



Universidad Nacional de Avellaneda

**ESPECIALIZACIÓN EN ESTRUCTURA ECONÓMICA
ARGENTINA**

PRESENTACIÓN DEL TRABAJO FINAL INTEGRADOR

Argentina y la Política Monetaria a Finales

*del Siglo XIX y Principios del XX: la Oficina de Cambios
y la Caja de Conversión*

Alumno: Jorge Fernando Córdoba 33.335.523

Tutor: Alejandro Robba

Fecha: Junio de 2025

Índice

1. Resumen

2. Introducción

3. El oro, la libra y el control de la liquidez global: La hegemonía británica y sus efectos en Argentina

4. La Oficina de Cambios (1867–1875): contexto nacional previo a su instauración

5. La Oficina de Cambios: ¿Cuál fue el motivo de su implementación y su impacto distributivo?

6. Primeros desafíos al sistema: el dólar comienza a ganar espacio (década de 1920)

7. La Caja de Conversión (1899–1930): funcionamiento, impacto distributivo y limitaciones

8. Crisis y desmantelamiento de la Caja de Conversión

9. Reflexiones finales

10. Bibliografía consultada

Aspectos metodológicos

El presente trabajo adopta un enfoque metodológico de carácter cualitativo, histórico-estructural y comparativo, orientado a analizar la política monetaria y cambiaria en la Argentina entre fines del siglo XIX y principios del siglo XX. La metodología se sustenta en la reconstrucción de procesos históricos relevantes mediante el análisis de fuentes primarias y secundarias, con el objetivo de identificar las relaciones entre régimen monetario, estructura productiva y conflicto distributivo.

En línea con los aportes de la tradición estructuralista latinoamericana, se parte del supuesto de que los regímenes cambiarios no constituyen herramientas técnicas neutrales, sino instituciones atravesadas por relaciones de poder, intereses de clase y contextos de dependencia financiera. En tal sentido, el trabajo se distancia de los enfoques neoclásicos que analizan la política monetaria en términos de eficiencia o equilibrio, y privilegia una lectura crítica basada en la noción de conflicto distributivo y asimetrías centro-periferia.

El análisis se estructura a partir del estudio de dos experiencias institucionales clave: la Oficina de Cambios (1867–1875) y la Caja de Conversión (1899–1930). Se examinan sus antecedentes, fundamentos normativos, objetivos declarados, funcionamiento práctico y resultados observados, con especial atención a sus implicancias distributivas y a sus límites estructurales. Para ello, se recurre al método histórico-comparativo, que permite identificar similitudes y diferencias entre ambas experiencias, así como trazar continuidades con la problemática contemporánea de la dolarización de excedentes líquidos.

El corpus empírico del trabajo está compuesto por una combinación de fuentes bibliográficas especializadas, tanto clásicas como recientes, que incluyen autores estructuralistas y clásicos-keynesianos como Prebisch, Furtado, Diamand, Sraffa, Pivetti, Vernengo, Feldman, entre otros. Asimismo, se incorporan fuentes estadísticas provenientes de organismos como el Banco Central de la República Argentina (BCRA) y el Banco Mundial, que permiten ilustrar algunas tendencias históricas relevantes, especialmente en torno a la evolución del tipo de cambio y la formación de activos externos.

Se utiliza un enfoque analítico-interpretativo, donde el objetivo no es la comprobación de hipótesis en sentido estricto, sino la comprensión de dinámicas históricas estructurales. De este modo, el trabajo se inscribe en una metodología

cualitativa orientada a la reconstrucción de procesos históricos con implicancias contemporáneas, en el marco de una economía política crítica de la configuración del sistema monetario argentino.

Finalmente, cabe señalar que esta perspectiva metodológica no solo permite una comprensión más profunda del pasado, sino que también habilita una lectura del presente desde una mirada de larga duración. En este sentido, el análisis histórico de los regímenes de convertibilidad en la Argentina contribuye a problematizar la persistencia de fenómenos como la dolarización del ahorro y la restricción externa, desde una visión que integra estructura, conflicto y dependencia.

1 Resumen

Este trabajo tiene como objetivo analizar la política monetaria y cambiaria en la Argentina entre finales del siglo XIX y principios del XX, centrándose en dos instituciones fundamentales: la Oficina de Cambios (1867–1875) y la Caja de Conversión (1899–1930). Ambas experiencias se abordan desde un enfoque estructuralista y clásico que considera al régimen monetario no como una herramienta técnica neutral, sino como un dispositivo atravesado por relaciones de poder, conflictos distributivos y estructuras sociales específicas.

La investigación se apoya en una revisión bibliográfica amplia que incluye a autores como Feldman, Vernengo, Pérez Caldentey, Di Tella, Platt, Ford, Eichengreen, entre otros. Se incorporan también elementos del pensamiento clásico y estructuralista latinoamericano (Prebisch, Furtado, Diamand), permitiendo comprender cómo el tipo de cambio, la emisión monetaria y la convertibilidad han sido históricamente variables en disputa entre sectores sociales con intereses divergentes.

En un primer momento, el trabajo contextualiza el escenario internacional del período, dominado por la hegemonía británica y el sistema del Patrón Oro. La libra esterlina operaba como moneda global de referencia, y los países periféricos, como la Argentina, intentaban integrarse a ese sistema mediante mecanismos que subordinaban su política monetaria a la acumulación de reservas en oro. En este marco, la Oficina de Cambios fue el primer intento de consolidar un régimen de convertibilidad para estabilizar la moneda y facilitar el comercio internacional, aunque su vida institucional fue breve debido a la dependencia de los flujos de capital externo y la vulnerabilidad frente a crisis globales como la de 1873.

Más adelante, la Caja de Conversión formalizó un régimen de convertibilidad más duradero y estructurado. Durante su etapa de estabilidad, entre 1899 y 1914, permitió consolidar el modelo agroexportador, atraer inversiones extranjeras y reducir la volatilidad cambiaria. Sin embargo, este régimen implicó una fuerte rigidez monetaria y una subordinación a los ciclos internacionales que limitó las posibilidades de respuesta del Estado ante crisis. La Primera Guerra Mundial y luego la crisis del 1929 evidenciaron estas limitaciones y precipitaron su colapso.

El trabajo subraya que tanto la Oficina de Cambios como la Caja de Conversión respondieron a una estructura económica dependiente, basada en el predominio de los sectores agroexportadores y financieros. Estos sectores impulsaron regímenes que les aseguraran previsibilidad y resguardo de valor, aunque a costa de una menor capacidad estatal para implementar políticas expansivas o redistributivas. La estabilidad obtenida era funcional a sus intereses, pero dejaba sin herramientas al Estado frente a shocks externos, recayendo los costos de las crisis sobre los sectores asalariados y productivos.

A través del estudio de estas instituciones, se observa cómo la política monetaria y cambiaria en la Argentina ha sido históricamente un campo de disputa por la apropiación del excedente. En ese sentido, el trabajo establece un vínculo conceptual entre estos episodios históricos y problemáticas contemporáneas, especialmente la dolarización de excedentes líquidos. Esta última, lejos de ser un fenómeno reciente, puede leerse como una continuidad de una trayectoria histórica de subordinación financiera y de conflictos irresueltos en torno al tipo de cambio, el ahorro en moneda extranjera y la restricción externa.

En definitiva, el trabajo aporta una mirada de largo plazo sobre la política monetaria argentina y propone pensar los desafíos actuales desde una perspectiva histórica. Comprender las limitaciones estructurales de los regímenes de convertibilidad y su impacto social permite repensar el diseño de instituciones económicas que consideren las tensiones distributivas y promuevan un desarrollo más equilibrado y soberano

2 Introducción:

El presente trabajo final integrador, realizado en el marco de la Especialización en Estructura Económica Argentina de la Universidad Nacional de Avellaneda, forma parte de un proyecto más amplio de tesis doctoral. Dicha investigación tiene por objetivo general analizar las causas de la persistente dolarización de excedentes líquidos en Argentina, en comparación con las políticas cambiarias, fiscales y monetarias de otros países de América Latina, específicamente Chile, México, Brasil, Bolivia y Perú, durante el período comprendido entre 2002 y 2020. Esta problemática es abordada a partir de una pregunta central: ¿por qué Argentina no logró revertir, como sí lo hicieron otros países de la región, el fenómeno de la dolarización interna, a pesar de atravesar ciclos de crecimiento económico y altos niveles de reservas internacionales?

A partir de esta cuestión principal, se derivan otras preguntas complementarias: ¿cuáles fueron las medidas de política económica adoptadas por las distintas administraciones para enfrentar este fenómeno? ¿Cómo inciden variables clave como el tipo de cambio, el déficit fiscal, la tasa de interés y la inflación en la persistencia del bimonetarismo? Y, desde una perspectiva histórico-estructural, ¿qué elementos permiten comprender que esta conducta económica responde a patrones profundamente enraizados en la evolución de la estructura productiva y financiera del país?

Para responder a estas preguntas, el enfoque metodológico y teórico adoptado se inscribe dentro de la tradición estructuralista y clásica keynesiana. En particular, se retoman los aportes de autores como Sraffa (1960), Garegnani (1984), Pivetti (1985), Bortis (1997), así como de referentes del estructuralismo latinoamericano como Prebisch (1949), Diamand (1985), Furtado (1971), Díaz Alejandro (1975), y más recientemente, autores como Amico (2013), Vernengo, (2023) Serrano (2023) y Crespo (2023). Esta línea teórica considera que la política económica no es neutra ni técnica, sino que se encuentra atravesada por disputas sociales y conflictos distributivos entre clases con distintos niveles de poder, capacidades de presión y disputa por el excedente.

Además, la perspectiva estructuralista adoptada en este trabajo para analizar la problemática de la dolarización de excedentes permite vincular la experiencia argentina con una tendencia histórica más amplia en América Latina. Como plantea Possas (2001), retomando el pensamiento de Maria da Conceição Tavares, esta escuela de pensamiento se propone analizar el sistema económico mundial en su conjunto, incorporando las

relaciones de poder económicas, tecnológicas y financieras que estructuran las desigualdades entre centro y periferia (Posas 2001 p.39). De esta manera, surgen los conceptos interrelacionados de dependencia técnica y dependencia financiera como rasgos particulares de la región. (Medeiros 2008; Tavares 1985, 2000; Dvoskin & Feldman, 2018a, p. 353; Dvoskin & Feldman, 2018b, p. 370; Vernengo, 2006, p. 563;).

Para explicar estos conceptos cabe retomar al pensamiento autores estructuralistas latinoamericanos influenciada por Raúl Prebisch, Celso Furtado y Aníbal Pinto quienes critican las visiones lineales del desarrollo, al sostener que una vez que ciertos países alcanzaron la industrialización, establecieron condiciones estructurales que consolidaron la subordinación de los países periféricos). En otras palabras, la dinámica del progreso técnico, lejos de ser neutral, se distribuye de forma desigual a nivel internacional (Posas 2001 p21).

Este argumento fue formulado de manera inaugural por Raúl Prebisch en su célebre documento de 1949, “El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas” considerado el texto fundacional del pensamiento estructuralista latinoamericano. En el mismo, sostiene que los países especializados en la exportación de productos primarios experimentan un deterioro sistemático de los términos de intercambio frente a las economías industriales.

Según Prebisch, mientras en los países centrales los aumentos de productividad tienden a trasladarse a salarios más altos debido a la presión ejercida por sindicatos organizados y a la configuración institucional de esas economías, en la periferia dichos aumentos suelen reflejarse en una reducción de los precios de exportación. Esto se debe al lugar subordinado que ocupan los países periféricos en la economía mundial y al papel dominante que desempeñan las empresas del centro, las cuales concentran la innovación tecnológica, controlan los eslabones de mayor valor agregado y ejercen una posición privilegiada en los mercados internacionales. Como resultado, los beneficios del progreso técnico tienden a concentrarse en el centro, mientras que en la periferia se traducen en un deterioro de los términos de intercambio.

. En suma, la causa de esta situación radica en que, en los países industriales, los ingresos han crecido *pari passu* con los aumentos de productividad, mientras que dicho incremento no se ha verificado en las economías periféricas. En palabras de Prebisch:

La mayor capacidad de las masas, en los centros cíclicos, para conseguir aumentos de salarios en la creciente y defender su nivel en la menguante, y la aptitud de esos centros, por el papel que desempeñan en el proceso productivo, para desplazar la presión cíclica hacia la periferia, obligando a comprimir sus ingresos más intensamente que en los centros explican por qué los ingresos en éstos tienden persistentemente a subir con más fuerza que en los países de la periferia, según se patentiza en la experiencia de América Latina (pp. 81-82)

De este modo, el centro retiene el fruto del progreso técnico, mientras la periferia lo transfiere al centro mediante precios relativos cada vez más desfavorables (Prebisch, 1949: 348-351).

En este marco, la industrialización periférica se presenta como condición necesaria para apropiarse de una porción del progreso técnico global y cerrar la brecha de desarrollo. No obstante, este proceso de sustitución de importaciones también revela una restricción fundamental: la necesidad de importar medios de producción —maquinaria e insumos intermedios— desde el centro (Prebisch 1949 p 351).

Dependencia técnica

En línea con lo anterior el concepto de dependencia técnica, desarrollado con claridad por Maria da Conceição Tavares (2000), hace referencia a la dificultad estructural de las economías periféricas para producir internamente los insumos necesarios para completar sus procesos productivos. Esta limitación se traduce en desarticulaciones o insuficiencias dentro de la matriz productiva, lo que obliga a una dependencia sostenida de la importación de bienes de capital y bienes intermedios. En este marco, la balanza de pagos se convierte en una restricción estructural persistente al crecimiento económico.

Esto último se debe a que el crecimiento industrial en las economías periféricas —cuando se concreta— tiende a estar acompañado por un aumento significativo de las importaciones, lo que genera déficits de cuenta corriente y, eventualmente, desencadena crisis externas. Esta dinámica cíclica configura lo que la literatura estructuralista ha denominado ciclos de "stop and go" : la expansión de la actividad económica impulsa las importaciones hasta que la escasez de divisas impone una devaluación (Braun y Joy (1981); Diamand (1985); Díaz Alejandro (1975); Furtado (1971); Prebisch (1949). Esta, a su vez, encarece los bienes importados —cuya demanda suele ser inelástica—, reduce el salario real y contrae el consumo, especialmente de bienes industriales. Como

resultado, la economía entra en una fase recesiva que corrige transitoriamente el desequilibrio externo, hasta que nuevas condiciones posibilitan un nuevo ciclo de expansión.

Esta problemática, se manifestó con particular intensidad en América Latina durante el período comprendido entre la posguerra y la ruptura del régimen de Bretton Woods, en un contexto global de baja movilidad internacional de capitales y creciente presión sobre los sectores externos de las economías periféricas (Dvoskin y Feldman, 2018a).

Así mismo, Vernengo (2006) quién analiza las diferencias al interior las vertientes estructuralistas —en particular, entre la tradición marxista estadounidense y la escuela latinoamericana vinculada a la CEPAL— sostiene que, pese a sus matices, ambas coinciden en que la incapacidad de los países periféricos para desarrollar un proceso autónomo y sostenido de innovación tecnológica constituye el núcleo de su dependencia estructural. Esta dependencia técnica se explica por el control que los países centrales ejercen sobre la generación y difusión de tecnología, lo que limita la capacidad de la periferia para construir sistemas nacionales de innovación. Aunque la inversión extranjera permite cierta transferencia tecnológica, esta suele ser parcial y no genera capacidades endógenas duraderas (Vernengo 2006 p).

Dependencia financiera en el contexto de la globalización.

Las vulnerabilidades estructurales por parte de los países periféricos previamente señaladas se acentuaron con el abandono del Régimen de Bretton Woods a nivel internacional y el surgimiento de la globalización financiera. Esta última, entendida como la creciente integración de los mercados financieros internacionales, en un proceso que tuvo lugar entre mediados de los años setenta y mediados de los noventa (Frenkel; 2003). El fin de este sistema, que vinculaba el dólar con el oro, implicó la adopción de regímenes de flotación cambiaria en los países desarrollados y un incremento significativo de los flujos financieros internacionales, muy por encima de las necesidades para financiar el comercio (Crotty, 2009).

En suma, el cambio estructural mencionado profundizó las restricciones externas tradicionales al crecimiento de los países latinoamericanos, al exponerlos a una mayor volatilidad de los flujos de capital y a una creciente dependencia del financiamiento externo. Este giro marcó el pasaje hacia una nueva fase en la dinámica centro-periferia:

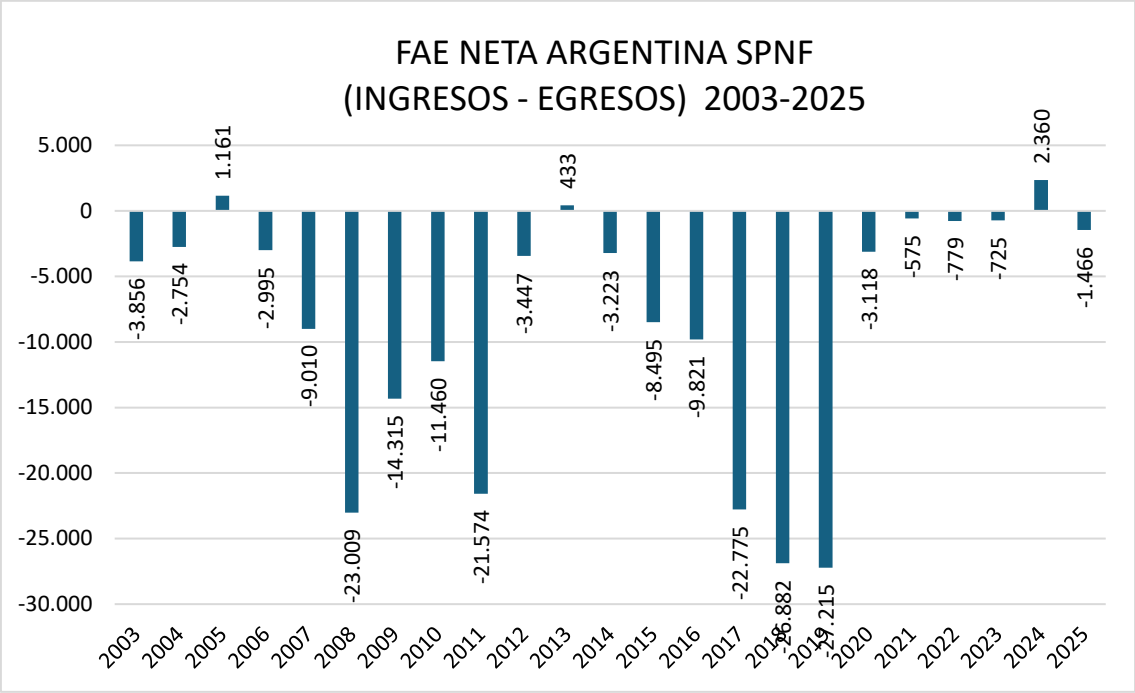
la dependencia financiera. Tal como señalan Tavares (2000) y Vernengo (2006), esta forma de subordinación sitúa al dinero internacional —especialmente al dólar estadounidense— como instrumento central de poder.

En este contexto, la dependencia financiera no solo se expresa en la incapacidad de los países periféricos para endeudarse en su propia moneda —el denominado “pecado original”—, sino también en su exposición estructural a las decisiones de política monetaria de los países centrales. Tavares (1985) conceptualiza esta dinámica como una “tecnología del poder”, en la cual el control de la moneda internacional permite al centro —en particular a Estados Unidos— financiar sus desequilibrios sin enfrentar restricciones externas, mientras que las economías periféricas se ven sometidas a una vulnerabilidad crónica. Dvoskin y Feldman (2018b) refuerzan este diagnóstico al señalar que el estatus del dólar como moneda de reserva otorga a Estados Unidos una ventaja estructural para regular los flujos financieros internacionales. Además, los autores subrayan que la tasa de interés internacional —determinada por la Reserva Federal— actúa como una variable distributiva, afectando la rentabilidad del capital en las economías periféricas y condicionando la distribución funcional del ingreso a escala mundial.

En este nuevo escenario, la cuenta capital y financiera pasó a desempeñar un papel central en la determinación del resultado de la balanza de pagos de los países periféricos (Tavares, 1983, 1985). De esta manera, la “fuga de capitales”, técnicamente denominada Formación de Activos Externos (FAE), y el endeudamiento en moneda internacional fueron sucesos que se observaron en Argentina y en los países latinoamericanos (Frenkel, 2003, p. 42). Así mismo, es posible identificar algunos rasgos comunes en la región, incluyendo Argentina, sobre los contextos institucionales y las políticas económicas que derivaron en crisis financieras a finales del siglo XX (Cf. Frenkel, 2003; Medeiros, 2008). Entre ellos se destacan los siguientes: el tipo de cambio nominal era fijo o cuasi fijo; el tipo de cambio real estaba apreciado; no existieron barreras a la entrada y salida de capitales, y la entrada de flujos de capitales fue de gran magnitud (Frenkel, 2003, p. 45).

Ahora bien, a partir de la primera década del siglo XXI, Argentina mostró un comportamiento diferente al de la región. Sobre todo, respecto a la implementación de políticas cambiarias y monetarias. También se distinguió en cuanto a la administración de la cuenta capital y financiera. En este sentido, la Formación de Activos Externos (FAE), dato medido por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) que representa las

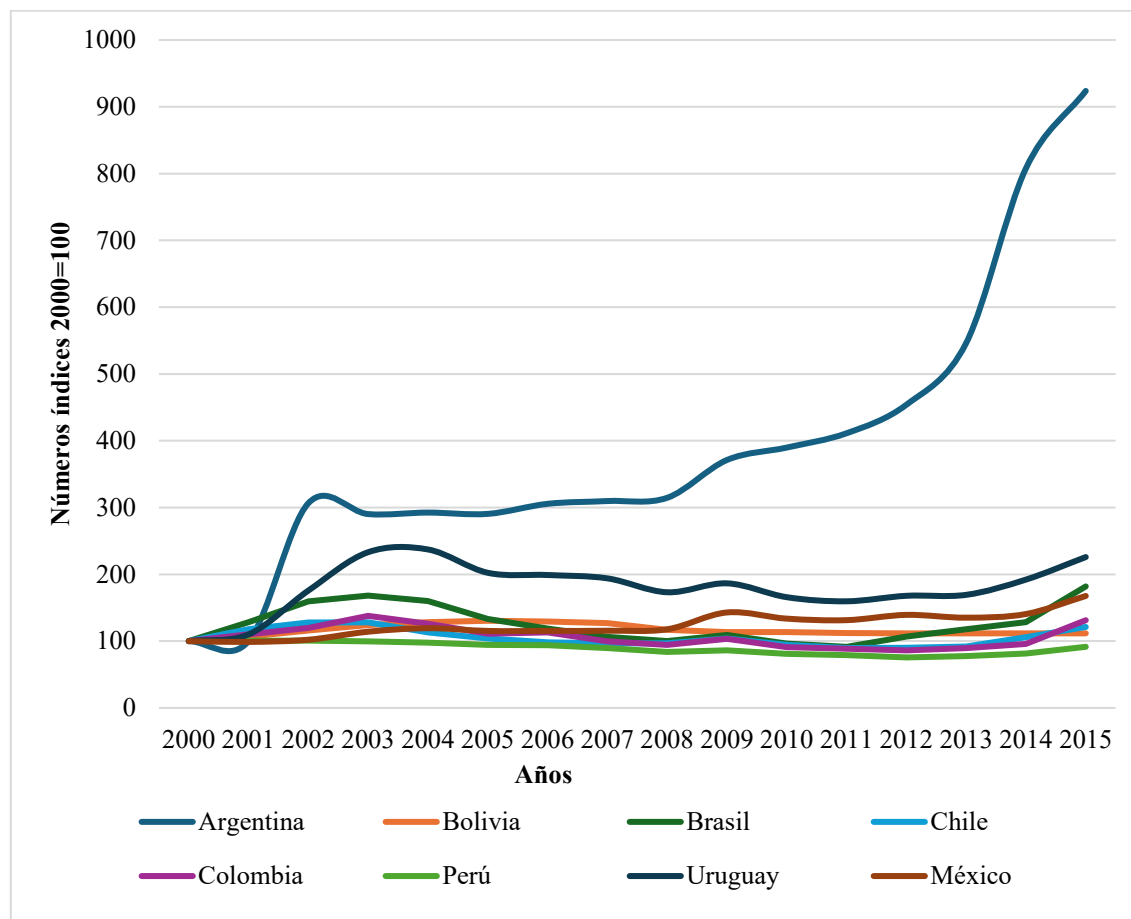
operaciones destinadas al atesoramiento de moneda internacional tanto de personas físicas como jurídicas, muestra un comportamiento persistente en el país.



Fuente: BCRA

Comprender el fenómeno de la dolarización del ahorro en Argentina requiere analizar un conjunto de variables clave, entre las que se destacan el tipo de cambio, la política monetaria y el comportamiento de la cuenta capital y financiera. Estas dimensiones permiten identificar ciertos rasgos distintivos del caso argentino en comparación con otros países de la región. En particular, puede observarse que Argentina ha experimentado una elevada frecuencia e intensidad de devaluaciones nominales a lo largo del tiempo, un patrón que contrasta con el comportamiento más estable de monedas en países como Chile, México, Brasil, Bolivia o Perú. Esta dinámica, junto con otras condiciones estructurales, podría contribuir a explicar por qué los residentes argentinos tienden a elegir el dólar como moneda de ahorro, lo que a su vez acentúa los problemas recurrentes de restricción externa asociados a la disponibilidad limitada de divisas.

Grafico N 1 Evolución del tipo de cambio nominal



Fuente: Banco Mundial

El gráfico N 1 muestra la evolución del tipo de cambio nominal de una serie de países latinoamericanos, expresada como índice base 100 en el año 2000. A partir de esta comparación, se evidencia con claridad que Argentina presenta un comportamiento diferencial respecto del resto de los países de la región.

Mientras que en la mayoría de los países —como México, Chile, Perú, Bolivia o Brasil— el tipo de cambio nominal se mantuvo relativamente estable o aumentó de forma moderada a lo largo del período, en Argentina se observa una fuerte y persistente tendencia a la devaluación nominal, especialmente a partir de 2002 y, luego, con una marcada aceleración a partir de 2011. Para 2015, el índice del tipo de cambio nominal en

Argentina supera ampliamente el valor de 900, mientras que en el resto de los países analizados rara vez supera los 200 puntos.

Tabla N1 evolución del tipo de cambio nominal por periodos

	VAR(%)2002 -2020	Promedio periodo 2002-2020	Promedio periodo 2002-2007	Promedio periodo 2008-2013	Promedio periodo 2014-2020
Argentina	2203%	42%	35%	10%	46%
Bolivia	-4%	1%	3%	-2%	0%
Brasil	77%	6%	-2%	2%	14%
Chile	15%	3%	-3%	-1%	7%
Colombia	47%	3%	-1%	-2%	11%
Perú	-1%	1%	-2%	-2%	4%
Uruguay	98%	6%	13%	-2%	11%
México	123%	3%	3%	3%	8%

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

Así mismo, la tabla muestra la evolución del tipo de cambio nominal en distintos países de América Latina entre 2002 y 2020, desagregada en tres subperíodos relevantes (2002–2007, 2008–2013 y 2014–2020). La primera columna indica la variación acumulada en términos porcentuales, mientras que las columnas siguientes presentan los promedios anuales para cada etapa. Los colores asignados (verde, amarillo y rojo) reflejan el grado relativo de variación: verde para los valores más altos, amarillo para valores intermedios y rojo para los más bajos o negativos.

Argentina se destaca por una variación acumulada del 2203% en el tipo de cambio nominal entre 2002 y 2020, muy por encima del resto de los países. En todos los subperíodos analizados, los valores promedio también son notablemente superiores (42% en todo el período, con un 46% anual en 2014–2020), lo cual se destaca con el color verde. Este comportamiento sugiere una inestabilidad nominal sostenida, que constituye un diferencial estructural respecto a sus pares regionales.

En el extremo opuesto, Bolivia y Perú presentan variaciones acumuladas negativas o cercanas a cero, con promedios anuales que rara vez superan el 1% o incluso muestran variaciones negativas, lo que se indica con color rojo. Esto muestra una notable estabilidad nominal durante el período analizado.

México, Uruguay y Brasil presentan niveles intermedios de devaluación nominal. Uruguay destaca con un promedio del 13% en el período 2002–2007, y Brasil con un 14% entre 2014 y 2020, aunque sus valores siguen siendo muy inferiores a los de Argentina.

Esta comparación por períodos permite observar que, incluso en etapas donde otros países lograron estabilidad nominal, como entre 2008 y 2013, Argentina mantuvo niveles de devaluación significativamente superiores. Este comportamiento refuerza la hipótesis de que la dinámica del tipo de cambio nominal en Argentina opera como una variable crítica para explicar comportamientos persistentes de cobertura cambiaria, como la dolarización de excedentes líquidos

Asimismo, el uso de colores en la tabla permite visualizar rápidamente la excepcionalidad argentina en términos de inestabilidad cambiaria, lo que la diferencia estructuralmente del resto de la región.

Desde esta perspectiva, se sostiene una hipótesis central: en Argentina, el tipo de cambio y la política monetaria han funcionado históricamente como herramientas al servicio de sectores con poder de veto –principalmente el agroexportador y la clase terrateniente– que han influido en la orientación general de la política económica. Esta influencia se expresa, entre otras formas, en la tendencia a devaluaciones recurrentes, que permiten mejorar la tasa de ganancia del sector exportador, pero que al mismo tiempo generan incentivos a la dolarización de excedentes líquidos por parte de empresas y particulares que perciben un riesgo constante de pérdida del poder adquisitivo de la moneda local. Este fenómeno, a su vez, agudiza el clásico problema de la restricción externa al crecimiento, al deteriorar la disponibilidad de divisas para sostener procesos de desarrollo sostenido.

Asimismo, se argumenta que la política monetaria argentina, a diferencia de otros países de la región, no ha ofrecido un diferencial de tasas de interés en moneda local suficientemente atractivo como para contrarrestar esas expectativas de devaluación. Incluso en períodos donde el Banco Central contaba con reservas internacionales considerables, la rentabilidad en pesos ha sido insuficiente para revertir el comportamiento dolarizador. Este diagnóstico se agrava en contextos de alta inflación y baja credibilidad institucional, donde la moneda local pierde su rol como reserva de valor.

Ahora bien, una de las contribuciones centrales de este trabajo es señalar que esta problemática no es nueva ni exclusivamente contemporánea, sino que responde a una

continuidad histórica estructural en la configuración del sistema monetario argentino. Por ello, se propone retroceder hacia el origen de estos patrones, explorando el modo en que se configuraron las primeras instituciones monetarias del país en un contexto global dominado por el patrón oro y la hegemonía británica. En particular, se analizan dos experiencias fundamentales: la Oficina de Cambios (1867-1875) y la Caja de Conversión (1899-1931), como mecanismos institucionales de fijación del tipo de cambio y disciplina monetaria.

Ambas instituciones fueron diseñadas en momentos diferentes del orden internacional. La Oficina de Cambios, creada durante la consolidación del patrón oro clásico, reflejaba la intención de insertar a Argentina en el sistema financiero global, garantizando estabilidad monetaria y previsibilidad para los flujos de capital británicos.

La Caja de Conversión, por su parte, fue implementada tras la crisis de 1890 y la devaluación del peso, con el objetivo de restaurar la convertibilidad y evitar fluctuaciones cambiarias que afectaran los intereses de los sectores agroexportadores. En ambos casos, se trató de instrumentos que, lejos de ser técnicamente neutros, respondían a disputas distributivas internas y a las exigencias del capital extranjero.

Por lo tanto, el análisis de estas dos instituciones permite indagar no solo la evolución de la política monetaria y cambiaria argentina en el período comprendido entre finales del siglo XIX y principios del XX, sino también los orígenes estructurales de fenómenos que siguen presentes hasta la actualidad, como la inestabilidad del tipo de cambio, la dolarización de activos y la dependencia de los mercados financieros internacionales.

El texto se organiza de la siguiente manera: en primer lugar, se presentará el contexto financiero internacional de finales del siglo XIX, centrándose en el auge del patrón oro y la hegemonía británica, así como el surgimiento posterior del dólar como nueva moneda hegemónica.

En segundo lugar, se analizará la experiencia argentina a través del funcionamiento de la Oficina de Cambios, identificando sus objetivos, resultados y limitaciones. Luego, se abordará el nuevo escenario global de principios del siglo XX, especialmente los efectos económicos de la Primera Guerra Mundial, y se explorará el funcionamiento de la Caja de Conversión, con foco en sus implicancias monetarias y distributivas.

Finalmente, se presentarán algunas conclusiones que buscan conectar los aprendizajes históricos con los desafíos actuales, en especial la persistencia de la dolarización de excedentes líquidos y la restricción externa al crecimiento económico sostenido.

3 "El oro, la libra y el control de la liquidez global: La hegemonía británica y sus efectos en Argentina"

El periodo comprendido entre finales del siglo XIX y principios del siglo XX estuvo atravesado por la consolidación del sistema internacional conocido como Patrón Oro, acompañado por la hegemonía económica y financiera de Gran Bretaña. Este orden monetario internacional, como destacan Tooze (2023) y Eichengreen (2008), se caracterizaba por la estabilidad cambiaria basada en la convertibilidad de las monedas nacionales en una cantidad fija de oro. El objetivo era facilitar los intercambios comerciales, garantizar la confianza de los inversores y limitar la discrecionalidad de las autoridades monetarias. Sin embargo, detrás de esta aparente neutralidad técnica se escondía una estructura profundamente desigual de poder y autonomía entre las naciones.

En las potencias industriales centrales, como el Reino Unido, Alemania, Francia y Estados Unidos, la adopción del Patrón Oro significó la consolidación de sus monedas como vehículos de comercio y reserva. En estos países, las monedas eran directamente convertibles en oro, y sus bancos centrales mantenían reservas suficientes para garantizar la paridad. En cambio, para muchas economías periféricas, el acceso al sistema se lograba a través de una vinculación indirecta: se fijaba la moneda nacional con respecto a una divisa fuerte —principalmente la libra esterlina—, la cual era, a su vez, convertible en oro. Este mecanismo, aunque más flexible en apariencia, implicaba una subordinación directa a las condiciones de liquidez y crédito del centro financiero londinense (Bruchanski, 2023).

En este marco, la libra esterlina se consolidó como la principal unidad de cuenta y medio de pago internacional, no solo por su estabilidad y convertibilidad en oro, sino también por el rol central del Banco de Inglaterra como emisor de última instancia. De acuerdo con Bruchanski (2023), quien cita a Eichengreen (2008) y Bloomfield (1959), la

mayoría de los países periféricos sostenían su estabilidad monetaria a través de la acumulación de activos financieros denominados en libras esterlinas o bien mediante la constitución de reservas internacionales en dicha moneda. Esto consolidó a la libra como el "patrón de facto" del sistema internacional, reforzando el liderazgo británico en las finanzas globales (Bloomfield, 1959; Serrano, 2003; Eichengreen, 2008; citado en Bruchansky, 2023).

El funcionamiento del sistema descansaba, en gran parte, sobre un mecanismo específico de ajuste automático de la liquidez internacional. El Banco de Inglaterra utilizaba la tasa de interés como herramienta principal para atraer o repeler flujos de capital. Cuando las condiciones internacionales requerían fortalecer la libra o atraer oro hacia Londres, el banco central británico elevaba las tasas de interés. Este movimiento incentivaba a los inversionistas extranjeros a retirar fondos de sus países de origen e invertir en activos financieros británicos, generando una entrada de capitales. Dado que las monedas estaban respaldadas por oro, esta entrada de capitales también implicaba un aumento en las reservas metálicas del Banco de Inglaterra.

Por el contrario, cuando las tasas de interés se reducían, el capital buscaba rendimientos en otras plazas, generando una salida de recursos financieros y, consecuentemente, una reducción en las reservas de oro. Este sistema permitía a Gran Bretaña ejercer un control indirecto —pero muy efectivo— sobre la liquidez monetaria internacional, con implicancias concretas sobre la capacidad de los países periféricos para sostener sus propios regímenes de convertibilidad o financiar sus déficits de balanza de pagos (Bruchanski, 2023).

De esta manera, el esquema funcionaba como una arquitectura jerárquica de poder financiero. Mientras Londres podía atraer capitales internacionales con simples modificaciones de su tasa de interés, los países dependientes, como Argentina, estaban obligados a restringir su política económica interna para preservar la paridad monetaria. Las decisiones de política fiscal y monetaria quedaban subordinadas a la necesidad de mantener reservas suficientes, generando un proceso de ajuste automático. Tal como describen Pérez Caldentey y Vernengo (2020), esta dinámica implicaba que la oferta monetaria en países periféricos no respondía a las necesidades de crecimiento interno, sino a los flujos internacionales de oro y divisas.

En este sentido, el sistema del Patrón Oro reforzaba la división internacional del trabajo. Las economías centrales, con monedas fuertes y capacidad de emisión autónoma, podían desarrollar políticas expansivas o estabilizadoras en función de sus necesidades. En cambio, los países periféricos se veían obligados a mantener regímenes de austeridad fiscal y contracción monetaria en contextos de pérdida de reservas, lo que a menudo exacerbaba los ciclos recesivos. Este desequilibrio estructural se profundizaba en épocas de crisis globales, como la que estalló en 1890 con el colapso del banco británico Baring Brothers.

En línea con lo anterior, la crisis de 1890 constituye un ejemplo paradigmático de cómo las interdependencias del sistema podían amplificar los shocks externos. El default argentino, producto de una burbuja de crédito alimentada por inversiones británicas, generó un pánico financiero en Londres. Para contener la situación, el Banco de Inglaterra elevó drásticamente la tasa de interés, lo que provocó una fuga de capitales desde la periferia hacia el centro. En consecuencia, Argentina sufrió una grave crisis de balanza de pagos, caída de reservas, suspensión de pagos y quiebras bancarias. Esta situación puso de manifiesto la fragilidad de las economías latinoamericanas frente a las decisiones del centro financiero mundial (Di Tella & Platt, 1986).

En este contexto, las instituciones creadas en América Latina para sostener la estabilidad monetaria —como los bancos públicos y las cajas de conversión— jugaron un papel limitado. Según señalan Pérez Caldentey y Vernengo (2020), estas instituciones no tenían capacidad de emisión autónoma ni poder regulatorio sobre el crédito interno. Su única función era garantizar la convertibilidad de la moneda local en oro o en divisas convertibles. Esto dejaba a los gobiernos sin herramientas eficaces para enfrentar fluctuaciones económicas o sostener políticas de desarrollo.

En síntesis, el Patrón Oro configuró una arquitectura financiera global en la que las decisiones monetarias estaban condicionadas por los flujos de oro, la disciplina fiscal y las tasas de interés internacionales. Esta estructura limitó la soberanía económica de los países periféricos y los obligó a adaptarse a reglas definidas en Londres. La estabilidad monetaria se lograba a costa de ajustes internos, recesiones periódicas y una creciente dependencia del capital extranjero.

Por todo ello, resulta fundamental analizar cómo Argentina respondió a este entorno, particularmente a través de la creación de mecanismos institucionales como la

Oficina de Cambios (1867-1875). Esta iniciativa representó un primer intento por estabilizar la moneda nacional y adherirse formalmente al sistema internacional del Patrón Oro, sentando las bases para los desarrollos monetarios posteriores como la Caja de Conversión de fines del siglo XIX. A continuación, se estudiará el contexto nacional en el cual surgió la Oficina de Cambios, sus objetivos, funcionamiento y los intereses sociales que impulsaron su instauración

4 La Oficina de Cambios (1867-1875): Contexto Nacional previo a su instauración

A finales del siglo XIX, la economía argentina aún se encontraba en un proceso de transformación y consolidación dentro del sistema económico global. Siguiendo a Feldman (2015), quien cita a Ford (1958), en la década de 1860, la economía argentina era predominantemente pastoril, basada en la exportación de lana, cueros y otros derivados del ganado. A diferencia de la imagen posterior del país como el "granero del mundo", la producción de cereales en esta etapa aún era limitada debido a la falta de infraestructura adecuada, como ferrocarriles y caminos transitables. Asimismo, la economía nacional dependía en gran medida de la importación de productos manufacturados, textiles, combustibles y otros bienes esenciales (Feldman, 2015).

En cuanto a la tenencia de la tierra, tras la independencia del país en 1816, el Estado mantuvo bajo su dominio grandes extensiones territoriales, utilizándolas como respaldo para la deuda pública. No obstante, con la progresiva desaparición del sistema de enfiteusis¹ bajo el gobierno de Juan Manuel de Rosas, se llevó a cabo una amplia privatización de tierras públicas (Feldman, 2015). Esto representó un acontecimiento clave en la consolidación de una clase rentista con capacidad de influencia económica y política.

Siguiendo a Duek e Inda (2006), esta clase dominante no solo detentaba la propiedad de la tierra, sino también el poder político local, desde donde articulaban sus

¹ Enfiteusis: Sistema de tenencia de tierras mediante el cual el Estado concedía su uso a particulares a cambio de un canon anual, sin transferir la propiedad. Con la llegada de Rosas al poder, este régimen decayó y dio paso a la venta masiva de tierras públicas, consolidando la concentración de la propiedad.

intereses y condicionaban las políticas del Estado. Estas formas de poder persisten en la estructura social argentina contemporánea y han influido históricamente en la configuración de los regímenes cambiarios y monetarios.

Así mismo, para comprender esta consolidación de poder, es relevante incorporar el análisis de Palomino (2009), quien destaca cómo la clase dominante fue tejiendo una red de vínculos económicos y políticos que le permitió imponer su lógica de acumulación. Esta red no sólo se apoyaba en la concentración de la tierra, sino también en el control del comercio exterior y de las instituciones estatales encargadas de definir las reglas monetarias y fiscales. Este poder estructural se tradujo en una marcada resistencia a cualquier intento de industrialización sustitutiva que pudiera alterar el patrón de acumulación basado en la renta agraria.

En esta misma línea, trabajos recientes como los de Matos (2022) refuerzan esta visión estructuralista. El autor sostiene que la estructura productiva del país ha estado marcada por una concentración de la tierra y la especialización en productos agropecuarios, primero en ganadería y luego en cultivos como la soja. Esta especialización no ha permitido generar un proceso sostenido de industrialización, y ha consolidado una matriz productiva desequilibrada (EPD), donde el sector agrario tiene una productividad muy superior al sector industrial y de servicios.

Por su parte, retomando la dimensión monetaria, el sistema del período era fragmentado e inestable. Cada provincia emitía su propia moneda a través de los bancos estatales. Hasta finales de la década de 1850, la única institución financiera con fuerte influencia en el país era el Banco de Buenos Aires (hoy Banco Provincia). Sin embargo, aunque tenía gran relevancia económica, sus operaciones se concentraban en la Provincia de Buenos Aires. De todos modos, como esta provincia albergaba el principal puerto comercial, el banco jugó un rol crucial en la financiación del comercio exterior y en el acceso al crédito. Además, hasta la creación del Banco Nacional en 1872 y posteriormente del Banco Central en 1935, no existía una institución que centralizara la política monetaria del país (Feldman, 2015).

Respecto a el Estado, el mismo financiaba sus actividades principalmente mediante impuestos al comercio exterior, tanto sobre las exportaciones como sobre las importaciones, lo que lo hacía altamente vulnerable a las fluctuaciones del mercado internacional (Ferns, 1966). En este contexto, y a pesar del crecimiento económico, los

trabajadores no se beneficiaron de manera equitativa. Las condiciones laborales eran precarias, como lo evidencian los informes de Biale Massé (1904), que dan cuenta de jornadas extenuantes, falta de derechos laborales y condiciones de vida deplorables para la clase obrera. Esto confirma que el crecimiento económico no necesariamente conlleva un desarrollo social equitativo.

Por último, retomando el aporte de Dorfman (1965), puede entenderse que este modelo agroexportador no representó una ruptura radical con el orden colonial, sino una reconfiguración funcional al capital británico. Según este autor, la revolución política no fue acompañada por una revolución económica que diera lugar a un modelo de desarrollo autónomo. La primacía de los intereses ganaderos y exportadores impidió el desarrollo de un mercado interno integrado y limitó la posibilidad de una industrialización temprana. Así, la política monetaria quedó subordinada a las necesidades del comercio exterior y a la acumulación de rentas agrarias, profundizando una estructura económica dependiente.

En definitiva, al analizar la Oficina de Cambios y su contexto de emergencia, se observa una reiteración histórica de patrones de acumulación centrados en la exportación de bienes primarios, el endeudamiento externo y la vulnerabilidad ante las fluctuaciones del mercado global.

5 La oficina de cambios ¿Cuál fue el motivo de su implementación y su impacto distributivo?

En los años previos a la creación de la Oficina de Cambios, el sistema monetario argentino se caracterizaba por una fuerte fragmentación e inestabilidad. Cada provincia emitía su propia moneda, lo que, sumado a un régimen de tipo de cambio de libre flotación, generaba fluctuaciones constantes en el valor del peso. Esta situación dificultaba la integración económica del país, desincentivaba el comercio interprovincial y complicaba la coordinación fiscal y monetaria a nivel nacional. En este contexto, los desequilibrios cambiarios no solo eran frecuentes, sino que también respondían a tensiones estructurales vinculadas al modelo de acumulación vigente, basado en la exportación de productos primarios y en la dependencia del crédito externo.

Estas oscilaciones del tipo de cambio tenían efectos distributivos significativos: mientras que las apreciaciones beneficiaban a los consumidores urbanos por el abaratamiento de los bienes importados, perjudicaban a los sectores productores de bienes transables, cuya competitividad se veía reducida. A la inversa, las devaluaciones favorecían a los exportadores al mejorar sus márgenes de ganancia en moneda local, pero afectaban negativamente a los trabajadores y sectores asalariados, al encarecer el precio de los bienes importados y, en consecuencia, el costo de vida. Esta dinámica evidenciaba una puja distributiva entre sectores con intereses contrapuestos, que se expresaba en las disputas por la política cambiaria y monetaria.

La creación de la Oficina de Cambios en 1867 representó uno de los primeros intentos del gobierno argentino por establecer un sistema monetario estable y alineado con el Patrón Oro. Cabe mencionar que, previo a su implementación, se realizaron varios intentos de convertir la moneda local a un sistema de respaldo en oro, pero estos fracasaron debido a la insuficiencia de reservas metálicas (Cuccorese, 1959). En este contexto, el Banco de Buenos Aires estableció la Casa de Cambios, que posteriormente dio lugar a la Oficina de Cambios, con el principal objetivo de garantizar la convertibilidad del peso mediante una paridad fija de 25 pesos por onza de oro (Feldman, 2015).

Respecto a la acumulación de reservas —motivo por el cual habían fracasado los intentos anteriores de adhesión al patrón oro—, hasta la crisis de 1873 Argentina incrementó sus reservas de lingotes, lo que permitió una expansión del crédito interno. La implementación de la Oficina de Cambios coincidió con un contexto de superávit en la balanza de pagos y presiones apreciadoras, debido principalmente a la entrada de capitales extranjeros y a los préstamos obtenidos por los gobiernos nacional y provinciales en el mercado monetario de Londres (Feldman, 2015). Este contexto favorable permitió sostener temporalmente la convertibilidad, pero también generó tensiones internas respecto al uso de los recursos financieros.

Desde una perspectiva distributiva, la instauración de la Oficina de Cambios no tuvo efectos homogéneos en los distintos sectores sociales y económicos. La apreciación progresiva del peso favoreció a los asalariados y consumidores, ya que incrementó el poder adquisitivo de los salarios al reducir el costo de los bienes importados (Feldman, 2015). Sin embargo, este mismo fenómeno perjudicó a los productores agropecuarios y a los capitalistas industriales, quienes vieron reducida su competitividad y rentabilidad por

un tipo de cambio apreciado que encarecía los costos internos en términos relativos. Esta situación se agravó en un contexto internacional marcado por la deflación, que reducía los precios de exportación y afectaba las ganancias del sector transable.

La política monetaria de tipo fijo también tuvo efectos sobre el sector financiero. Los acreedores con deudas en pesos se beneficiaban de la apreciación, ya que la revalorización de la moneda disminuía el valor real de sus obligaciones. En cambio, quienes tenían deudas en oro o requerían financiamiento nuevo enfrentaban tasas de interés elevadas, como resultado de la necesidad de mantener la paridad cambiaria. Estas tasas altas restringían el acceso al crédito para la producción, lo cual generaba una segmentación financiera que favorecía a los sectores con mayor capacidad de acumulación de capital.

En este marco, la Oficina de Cambios fue promovida activamente por los sectores agroexportadores, especialmente por la Sociedad Rural Argentina (SRA), que presionó al gobierno para establecer un sistema de moneda convertible que pusiera fin a la inestabilidad monetaria. A través del lobby en el Congreso y en la prensa local, con el apoyo de figuras como Eduardo Olivera y los hermanos Mariano y Rufino Varela, la SRA consolidó su influencia en la aprobación de la Ley de 1867 que dio origen a la Oficina de Cambio (Feldman, 2015). El nuevo régimen beneficiaba a los exportadores al garantizar previsibilidad cambiaria y menores costos de transacción en el comercio internacional. También resultaba funcional al sector financiero, al reducir los riesgos asociados a la depreciación del peso y brindar mayor previsibilidad a las operaciones de crédito y comercio internacional.

La consolidación de la clase dominante en Argentina durante este período, analizada por autores como Duek e Inda (2006), también explica el respaldo político al nuevo régimen monetario. La alianza entre terratenientes, comerciantes e intermediarios financieros permitió instaurar una institucionalidad que, bajo el discurso de la estabilidad y la integración internacional, respondía a los intereses de los sectores más concentrados de la economía. Esta alianza no solo influyó en la creación de la Oficina de Cambios, sino que estableció un patrón que se repetiría en otras experiencias monetarias del país, como la Caja de Conversión o la Convertibilidad de los años 90.

El funcionamiento de la Oficina de Cambios debe entenderse también en el marco de la economía política del patrón oro. Como sostiene Eichengreen (2008), este sistema

implicaba una subordinación de la política monetaria a los flujos internacionales de oro, lo cual limitaba la capacidad de los países periféricos para responder a crisis externas. En el caso argentino, esta dependencia se reflejaba en la necesidad de mantener reservas elevadas para sostener la convertibilidad, lo que restringía el margen de maniobra del gobierno ante shocks negativos. Además, la lógica del patrón oro imponía una disciplina fiscal y monetaria que afectaba la posibilidad de aplicar políticas contracíclicas.

En definitiva, desde una perspectiva distributiva, la creación de la Oficina de Cambios respondió principalmente a la necesidad del sector agroexportador de frenar la apreciación del tipo de cambio, que reducía su rentabilidad al encarecer los costos internos y abaratar sus ingresos externos en moneda local. Aunque este régimen beneficiaba a los trabajadores por el abaratamiento de los bienes importados, también favorecía a ciertos sectores financieros. La estabilidad monetaria que ofrecía la paridad fija con el oro reducía los riesgos de depreciación del peso y brindaba mayor previsibilidad a las operaciones de crédito y comercio internacional. Sin embargo, esta aparente estabilidad tenía un costo en términos de autonomía política y vulnerabilidad externa.

La experiencia de la Oficina de Cambios pone en evidencia la tensión entre estabilidad monetaria y desarrollo productivo en contextos de subordinación financiera. Como se ha señalado, la convertibilidad sostenida por el ingreso de capitales externos creó un espejismo de estabilidad que colapsó cuando se revirtieron los flujos financieros internacionales. La crisis internacional de 1873, marcada por la contracción del crédito británico y la caída de los precios de exportación, debilitó las condiciones externas que sostenían el régimen y generó una presión insostenible sobre las reservas. Finalmente, en 1876, la convertibilidad fue suspendida, lo que significó el colapso definitivo de la Oficina de Cambios (Di Tella & Platt, 1986).

A la luz de esta experiencia, puede afirmarse que la Oficina de Cambios constituyó un laboratorio institucional en el que se ensayaron fórmulas de estabilización monetaria inspiradas en el patrón oro, pero adaptadas a una economía periférica. Sus resultados, aunque transitoriamente exitosos, evidenciaron los límites estructurales del modelo, especialmente en lo que respecta a su sostenibilidad externa y a su impacto social. Esta experiencia temprana permite trazar un hilo conductor con procesos posteriores de convertibilidad, mostrando cómo las decisiones de política monetaria están atravesadas por conflictos distributivos y condicionadas por la inserción internacional del país.

La historia de la Oficina de Cambios es, por tanto, mucho más que un episodio técnico de política monetaria. Representa un momento clave en la formación del Estado argentino moderno, en la consolidación de sus clases dominantes y en la configuración de una institucionalidad económica que, con variaciones, ha perdurado a lo largo del tiempo. Como señalan Vernengo y Caldentey (2020), los regímenes monetarios en América Latina deben analizarse en su relación con las estructuras de poder y con las condiciones de dependencia que definen a las economías periféricas. En este sentido, la Oficina de Cambios es un caso paradigmático de cómo las élites locales buscaron estabilizar sus condiciones de acumulación a través de mecanismos que, si bien brindaban previsibilidad, también reforzaban las vulnerabilidades externas y limitaban la soberanía económica del país.

6 Primeros desafíos al sistema: el dólar comienza a ganar espacio (década de 1920)

Adentrándonos en la transición de la libra esterlina al dólar como moneda dominante, es importante señalar que, si bien la libra mantuvo su rol hegemónico hasta la Primera Guerra Mundial, Estados Unidos ya había comenzado a consolidarse como una potencia económica a finales del siglo XIX. En 1873, el país abandonó el bimetalismo y eliminó la plata como base monetaria, acercándose más al modelo británico del Patrón Oro (Eichengreen, 2008). Este cambio fue fundamental para estabilizar el sistema monetario estadounidense, que hasta entonces enfrentaba importantes oscilaciones y crisis bancarias, como las de 1873 y 1893. Sin embargo, el dólar aún no era una moneda de uso global y el comercio estadounidense seguía dependiendo en gran medida de la libra esterlina (Bruchanski, 2023).

El cambio de paradigma se consolidó con la creación de la Reserva Federal en 1913, una institución que permitió a Estados Unidos desarrollar un sistema financiero más sólido y centralizado. Esta nueva entidad facilitó la expansión del crédito, mejoró la regulación bancaria y dotó al país de una herramienta poderosa para proyectar su influencia financiera a nivel internacional. En ese marco, Estados Unidos comenzó a posicionarse como prestamista global, desplazando gradualmente a Gran Bretaña del centro del sistema financiero internacional. Como resultado, a partir de 1900, Estados

Unidos promovió políticas de dolarización en América Latina con el objetivo de que los países de la región adoptaran sistemas de cambio oro vinculados al dólar. Esta estrategia buscaba desafiar la supremacía de Londres como centro financiero global y fortalecer la influencia estadounidense en el comercio internacional (Helleiner, 2003; citado en Bruchansky, 2023).

Un elemento clave de esta transición fueron las llamadas misiones Kemmerer. Lideradas por el economista Edwin Kemmerer durante la década de 1920, estas misiones fueron enviadas a países como Colombia, Chile, Ecuador, Bolivia y Perú, con el propósito de asesorar sobre reformas monetarias y financieras. Kemmerer recomendaba la creación de bancos centrales autónomos, la adopción de patrones de convertibilidad similares al dólar, y reformas fiscales que garantizaran la disciplina monetaria. En el fondo, estas propuestas consolidaban el modelo estadounidense de organización monetaria y su influencia en América Latina (Pérez Caldentey y Vernengo, 2020). Además de promover la adopción del patrón oro con base en el dólar, las misiones también difundieron ideas ligadas al orden liberal internacional, como la estabilidad cambiaria, la independencia de los bancos centrales, y la apertura comercial y financiera.

Si bien estas reformas buscaban modernizar los sistemas financieros latinoamericanos, también supusieron una pérdida de soberanía monetaria, al subordinar las políticas económicas nacionales a los flujos de capital y a la lógica del nuevo patrón dólar. El fortalecimiento del dólar como moneda internacional no solo implicó un cambio en los medios de pago y reserva de valor utilizados por los países periféricos, sino que también redefinió las relaciones de poder en el sistema financiero global. Mientras que durante el siglo XIX los países latinoamericanos estructuraban sus sistemas monetarios alrededor de la libra esterlina, a partir de la década de 1920 comenzaron a reorientarse hacia el dólar, consolidando así un nuevo eje de dependencia financiera.

La Primera Guerra Mundial fue un punto de inflexión en este proceso. El esfuerzo bélico agotó los recursos del imperio británico, generó una fuerte expansión de la deuda pública y debilitó la capacidad de Londres para mantener la convertibilidad de la libra en oro. Tras la guerra, Gran Bretaña intentó restaurar el patrón oro en 1925, pero en condiciones mucho menos favorables que antes. Según Tooze (2023), esta restauración fue fallida, ya que no contó con el respaldo fiscal ni monetario necesario, lo que desembocó en una prolongada deflación y estancamiento económico. Mientras tanto, Estados Unidos, con una economía más robusta, altas reservas de oro y un sistema

bancario fortalecido por la Reserva Federal, emergió como el nuevo centro del sistema monetario global.

La crisis financiera europea de posguerra profundizó este giro. La incapacidad de los países europeos para estabilizar sus monedas, la inflación descontrolada en economías como Alemania (hiperinflación de 1923), y la creciente dependencia de los préstamos estadounidenses, llevaron a una progresiva dolarización del comercio y las finanzas internacionales. El dólar comenzó a utilizarse cada vez más como unidad de cuenta y medio de pago en transacciones internacionales, desplazando a la libra esterlina, cuyo prestigio monetario se erosionaba rápidamente. Como señala Bruchanski (2023), este proceso no fue automático ni lineal, pero marcó un punto de inflexión hacia la hegemonía monetaria estadounidense.

En América Latina, este proceso tuvo efectos profundos. La subordinación financiera al dólar significó que las políticas monetarias de los países de la región quedaran supeditadas a las decisiones de la Reserva Federal. La necesidad de atraer capitales externos incentivó el mantenimiento de altas tasas de interés internas, la liberalización de cuentas de capital y la adopción de regímenes de tipo de cambio fijo, lo que a menudo resultó en una vulnerabilidad frente a las crisis externas. Así, la consolidación del dólar como moneda de referencia global implicó también un cambio en la forma en que las economías periféricas diseñaban sus estrategias de política económica.

Por último, cabe mencionar que la transición de la hegemonía británica a la estadounidense no fue solo un fenómeno financiero. También supuso una reconfiguración geopolítica más amplia, en la que Estados Unidos pasó a desempeñar un rol central en la gobernanza económica internacional. La creación del Banco de Pagos Internacionales en 1930 y los primeros debates sobre un sistema monetario global en la antesala de Bretton Woods ya anticipaban este nuevo orden mundial. Aunque el patrón oro sobrevivió hasta la década de 1930, el ascenso del dólar y el repliegue de la libra marcaron el inicio de una nueva etapa en el capitalismo global.

En este contexto de transición monetaria y reconfiguración de poderes económicos internacionales, se analizará a continuación cómo respondió Argentina a este nuevo escenario. En particular, se estudiará el funcionamiento de la Caja de Conversión (1899-

1930) como mecanismo de estabilización monetaria, su articulación con el patrón oro y sus efectos en la estructura económica nacional.

7 La Caja de Conversión (1899-1930): funcionamiento, impacto distributivo y limitaciones

Por su parte, Argentina no fue ajena a las transformaciones en el orden monetario global y adoptó como estrategia monetaria y cambiaria la creación de la Caja de Conversión, que funcionó entre 1899 y 1930. Esta institución reflejaba claramente la influencia de los modelos europeos, especialmente del patrón oro británico, y buscaba estabilizar la moneda local dentro de un sistema financiero internacional dominado, en un primer momento, por la libra esterlina y, posteriormente, por el dólar estadounidense (Pérez Caldentey & Vernengo, 2007; Di Tella & Platt, 1986). En este sentido, la Caja de Conversión representó un avance institucional más estructurado en relación con experiencias anteriores como la Oficina de Cambios, aportando estabilidad cambiaria pero también imponiendo limitaciones importantes a la política económica.

La Caja fue establecida en 1899 durante la segunda presidencia del general Julio A. Roca, por iniciativa de su ministro de Hacienda, José María Rosa y Pons. La implementación de este régimen estuvo motivada por la crisis financiera de 1890, cuyas repercusiones dejaron al descubierto la inestabilidad del sistema monetario argentino y la necesidad de restaurar la confianza de los inversores externos (Vernengo, 2007). La idea detrás de la Caja era volver a un régimen de convertibilidad que vinculase estrictamente la emisión de moneda local con reservas en oro, siguiendo los lineamientos del patrón oro clásico.

La Ley de Conversión de 1899 fijó la equivalencia entre el peso papel y el oro en 44 centavos oro por cada peso emitido (Pérez Caldentey & Vernengo, 2020). Este valor fue pensado para estabilizar las expectativas del mercado y limitar la discrecionalidad del gobierno en la política monetaria. Cabe señalar que la Caja de Conversión no funcionaba como un banco central moderno, ya que no tenía capacidad para implementar políticas activas de crédito o regular las tasas de interés. Su único mandato era garantizar la convertibilidad de la moneda mediante la acumulación de reservas internacionales.

Incluso tenía permitido intervenir en el mercado de cambios para mantener la paridad cambiaria establecida por ley (Vernengo, 2007).

Durante el período de mayor estabilidad (1899-1914), la Caja cumplió efectivamente su propósito: contribuyó a estabilizar la economía, atrajo flujos de capitales externos, redujo el riesgo país, y permitió a la Argentina insertarse con mayor previsibilidad en el comercio internacional. Como resultado, las exportaciones agropecuarias crecieron sostenidamente, y el país se consolidó como uno de los principales exportadores mundiales de productos primarios (Di Tella & Platt, 1986). Según Pérez Caldentey y Vernengo (2020), entre 1895 y 1914, la entrada neta de capitales permitió que la Caja funcionara de forma "automática", es decir, sin necesidad de intervención directa del Estado para sostener la convertibilidad. Esta entrada de capitales se materializaba en la acumulación de oro y divisas que respaldaban la base monetaria.

Desde una perspectiva distributiva, la Caja de Conversión también respondía a un conflicto social latente entre clases. Rosa impulsó la Ley de Conversión para estabilizar el tipo de cambio y poner fin a la elevada prima sobre el oro que perjudicaba a los intereses comerciales del país. Según John H. Williams, “La intención principal de Rosa... era poner un fin al continuo aumento y caída del premio sobre el oro, tan perjudicial para los intereses comerciales del país” (Williams, 1920, citado en Pérez Caldentey & Vernengo, 2020, p. 5). Por su parte, Ford (1962) destaca que “las consecuencias distributivas del valor de la moneda son de la mayor importancia para entender las acciones del Congreso que reflejaban los deseos de estos poderosos intereses (los de los terratenientes y exportadores)” (Ford, 1962, citado en Pérez Caldentey & Vernengo, 2020, p. 5).

El conflicto distributivo en torno al tipo de cambio se hacía evidente en la evolución de la prima del oro sobre el peso. Durante los años previos a la creación de la Caja, esta prima había aumentado drásticamente. En 1892 alcanzó un valor de 239 sobre una base de 100 en 1886, y en 1894 llegó a 257. Estas cifras reflejan un escenario de fuerte devaluación y volatilidad, que generaba ganancias extraordinarias para los exportadores cuyos ingresos estaban vinculados al oro pero que pagaban sus costos en pesos (Pérez Caldentey & Vernengo, 2020).

Sin embargo, con la entrada creciente de oro a partir de 1896, la prima comenzó a descender, lo que redujo las ganancias de los exportadores y cambió los incentivos. Ahora, estos sectores demandaban una conversión formal que les asegurara un marco previsible. Así, la presión política de la clase terrateniente, nucleada en la Sociedad Rural Argentina (SRA), resultó decisiva para la aprobación de la Ley de Conversión y el establecimiento de la Caja (Feldman, 2015).

El impacto del régimen sobre los diferentes sectores sociales fue heterogéneo. Por un lado, los asalariados y consumidores se beneficiaron del abaratamiento de bienes importados, lo que aumentó su salario real. Por otro lado, la apreciación cambiaria reducía la competitividad de la producción nacional y afectaba negativamente a los industriales locales. Este fenómeno intensificó la dependencia del país respecto a las importaciones de bienes manufacturados, obstaculizando la industrialización incipiente (Di Tella & Platt, 1986).

Los efectos sobre el sector financiero también fueron significativos. Aquellos que tenían deudas denominadas en pesos se vieron beneficiados, ya que la apreciación del peso reducía el valor real de sus obligaciones. No obstante, quienes tenían compromisos en oro o necesitaban acceder a nuevos créditos encontraron mayores dificultades, debido a las altas tasas de interés derivadas de la política de defensa de la paridad cambiaria. Estas tasas limitaban el financiamiento productivo, consolidando un patrón de acumulación basado en la exportación primaria y no en la expansión del mercado interno.

Desde el punto de vista de la teoría económica, la Caja de Conversión reflejaba una visión ortodoxa de la estabilidad monetaria, en la que el control de la inflación y el equilibrio externo se alcanzaban a través de reglas estrictas. Sin embargo, este enfoque suponía renunciar a herramientas esenciales de política económica, como la capacidad de devaluar la moneda para proteger el empleo o la producción local. En este marco, la estabilidad nominal se logró a costa de una mayor vulnerabilidad ante shocks externos y de una fuerte rigidez en la política económica (Eichengreen, 2008).

En este sentido, la experiencia argentina con la Caja de Conversión puede analizarse como parte de un patrón más amplio de subordinación financiera en las economías periféricas. Tal como han señalado autores como Vernengo (2020) y Malic y Santarcángelo (2022), los países latinoamericanos han enfrentado históricamente

restricciones para ejercer una política monetaria autónoma debido a la dependencia de los flujos de capital y a la estructura jerárquica del sistema financiero internacional. En este contexto, la Caja de Conversión representó una forma de institucionalizar esa subordinación, al vincular el valor de la moneda a un activo externo (el oro) y condicionar toda la política económica a su disponibilidad.

La rigidez del sistema quedó expuesta durante la Primera Guerra Mundial, cuando se interrumpieron los flujos internacionales de capital, se suspendió la convertibilidad en varios países, y se evidenció la necesidad de contar con instrumentos flexibles para enfrentar situaciones de crisis. Aunque Argentina logró mantener la paridad durante los primeros años de la guerra, la presión sobre las reservas y las necesidades fiscales crecientes terminaron por debilitar el régimen. La Caja continuó operando de forma intermitente hasta su disolución definitiva en 1930, en el marco de la crisis del sistema económico internacional que culminó con el colapso del patrón oro clásico.

En suma, la Caja de Conversión representó una experiencia paradigmática en la historia económica argentina. Por un lado, ofreció un período de estabilidad cambiaria y financiera que facilitó la inserción del país en los mercados internacionales. Por otro, limitó las capacidades del Estado para responder a las necesidades internas, favoreció a los sectores agroexportadores y acentuó la dependencia estructural del país. Tal como lo señala Vernengo (2007), esta experiencia permite entender las raíces históricas de la dolarización de excedentes líquidos en la Argentina contemporánea, en tanto muestra cómo las clases dominantes han recurrido sistemáticamente a regímenes de convertibilidad para garantizar la protección de sus activos frente a las fluctuaciones monetarias.

En la actualidad, los paralelismos con el funcionamiento de la Caja de Conversión son evidentes. La dolarización informal de la economía argentina, el uso del dólar como reserva de valor, y las tensiones recurrentes en torno al tipo de cambio son fenómenos que remiten a la historia de la convertibilidad en el país. Comprender la lógica de instituciones como la Caja permite, por tanto, iluminar las continuidades en la configuración del régimen cambiario y monetario argentino, y plantea interrogantes sobre la posibilidad de desarrollar políticas económicas autónomas en un contexto de alta dependencia externa.

A modo de cierre, resulta necesario retomar una dimensión clave del análisis: la articulación entre régimen monetario, estructura productiva y conflicto distributivo. Como han señalado autores como Diamand (1985), Prebisch (1949) o Furtado (1971), las restricciones externas al desarrollo en América Latina no son solo de naturaleza técnica, sino también política. En este sentido, la Caja de Conversión no puede entenderse solo como un instrumento técnico de estabilidad monetaria, sino como una institución atravesada por las relaciones de poder y por la disputa por el excedente. Su historia refleja, en última instancia, la tensión entre estabilidad externa y soberanía económica, entre integración internacional y desarrollo nacional.

8 Crisis y desmantelamiento de la Caja de Conversión

De acuerdo con Pérez Caldentey y Vernengo (2020), durante los primeros años del siglo XX, la Caja de Conversión operó con relativa estabilidad, apoyada en un contexto internacional sumamente favorable para las exportaciones agropecuarias argentinas. Este entorno, caracterizado por altos precios internacionales de los productos primarios y abundante disponibilidad de capitales internacionales, permitió un ingreso constante de divisas al país, fortaleciendo así las reservas de oro y la percepción de solvencia fiscal y monetaria. La estabilidad cambiaria y monetaria lograda bajo este régimen contribuyó, además, a consolidar una imagen de previsibilidad y orden macroeconómico que fue bien recibida por los inversores extranjero.

Sin embargo, esta aparente solidez se sostenía sobre una estructura económica altamente vulnerable. Como bien señalan Pérez Caldentey y Vernengo (2020), la convertibilidad impuesta por la Caja de Conversión eliminaba toda capacidad de respuesta por parte del Estado ante shocks externos. La política monetaria quedaba completamente subordinada a los flujos internacionales de capital y comercio. Este aspecto estructural fue especialmente problemático dado que el modelo agroexportador argentino dependía en gran medida de las condiciones del mercado internacional, particularmente de Europa y Gran Bretaña, donde se concentraban sus principales socios comerciales.

En este marco, el inicio de la Primera Guerra Mundial en 1914 marcó un punto de inflexión. La guerra provocó una fuerte caída del comercio internacional y, con ello, una drástica reducción en las exportaciones argentinas. Este fenómeno, sumado a condiciones climáticas desfavorables en el plano local, deterioró sensiblemente la balanza de pagos. A ello se añadió una fuerte contracción en los precios de la tierra y otros activos, provocando una pérdida considerable de riqueza en los sectores agroexportadores, especialmente los grandes terratenientes que habían sido los principales beneficiarios del régimen de convertibilidad durante su etapa de auge.

La lógica de funcionamiento de la Caja de Conversión amplificó estos efectos. La reducción en las exportaciones significó una menor entrada de oro, lo cual limitó automáticamente la base monetaria disponible. En un esquema de tipo de cambio fijo respaldado en oro, esta disminución no podía ser compensada con emisión monetaria, lo que derivó en una contracción de la liquidez. Esta escasez de circulante se tradujo en una reducción del crédito, caída del consumo, recesión económica, desempleo y un nuevo desplome en el valor de los activos. Este círculo vicioso minó la confianza de los actores económicos, tanto locales como internacionales, y precipitó una crisis financiera que puso en jaque la estabilidad del sistema.

La situación descripta no solo revelaba los límites del patrón oro para una economía periférica como la argentina, sino también sus consecuencias distributivas. Mientras que en épocas de bonanza los beneficios del régimen habían favorecido claramente al sector terrateniente y financiero, las crisis redistribuían los costos sobre los sectores más vulnerables, especialmente los trabajadores y pequeños productores. La imposibilidad de utilizar herramientas contracíclicas de política económica, como la emisión monetaria o el crédito estatal, profundizó las desigualdades existentes.

Si bien en 1927, durante el segundo gobierno de Hipólito Yrigoyen, se intentó reinstaurar la convertibilidad, este esfuerzo resultó efímero. La coyuntura internacional ya mostraba signos de agotamiento: los flujos de capital hacia América Latina comenzaban a disminuir y los precios internacionales de los commodities mostraban una tendencia a la baja. Además, la capacidad del Estado argentino para sostener el régimen sin comprometer su incipiente autonomía política y económica se había debilitado. La

restauración de la convertibilidad en este contexto fue más un gesto de disciplina fiscal que una medida sostenible en el tiempo.

La Gran Depresión de 1929 actuó como catalizador definitivo del colapso del régimen. El derrumbe de Wall Street no solo provocó una retracción drástica del crédito internacional, sino que también afectó el comercio global de manera profunda. Las exportaciones argentinas cayeron abruptamente, al igual que los ingresos fiscales y las reservas de oro. El impacto fue inmediato: el gobierno ya no pudo mantener la paridad cambiaria y se vio forzado a suspender nuevamente la convertibilidad.

Finalmente, en 1931, la Caja de Conversión fue oficialmente desmantelada. Este hecho marcó el fin de una etapa y el comienzo de una nueva fase en la historia monetaria argentina, caracterizada por una mayor intervención del Estado. A partir de entonces, se comenzó a transitar hacia un modelo en el que la política monetaria sería utilizada como herramienta de desarrollo económico, aún en el marco de las profundas tensiones y resistencias internas que persistían.

El abandono del régimen de convertibilidad abrió paso a una etapa en la que el Estado comenzó a recuperar su capacidad de acción. Se volvieron a implementar políticas expansivas, destinadas a reactivar la economía, proteger la industria nacional y reducir la dependencia del capital externo. Aunque no sin dificultades, esta transición sentó las bases para las posteriores políticas de industrialización por sustitución de importaciones que marcarían la década de 1940.

Desde una perspectiva teórica, el colapso de la Caja de Conversión puede interpretarse como la manifestación de una contradicción estructural del patrón oro: su aparente estabilidad monetaria descansaba en una total inflexibilidad frente a los ciclos económicos. Esta rigidez, que en las economías centrales podía ser compensada mediante mecanismos financieros sofisticados o por la capacidad de actuar como prestamistas de última instancia, resultaba inviable para países periféricos cuya integración al sistema financiero global era fundamentalmente asimétrica.

En este sentido, como advierte Eichengreen (2008), el patrón oro requería de una disciplina que pocas economías estaban en condiciones de mantener en el largo plazo sin sacrificar objetivos sociales y de desarrollo. En el caso argentino, la evidencia histórica demuestra que dicha disciplina fue funcional a los intereses de los sectores dominantes, pero socialmente regresiva y macroeconómicamente insostenible en contextos adversos.

De forma complementaria, autores como Furtado (1971) y Prebisch (1949) han remarcado que los esquemas monetarios rígidos en economías exportadoras de productos primarios tienden a profundizar la dependencia externa, obstaculizando procesos de diversificación productiva y desarrollo industrial. La experiencia argentina durante la vigencia de la Caja de Conversión refuerza esta tesis, al mostrar cómo un régimen monetario concebido para garantizar estabilidad se convirtió, en los hechos, en una trampa para el crecimiento.

En resumen, la crisis y el desmantelamiento de la Caja de Conversión fueron consecuencia tanto de factores exógenos —como los shocks internacionales— como de limitaciones estructurales del propio régimen. Lejos de ser un episodio aislado, este proceso reflejó las profundas tensiones distributivas y estructurales de la economía argentina, tensiones que continuarían marcando su historia monetaria a lo largo del siglo XX. Como ha señalado Diamand (1985), la relación entre el tipo de cambio, la estructura productiva y el conflicto distributivo constituye una de las claves para entender los ciclos económicos del país. El final de la Caja de Conversión, en este sentido, no fue el fin de un problema, sino el cierre de un capítulo que dejaría una profunda huella en las políticas económicas futuras.

Por último, con el objetivo de sintetizar los principales elementos analizados a lo largo de este trabajo y facilitar una comparación entre ambos regímenes monetarios, a continuación, se presenta un cuadro comparativo entre la Oficina de Cambios (1867–1875) y la Caja de Conversión (1899–1930). Este resumen permite visualizar de manera esquemática las similitudes y diferencias en cuanto a su contexto de implementación, objetivos, mecanismos de funcionamiento, efectos distributivos y causas de su colapso, reafirmando la tesis central de este trabajo: la política monetaria y cambiaria en Argentina ha estado históricamente atravesada por tensiones distributivas estructurales y por una profunda dependencia del contexto financiero internacional.

Cuadro comparativo oficina de cambios caja de conversión

Aspectos	Oficina de Cambios (1867–1875)	Caja de Conversión (1899–1930)
Contexto histórico	Post-organización nacional, consolidación del modelo agroexportador	Post-crisis de 1890, estabilización tras la cesación de pagos
Objetivo principal	Estabilizar la moneda y garantizar la convertibilidad con respaldo en oro	Controlar la emisión monetaria y garantizar paridad oro-peso
Marco internacional	Régimen del Patrón Oro con hegemonía británica	Continuidad del Patrón Oro, pero con transición hacia la hegemonía del dólar
Régimen cambiario	Paridad fija de 25 pesos por onza de oro	Conversión a 44 centavos oro por peso papel
Institución responsable	Banco de Buenos Aires (Casa de Cambios)	Caja de Conversión (organismo autónomo)
Funcionamiento	Limitado por escasas reservas y fragilidad institucional	Estable hasta la crisis de 1914, automático durante 1899–1914

Beneficiarios	Sector agroexportador y financiero	Terratenientes, exportadores y capital financiero
Impacto distributivo	Perjudicó a productores en épocas de apreciación	Benefició a exportadores con tipo de cambio apreciado
Limitaciones	Dependencia del capital extranjero; colapso por crisis internacional	Inflexibilidad frente a shocks externos; desmantelada en 1931
Duración y cierre	1867–1875 (suspendida por la crisis de 1873)	1899–1930 (cerrada tras la Gran Depresión de 1929)

9 Reflexiones finales

El presente trabajo ha permitido explorar los antecedentes históricos de la política monetaria y cambiaria en Argentina a partir del análisis de dos instituciones claves: la Oficina de Cambios (1867–1875) y la Caja de Conversión (1899–1931), en el marco del Patrón Oro y la hegemonía financiera británica, primero, y posteriormente en transición hacia la preeminencia del dólar.

Lo revisado confirma de manera elocuente que la configuración de los regímenes cambiarios y monetarios no responde exclusivamente a principios técnicos o de eficiencia económica, sino que está profundamente atravesada por conflictos distributivos y relaciones de poder entre clases sociales. Esta afirmación, lejos de ser meramente teórica, se constata empíricamente al observar cómo distintos sectores sociales –terratenientes, exportadores, trabajadores asalariados, industriales o el sector financiero– han buscado incidir en la definición del tipo de cambio como una herramienta para apropiarse del excedente económico.

Desde esta perspectiva, la política monetaria y cambiaria debe ser comprendida como un campo de disputa. Como plantean autores estructuralistas, el tipo de cambio no es una variable neutral, sino un instrumento que distribuye renta entre sectores sociales y entre fracciones del capital. En este sentido, tanto la Oficina de Cambios como la Caja de Conversión funcionaron como dispositivos institucionales para fijar el tipo de cambio en contextos de apertura comercial y dependencia financiera, favoreciendo a los sectores exportadores y al capital financiero en detrimento de los sectores industriales incipientes y, en muchos casos, de los trabajadores. Así, se consolida la idea de que la moneda no es solo un medio de intercambio, sino una expresión material del conflicto distributivo.

El vínculo entre estos episodios históricos y el objeto central de la tesis de doctorado (la persistencia de la dolarización de excedentes líquidos en Argentina entre 2002 y 2020) se encuentra en la reproducción estructural de una restricción externa clásica –asociada a la escasez de divisas para sostener el crecimiento económico– y otra vinculada, de carácter financiero –derivada de la fuga de capitales y la preferencia por el ahorro en moneda extranjera por parte de los residentes.

Estas restricciones, que son características de las economías periféricas según la literatura estructuralista latinoamericana, expresan la debilidad estructural de los países que no emiten una moneda internacionalmente demandada, lo que los obliga a mantener políticas que aseguren la disponibilidad de divisas mediante incentivos a sectores con capacidad de generación de divisas (como el agroexportador), aun a costa de otros sectores.

El presente trabajo ha demostrado que ya en el siglo XIX se verificaba una secuencia estructural que aún hoy persiste: ingreso de divisas por auge exportador, apreciación del tipo de cambio real, abaratamiento de bienes importados y auge del consumo, caída de la competitividad externa, presión sobre la balanza de pagos, expectativas de devaluación, fuga o dolarización de excedentes líquidos, y finalmente crisis cambiaria.

Este comportamiento estructural de la economía argentina refleja, además, una lógica de acumulación centrada en la valorización de la renta agraria y en la concentración de la riqueza en sectores que no reinvierten sus excedentes en la economía productiva local. La formación de activos externos –como se denomina técnicamente a la dolarización de excedentes líquidos– no es un fenómeno aislado ni meramente

psicológico. Es, en cambio, una manifestación de un patrón histórico de reproducción del capital en el país. En este punto, es clave retomar los aportes de Vernengo, Pérez Caldentey (2020) y Amico (2013), quienes sostienen que la persistencia de esta dinámica en Argentina obedece a causas estructurales y no solo coyunturales.

En este sentido, tanto la Oficina de Cambios como la Caja de Conversión pueden ser interpretadas como mecanismos institucionales que intentaron ofrecer estabilidad nominal a través de la convertibilidad del peso en oro, a cambio de resignar soberanía monetaria. En ambos casos, la convertibilidad se sostuvo mientras el contexto internacional fue favorable (flujo de capitales, buenos términos de intercambio, financiamiento externo), pero colapsó ante los primeros shocks adversos (crisis de 1873, guerra de 1914, crisis de 1929). Es decir, su estabilidad era condicional, y su fragilidad estructural estaba determinada por factores externos a la política económica nacional.

La lógica de funcionamiento de estos regímenes –basada en la acumulación de reservas, en la disciplina fiscal y en la limitación de la emisión monetaria– tuvo consecuencias concretas sobre la distribución del ingreso. Como se ha señalado a lo largo del trabajo, en contextos de apreciación cambiaria, los sectores asalariados podían beneficiarse en términos de consumo, pero al costo de la pérdida de rentabilidad del sector exportador. A su vez, cuando la apreciación se volvía insostenible, la devaluación que seguía tenía efectos regresivos: pérdida de poder adquisitivo, caída del salario real, aumento de precios y fuga de capitales. Así, el tipo de cambio operaba como un mecanismo de transferencia de recursos entre clases, reproduciendo un patrón cíclico de inestabilidad.

De este modo, los regímenes de convertibilidad no solo fueron expresión de una política económica sino también de una estructura de poder. Los sectores exportadores, en particular los terratenientes, presionaron históricamente para mantener un tipo de cambio alto que les aseguraba una mayor rentabilidad cuando se producían grandes entradas de capitales que apreciaban el tipo de cambio. En contrapartida, estos regímenes condicionaban al Estado a no intervenir, a no expandir el gasto público, a no financiar el desarrollo industrial, y a depender del crédito externo. El conflicto distributivo se expresaba entonces en el régimen monetario mismo, en su diseño institucional y en sus efectos.

Al observar el presente desde esta perspectiva histórica, es posible comprender por qué en Argentina persiste un patrón de dolarización de excedentes líquidos. Esta práctica –criticada desde diferentes posiciones– no es un fenómeno aislado, sino en parte como el resultado de recomponer la rentabilidad del sector agroexportador en contextos de apreciación cambiaria o de aumento de costos salariales unitarios. En este sentido, las presiones devaluatorias y la realización de las ismas han sostenido la dolarización de excedentes como consecuencia de estos elementos distributivos.

En este marco, la comparación con otros países de la región –Chile, México, Brasil, Perú y Bolivia– resulta particularmente reveladora. Los mismos han logrado solucionar este problema que era similar en la región en la década de los 80. Argentina, en cambio, sigue atrapada en un ciclo de inestabilidad que tiene raíces en su historia económica y en la configuración de su estructura productiva. Como señala Diamand (1985), sin un manejo coherente del tipo de cambio y del sistema financiero, no es posible construir un proyecto de desarrollo autónomo e inclusivo.

En suma, este trabajo aporta una mirada histórica-funcional que refuerza los supuestos teóricos de la tesis doctoral y amplía la comprensión del presente a partir de sus raíces estructurales. La reconstrucción de estos antecedentes permite no solo contextualizar los desafíos actuales, sino también repensar el diseño de políticas monetarias y cambiarias alternativas que consideren los conflictos distributivos, los límites de la soberanía monetaria en economías periféricas y la necesidad de articular mecanismos de regulación que eviten la fuga de capitales, garanticen estabilidad y permitan un crecimiento sostenido e inclusivo.

Repensar las políticas económicas del presente exige entonces incorporar las lecciones del pasado. La historia de la Oficina de Cambios y de la Caja de Conversión muestra que no existe una política monetaria neutral, ni una convertibilidad “técnica”, sino que toda política cambiaria responde a relaciones de poder. Las resiones devaluatorias que conlleva la dolarización de excedentes líquidos, entendida como una forma de fuga, es también una forma de dominación, en tanto erosiona la capacidad del Estado para decidir su destino económico. Superarla implica más que controlar el tipo de cambio: requiere transformar la estructura económica y disputar el sentido del desarrollo

Por último, más allá del análisis histórico de los regímenes monetarios abordados, resulta pertinente esbozar algunas reflexiones sobre la continuidad estructural de los

problemas analizados y su proyección en la Argentina contemporánea. En este sentido, la persistencia del fenómeno de dolarización de excedentes líquidos no puede interpretarse solamente como una cuestión cultural o de preferencias individuales, sino como el reflejo de una estructura económico-institucional que reproduce incentivos concretos para la fuga o el resguardo en moneda extranjera.

En este contexto, el tipo de cambio sigue siendo una variable central del conflicto distributivo. Las decisiones en torno a su nivel, a su régimen (fijo o flotante), o a su administración, generan efectos diferenciales sobre los ingresos y expectativas de distintos sectores sociales. En general, como se menciona un tipo de cambio bajo (apreciado) favorece el consumo de bienes importados y beneficia a los sectores asalariados urbanos en el corto plazo, pero perjudica al sector transable y a las reservas del Banco Central. A la inversa, un tipo de cambio alto mejora la rentabilidad exportadora y acumula divisas, pero implica mayores precios internos y suele recaer sobre el salario real.

Este dilema se encuentra en el centro del modelo económico argentino desde hace décadas, y está profundamente influenciado por la capacidad de los actores dominantes para imponer su preferencia distributiva. La historia de la Oficina de Cambios y de la Caja de Conversión ofrece ejemplos tempranos de este mismo patrón: regímenes monetarios adoptados con la promesa de estabilidad, pero que en los hechos consolidaron una estructura regresiva de acumulación y vulnerabilidad externa.

Así, el trabajo recupera una tesis central del estructuralismo latinoamericano: la política económica en los países periféricos está determinada no sólo por restricciones externas sino también por relaciones internas de poder, lo que impide pensar soluciones técnicas desvinculadas del conflicto distributivo. Superar la dolarización de excedentes no será posible sin transformar simultáneamente la estructura del poder económico y la institucionalidad que la reproduce.

Por eso, resulta clave avanzar en propuestas que aborden esta problemática desde una perspectiva integral. No se trata solamente de ofrecer incentivos financieros o modificar la regulación cambiaria, sino de reconstruir un esquema de política económica que articule objetivos de desarrollo, distribución e inclusión, y que otorgue centralidad a la inversión en sectores estratégicos y la progresiva desdolarización del sistema

financiero. La historia económica argentina, lejos de ser un obstáculo, ofrece enseñanzas valiosas para ese camino.

Bibliografía consultada

Amico, F. (2013). Crecimiento, distribución y restricción externa en Argentina. *CIRCUS*, 3(5), 31–80.

Amico, F., Serrano, F. y Vernengo, M. (2023). Monetarismo y bimonetarismo. *Le Monde Diplomatique*, edición Cono Sur. <https://www.eldiplo.org/notas-web/como-evitar-el-bimonetarismo-y-el-monetarismo/>

Bloomfield, A. I. (1959). *Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880–1914*. New York: Federal Reserve Bank of New York.

Bortis, H. (1997). *Institutions, Behaviour and Economic Theory: A Contribution to Classical-Keynesian Political Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.

Braun, O. y Joy, L. (1981). Un modelo de estancamiento económico: Estudio de caso sobre la economía argentina. *Desarrollo Económico*, 20(80), 585–604.

Bruchanski, M. (2023). Una historia del sistema monetario internacional. *Revista de Administración y Economía UNPAZ*.

Crespo, E. (2023). Cómo evitar la desaparición del peso. *Le Monde Diplomatique*, edición Cono Sur. <https://www.eldiplo.org/278-la-consagracion-de-la-desigualdad/como-evitar-la-desaparicion-del-peso/>

Cuccorese, F. (1959). *Historia monetaria y cambiaria de la República Argentina, 1810–1870*. Buenos Aires: BCRA.

Cuccorese, F. (1966). Las instituciones monetarias y bancarias en la Argentina del siglo XIX. Buenos Aires: Instituto de Investigaciones Económicas, FCE-UBA.

De Medeiros, C. A. (2008). Financial dependency and growth cycles in Latin American countries. *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(1), 79–99.

Diamand, M. (1985). El péndulo argentino: ¿hasta cuándo? *Cuadernos del Centro de Estudios de la Realidad Económica*, 1(1).

Diamand, M. (1985). La estructura productiva desequilibrada de la Argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*, 25(100).

Díaz Alejandro, C. (1975). Ensayos sobre la historia económica argentina. Buenos Aires: Amorrortu.

Di Tella, G. y Platt, D. C. M. (1986). La república conservadora: 1880–1916. Buenos Aires: Paidós.

Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System* (2ª ed.). Princeton: Princeton University Press.

Feldman, G. D. (2015). Distributive conflict and monetary institutions in peripheral economies: A comparative analysis of Argentina and Brazil (1860s–1930s). En M. Vernengo y B. Wray (Eds.), *The Rise and Fall of Central Bank Independence* (pp. 165–184). Cheltenham: Edward Elgar.

Ferns, H. S. (1966). *Gran Bretaña y Argentina en el siglo XIX*. Buenos Aires: Solar-Hachette.

Ford, A. G. (1962). *The Gold Standard 1880–1914: Britain and Argentina*. Oxford: Clarendon Press.

Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL*, (80), 41–54.

Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Brazilian Journal of Political Economy*, 23, 437–455. <https://doi.org/10.1590/0101-31572004-0671>

Furtado, C. (1971). Dependencia externa y teoría económica. *El Trimestre Económico*, 38(150), 335–349.

Furtado, C. (1971). *El subdesarrollo y el desarrollo*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Garegnani, P. (1984). Value and distribution in the classical economists and Marx. *Oxford Economic Papers*, 36(2), 291–325.

Helleiner, E. (2003). *The Making of National Money: Territorial Currencies in Historical Perspective*. Ithaca: Cornell University Press.

Krugman, P. y Taylor, L. (1978). Contractionary effects of devaluation. *Journal of International Economics*, 8(3), 445–456.

Levy Yeyati, E., Díaz Frers, L., Elena, S. y Bragagnolo, F. (2012, julio). Salvemos al peso: Notas económicas para la batalla cultural contra el dólar. CIPPEC. <https://www.cippec.org/publicacion/salvemos-al-peso-notas-economicas-para-la-batalla-cultural-contra-el-dolar/>

Malic, E. y Santarcángelo, J. (2022). Financiarización subordinada en América Latina: Dolarización, endeudamiento externo e internacionalización de la riqueza. *El Trimestre Económico*, 89(356), 1033–1065. <https://doi.org/10.20430/ete.v89i356.1588>

Panettieri, J. C. (1980). Estructura social y desarrollo en la Argentina. Buenos Aires: Hyspamérica.

Pivetti, M. (1985). On the monetary explanation of distribution. *Political Economy: Studies in the Surplus Approach*, 1(2), 73–103.

Portantiero, J. C. (1999). Juan B. Justo y el socialismo argentino. Buenos Aires: Siglo XXI.

Prebisch, R. (1921/1993). Comentarios sobre el trabajo de Juan B. Justo: Estudios sobre la moneda. En *Obras 1919–1949, Tomo I*. Buenos Aires: Fundación Raúl Prebisch.

Prebisch, R. (1980). La experiencia del Banco Central Argentino en sus primeros ocho años. En *El Banco Central de la República Argentina en su 50 aniversario, 1935–1980*. Buenos Aires: BCRA.

Prebisch, R. y Cabañas, G. M. (1949). El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. *El Trimestre Económico*, 16(63), 347–431.

Reinhart, C. M. (2004). Reseña de Tensión en el ancla: La caja de conversión argentina y la búsqueda de estabilidad macroeconómica, 1880–1935, por Della Paolera y A. Taylor. *Journal of Economic Literature*, 42(1), 187–188.

Rosa, J. M. (1909). *La reforma monetaria en la República Argentina*. Buenos Aires.

Serrano, F. (2003). From fixed to flexible exchange rates: The debate between João Paulo dos Reis Velloso and Luiz Carlos Bresser-Pereira. *Brazilian Journal of Political Economy*, 23(3), 106–123.

Serrano, F. y Pimentel, K. (2017). ¿Será que “acabou o dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. *Revista de Economia Contemporânea*, 21(2), 1–29. <https://doi.org/10.1590/198055272123>

Sraffa, P. (1960). *Production of Commodities by Means of Commodities: A Prelude to a Critique of Economic Theory*. Cambridge: Cambridge University Press.

Tavares, M. C. (1983). A crise financeira global. *Revista de Economia Política*, 3(2), 15–25.

Tavares, M. C. (1985). *A retomada da hegemonia norte-americana*. Texto para Discussão, Instituto de Economia da UFRJ.

Thirlwall, A. P. (1979). The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 32(128), 45–53.

Tooze, A. (2023, 18 de agosto). Chartbook #310: The shock of the new – Dollar dominance and modern monetary macro in the 1920s. Chartbook. <https://adamtooze.substack.com/p/chartbook-310-the-shock-of-the-new>

Vernengo, M. (2007). Monetary and exchange rate policy in Argentina: From the currency board to inflation targeting. Levy Economics Institute Working Paper Series, N° 519.

Vernengo, M. y Pérez Caldentey, E. (2012). ¿Una pareja dispareja? Prebisch, Keynes y la dinámica capitalista. Estudios Críticos del Desarrollo Económico, 2(3).

Vernengo, M. y Pérez Caldentey, E. (2020). El retorno del banco central intervencionista: El péndulo de los regímenes monetarios en América Latina. En Historia del pensamiento económico en perspectiva latinoamericana (pp. 119–142). Cuadernos del BCRA N° 3.

Wainer, A. (2021). ¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.

Williams, J. H. (1920). El comercio internacional argentino bajo el régimen de papel inconvertible (1880–1900). Cambridge: Harvard University Press.

Zack, G., Libman, E. y Ianni, J. M. (2023, 17 de abril). Argentina bimonetaria: Cómo salvar al peso sin morir en el intento. Fundar. https://fundar.org.ar/wp-content/uploads/2023/04/Fundar_Argentina_bimonetaria_documento.pdf

