as creature of State"- *The American Economic Review*, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association. pp. 312-317.
- Medeiros, C. (2011) "The Political Economy of the Rise and Decline of Developmental States" *PANOECONOMICUS*, 2011, 1, pp. 43-56.
- Mitchell Innes (1913) "What is money?" *The Banking Law Journal*
- Oszlak, O. (2004) *La formación del Estado Argentino* Ariel Historia, BsAs.
- Prebisch, R. (1922) "Anotaciones sobre nuestro medio circulante", *Revista de Ciencias Económicas*, ene-feb.
- Scobie, J. (1968) *Revolución en las Pampas. Historia social del trigo argentino 1860-1910* Ediciones Solar. Buenos Aires
- Serrano, Fy Medeiros, C. (2004) "Patrones Monetarios Internacionales y Crecimiento" hallable en <http://grupolujan-circus.blogspot.com.ar/2013/05/patrones-monetarios-internacionales-y.html>
- Serrano, F. (2006) "Power Relations and American Macroeconomic Policy, from Bretton Woods to the Floating Dollar Standard". Hallable en www.networkideas.org/feathm/sep2006/pdf/Power_Relations.pdf
- Smith, M. (1996) "A Monetary Explanation of Distribution In A 'Gold Money Economy'" *Contributions to Political Economy* (1996) 15, 33-61 University of Sydney
- Vernengo, M. (2014) "Pateando la escalera también: Los bancos centrales en perspectiva histórica" *Circus* N° 6 pp. 75-97
- Vitelli, G. (1999) *Los dos siglos de la Argentina. Historia económica comparada*. Ed. Prendergast.
- Williams, (1920) *Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money 1880-1900*. Harvard University Press.
- Wray, R. (1998) *Understanding Modern money: the key to full employment and price stability*, Edward Elgar Publishing Ltd