

**MERCADOS MONETARIOS Y FERROCARRILES
INGLESES EN ARGENTINA: 1880-1914**

Marcello Carmagnani
y Chiara Vangelista

La relación que se establece entre los diversos mercados monetarios en la formación del capital de las sociedades inglesas que operan en América Latina y, en particular de las sociedades ferroviarias inglesas que se establecieron en Argentina, no ha sido hasta ahora objeto de análisis. En efecto, se ha preferido suponer, tal vez por comodidad, que el capital de una sociedad inglesa que operaba en el exterior se forma mediante la transferencia de capital desde Gran Bretaña y la reinversión de las ganancias no exportadas.

Tal visión del proceso de formación del capital inglés en América Latina, además de no tomar en consideración la especificidad de cada una de las áreas latinoamericanas, acaba negando también cualquier rol a las variables económicas internas, favoreciendo la formulación de una hipótesis dual según la cual, en la América Latina del siglo XIX, se asistiría a un doble proceso de formación de capital: la exportación de capital desde Inglaterra explicaría la formación del capital inglés invertido en América Latina, mientras que los ahorros nacionales o, si se prefiere, el rédito no consumido de la clase dominante, explicaría la formación del capital de las diversas sociedades nacionales.

El único estudio existente que no es tributario de esta postura, el de Lewis¹, nos proporciona una imagen relativamente

¹ Lewis, C.M., *BRITISH RAILWAYS IN ARGENTINA, 1857-1914*, Athlone Press, Londres, 1983, pp. 18-21, 73-86, 93-96, 202-203 v 215-221.

distinta de las inversiones argentinas e inglesas y de la estructura financiera de algunas sociedades ferroviarias, pero no nos muestra los mecanismos financieros utilizados para recoger el ahorro inglés y argentino. Un modo de retomar las contribuciones históricas y poner nuevamente en discusión la tesis dominante es, a partir de una reconstrucción de las series de capital, relacionarlas con la evolución de los mercados monetarios, entendidos éstos como mecanismos de intermediación entre la oferta y la demanda de capitales.

Para verificar la validez historiográfica de este planteo, hemos considerado conveniente elegir un caso suficientemente significativo, a nivel cualitativo y cuantitativo -los ferrocarriles ingleses- en un área central para los intereses económicos británicos -la Argentina- con el fin de encontrar las variables que nos puedan permitir, en un segundo momento, realizar un análisis comparativo de la penetración del capital británico en algunas áreas latinoamericanas.

I. La cuantificación del capital ferroviario inglés

Los ferrocarriles argentinos han sido un tema ampliamente debatido tanto en el terreno historiográfico como en el político, pero poco estudiado. La causa del debate la podemos ubicar en el hecho de que las inversiones inglesas en este sector representaron, en el momento de máxima expansión, es decir, a principios del siglo XX, alrededor del 50% de las inversiones totales inglesas en América Latina².

² Según la evaluación de I. Stone las inversiones inglesas en los ferrocarriles argentinos representaron el 33,2% en 1885 y el 45,6% en 1914 del total de las inversiones en Argentina, y el 6,2% en 1885 y el 18,6% en 1914 de las inversiones inglesas en América Latina, cfr. Stone, I., "La distribuzione geografica degli investimenti inglesi nell'America Latina (1825-1913)", *STORIA CONTEMPORANEA*, 1971, n. 3, pp. 500-501. La evaluación de J.F.Rippy es diferente: en 1880 las inversiones inglesas en los ferrocarriles argentinos son el 37,4% y en 1913 el 60,1% de las inversiones totales en Argentina, cfr. Rippy, J.F., *BRITISH INVESTMENT IN LATIN AMERICA, 1822-1949*, University of Minnesota Press, Minneapolis, 1959, pp. 25, 37 y 68. Según G. Paish en 1910 las inversiones inglesas en los ferrocarriles argentinos (186 millones de libras esterlinas) representan el 68,9% de las inversiones totales en Argentina y el 30,5% de las inversiones totales en América Latina, cfr. Paish, G., "Great Britain's capital investment in individual colonial and foreign countries", *JOURNAL OF ROYAL STATISTICAL SOCIETY*, 1910-1911, vol. LXXIV, p. 182. Una evaluación similar a la de Paish es la del "Economist" según la cual en 1911 las inversiones inglesas en los ferrocarriles (185 millones de libras

No obstante esta enorme importancia, los ferrocarriles ingleses en Argentina han sido objeto de escasos estudios significativos. El análisis pionero de R. Scalabrini Ortiz³ no ha tenido continuadores, por lo que toda eventual hipótesis acerca del impacto de los ferrocarriles en la estructura económica sólo puede ser planteada en base a las series de kilómetros de vías férreas, del capital total y de las toneladas transportadas. Estas series fueron publicadas hace ya medio siglo por E. Tornquist y A.E. Bunge⁴. Entre los estudios más recientes, el de Zalduendo se preocupa esencialmente de la evolución de los ferrocarriles en relación con las inversiones, la importación de bienes de capital y las regalías de tierra⁵; el de Lewis presenta un análisis parcial de las ganancias de las principales sociedades⁶; el de Wright es esencialmente un estudio sobre el rol de los ferrocarriles ingleses en el desarrollo del pensamiento nacionalista argentino⁷.

Los estudios existentes dicen poco acerca de los mecanismos financieros capaces de explicar el crecimiento del capital ferroviario inglés. La expansión del capital de los ferrocarriles ha sido, hasta ahora, atribuida exclusivamente al enorme crecimiento del sector exportador, del cual los ferrocarriles argentinos, y en consecuencia el capital empleado, se perfilan como el agente necesario. El inconveniente que se

esterlinas) representan el 59,6% de las inversiones totales en Argentina y el 29,7% de las inversiones totales en América Latina, cfr. "London Stock Exchange Investment in South America", THE ECONOMIST, 1911, pp. 425-426 y 471-473. E. A. Zalduendo evalúa las inversiones inglesas en los ferrocarriles argentinos en 9,5 millones de libras esterlinas en 1880 y en 116,5 millones en 1900, cfr. Zalduendo, E.A., LIBRAS Y RIELES. LAS INVERSIONES BRITANICAS PARA EL DESARROLLO DE LOS FERROCARRILES EN ARGENTINA, BRASIL, CANADA E INDIA DURANTE EL SIGLO XIX, Buenos Aires, 1975, pp. 338 y sigs.

³ Scalabrini Ortiz, R., HISTORIA DE LOS FERROCARRILES ARGENTINOS, Buenos Aires, 1971, passim. La primera edición es de 1940.

⁴ Bunge, A.E., FERROCARRILES ARGENTINOS, Buenos Aires, 1918, passim.; Tornquist, E., EL DESARROLLO ECONOMICO DE LA REPUBLICA ARGENTINA, Buenos Aires, 1919, passim.

⁵ Zalduendo, op.cit., passim.

⁶ Lewis, C., "Problems of Railway Development in Argentina 1857-1890", INTER-AMERICAN ECONOMIC AFFAIRS, 1968, n. 2, pp. 55-75.

⁷ Wright, W.R., BRITISH-OWNED RAILWAYS IN ARGENTINA. THEIR EFFECTS ON ECONOMIC NATIONALISM, University of Texas Press, Austin, 1974, passim.

puede resaltar en este tipo de planteo generalizador, también a nivel teórico, es que sin comprender los mecanismos específicamente sectoriales -los ferrocarriles, en este caso- y los mecanismos que los ligan a los diversos sectores, es casi imposible determinar los efectos directos e inducidos generados por cualquier innovación tecnológica, y por consiguiente es imposible determinar la relación que se establece entre el sector exportador y los ferrocarriles.

La reconstrucción de la serie de capital invertido en los ferrocarriles ingleses nos ha parecido la única solución para poder comprender los mecanismos que se encuentran en la base del crecimiento del capital inglés invertido en ellos. Se pueden reconstruir dos series: una primera sobre la base de las emisiones públicas de capital, y una segunda sobre la base del capital nominal total de las sociedades registradas en la bolsa de Londres.

La serie de capital emitido públicamente que también incluía todo el capital destinado a la Argentina, ha sido reconstruida por primera vez por A.G. Ford, quien la obtuvo de la sección New Issues del "Economist"⁸. En 1971, luego de la publicación por parte del mismo Ford⁹ de su estudio sobre las tendencias de larga duración, en la que volvió a usar su serie del capital emitido públicamente, I. Stone publicó una nueva serie del capital emitido públicamente, pero que es muy diferente de aquella reconstruida por Ford¹⁰. También Zalduendo reconstruyó su serie del capital emitido públicamente por los ferrocarriles, en base a la sección New Issues del "Economist"¹¹.

Por nuestra parte hemos considerado oportuno, además de elaborar la serie del capital emitido públicamente por los ferrocarriles, reconstruir también la serie del total de capital emitido. Nos hemos visto inclinados a reconstruir esta última serie no sólo porque, como ya ha sido subrayado por Simon, la serie de capital emitido públicamente "often record the gross total of the capital amount offered, and on other occasion the

⁸ Ford, A.G., THE GOLD STANDARD, 1880-1914. BRITAIN AND ARGENTINA, Clarendon Press, Oxford, 1962, p. 195.

⁹ Idem, "British Investment in Argentina and Long Swings, 1880-1914", JOURNAL OF ECONOMIC HISTORY, 1971, n. 3, pp. 650-663.

¹⁰ Stone, I., "British Investment in Argentina", JOURNAL OF ECONOMIC HISTORY, 1972, n. 2, pp. 546-547.

¹¹ Zalduendo, op.cit. p. 435.

actual market price at which the issue was disposed"¹², sino también porque esta segunda serie nos puede informar sobre el monto del capital emitido en forma privada, del cual la sección New Issues del "Economist" no nos da ninguna información.

Para la construcción de la serie del capital emitido públicamente hemos recurrido, como Ford y Zaldueño, a la sección New Issues del "Economist", pero con la precaución de establecer a priori la lista de sociedades ferroviarias¹³ en base a la sección Notices and Reports del "Economist", del Stock Exchange Year Book, del Argentine Year Book, del "South American Journal" y del Anuario Pillado, mientras que la serie del capital total emitido ha sido reconstruida a partir del Stock Exchange Year Book.

Estas fuentes nos han servido también, para desagregar el capital en capital accionario ordinario, capital accionario privilegiado y capital en obligaciones. Esta desagregación nos pareció especialmente importante para poder estudiar la estructura del capital inglés en el sector de los ferrocarriles y poder analizar, en un segundo momento, la remuneración obtenida por este capital.

De las dos series que hemos obtenido, solamente aquella del capital emitido públicamente es susceptible de ser comparada con las dos series que existen del capital emitido, la elaborada por Ford y la elaborada por Stone. Estas dos últimas series miden, como ya dijimos, el capital total emitido mientras que nuestra serie mide exclusivamente el capital emitido por los ferrocarriles. No obstante esto, es posible observar que existe entre ellas una fuerte semejanza. Entre nuestra serie y la de Ford el coeficiente de correlación (R) es de 0,803; entre nuestra serie y la de Stone, si bien más bajo, se mantiene elevado, dado que es de 0,707. Un modo indirecto de medir la validez de nuestra serie consiste en correlacionar la serie de Ford con la de Stone, obteniendo un coeficiente de 0,891. Por lo tanto, entre las tres series existe una estrecha correlación.

En lo que respecta a la serie del capital total emitido, no

¹² Simon, M., "The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914" en Hall, A.R. (comp.), THE EXPORT OF CAPITAL FROM BRITAIN 1870-1914, Methuen, London, 1968, p. 19.: "con frecuencia registran el total global del capital ofrecido y en otras ocasiones el verdadero precio de mercado a que fue vendida la emisión".

¹³ Cfr. apéndice I.

tenemos ninguna otra con la cual compararla. Pero consideramos que esta serie presenta errores por defecto, que dependen de dos factores: la carencia de datos relativos a dos compañías de ferrocarriles (cfr. apéndice I) que, si bien administran líneas poco importantes, pueden incidir de alguna manera en los valores globales, y la existencia de sociedades de ferrocarriles no inglesas que cotizan sus acciones en la bolsa de Londres y emitieron una parte de su capital, generalmente en acciones, en el mercado monetario de Londres.

2. Capital emitido públicamente y capital total emitido

El resultado de nuestra indagación se ha expresado, como ya hemos dicho, en la reconstrucción de dos series de capitales. Si bien ambas expresan la misma realidad -el capital acumulado al finalizar cada año-, la diferencia cuantitativa, pero también cualitativa, es notable.

Cuadro I

Porcentaje del capital emitido públicamente sobre el capital total emitido.

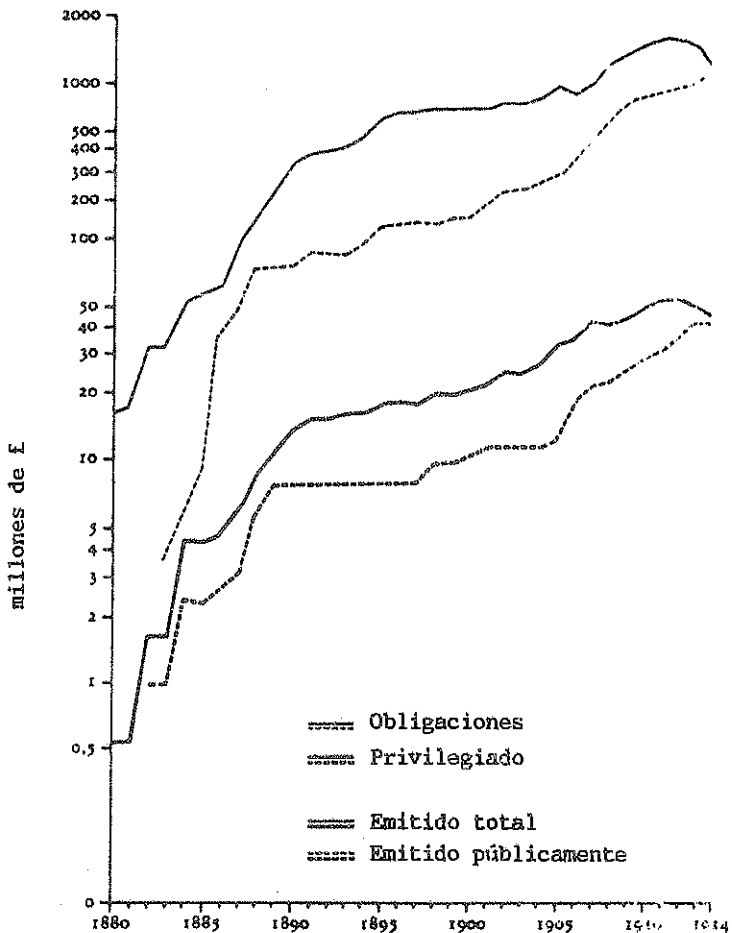
	Ordinario	Privilegiado	Obligaciones
1884	17,8	53,1	6,5
1889	15,9	71,5	47,7
1894	18,5	45,9	30,2
1899	19,6	48,1	32,1
1904	25,8	45,0	39,3
1909	48,2	61,8	51,0
1914	46,6	90,8	94,1

Fuente: Apéndices II y III

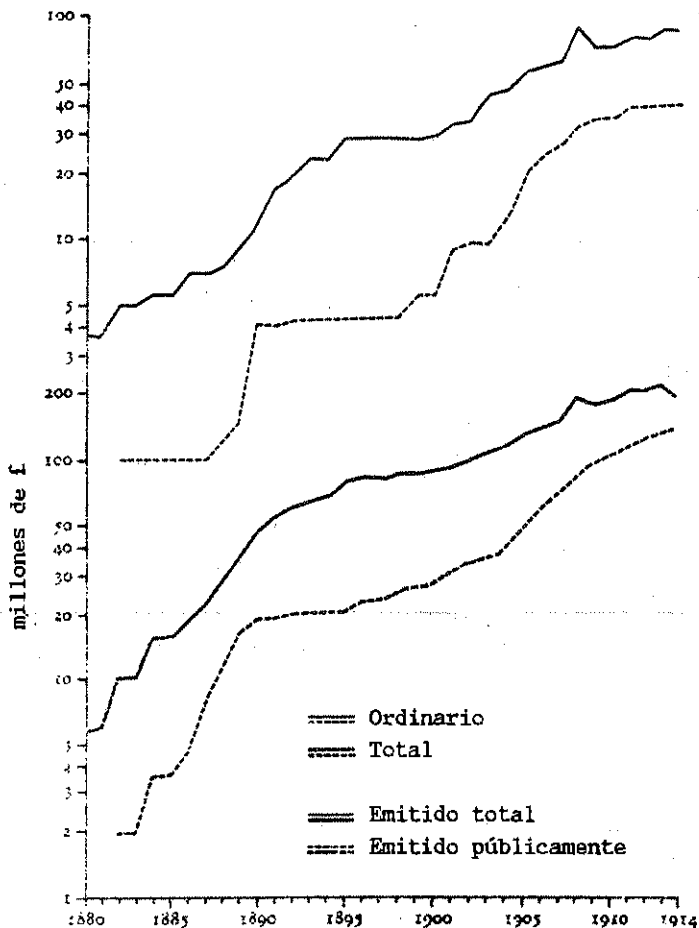
La diferencia más evidente entre las dos series es que la suma del capital emitido públicamente constituye sólo una parte de la suma del capital total emitido, diferencia que no puede atribuirse simplemente a un subregistro del capital emitido públicamente.

En efecto, el cuadro I muestra que el capital de riesgo emitido públicamente (las acciones ordinarias) representa un porcentaje relativamente reducido del capital total emitido;

el capital garantizado emitido públicamente (acciones privilegiadas y obligaciones) representa, en cambio, un porcentaje más elevado.



La característica no casual de la diferencia cuantitativa entre capital emitido públicamente y capital total emitido es confirmada por la evolución distinta del capital de riesgo y del capital garantizado: mientras el porcentaje del capital de riesgo emitido públicamente tiende a crecer lentamente, el porcentaje del capital garantizado emitido públicamente tiende, en cambio, a crecer mucho más rápidamente.



Pero la diferencia cuantitativa entre las dos series de capital es solamente un aspecto de la diversidad que se reconoce entre el capital emitido públicamente y el capital total emitido. El gráfico nos permite observar que, no obstante la solidaridad en la evolución entre el capital emitido públicamente y el capital total emitido -las líneas de tendencia son las mismas-, los ritmos de crecimiento, en cambio, no son parejos. A nivel del capital ordinario se observa un crecimiento del capital total emitido, mientras se advierte un crecimiento irregular, escalonado, del capital emitido públicamente. Esta diferencia se verifica también en la evolución del capital total emitido: crecimiento regular para el capital total emitido y crecimiento escalonado, en cambio, para el capital emitido públicamente.

Esta diferencia verificada en las dos series de capitales a nuestra disposición, que las tasas de crecimiento que hemos calculado (cfr. Cuadro II) traducen muy mal, es una ulterior confirmación del carácter no casual de la diferencia entre capital emitido públicamente y capital total emitido y, en consecuencia, nos permite, descartando la conjetura fácil del subregistro, buscar una explicación de su diversidad utilizando los instrumentos del análisis cuantitativo.

El gráfico nos permite advertir la existencia, en el período 1880-1914, de tres tendencias que describen el crecimiento del capital emitido. Las tres tendencias están todas orientadas hacia la expansión, sin embargo, ella no es uniforme: es muy rápida en el período 1880-1890, especialmente para el capital emitido públicamente, lenta en el período 1890-1904, y acelerada en el período terminal, sobre todo para el capital emitido públicamente.

El Cuadro II sintetiza en las tasas de crecimiento las tendencias y aclara adecuadamente las diferencias que se reconocen en el crecimiento del capital emitido públicamente y en el capital total emitido.

Cuadro II

Tasas de porcentajes del incremento del capital emitido públicamente y del capital total emitido.

	1880- 1890	1890- 1904	1904- 1914	1880- 1914
Capital emitido públicamente				
ordinario	31,4	9,5	10,1	15,3
privilegiado	20,8	3,5	13,3	11,0
obligaciones	21,7	5,8	13,8	11,8
total	20,1	5,7	11,8	11,3
Total de capital emitido				
ordinario	11,4	8,7	4,6	8,2
privilegiado	13,9	4,8	6,5	8,0
obligaciones	13,1	3,7	5,1	6,9
total	11,8	5,6	5,4	7,3

Fuente: Apéndices II y III

Confrontando las tasas de incremento del período 1880-1914 es posible constatar que el capital emitido públicamente crece con tasas muy superiores respecto a aquellas del capital total emitido. Esta observación es también válida a nivel de capital ordinario, privilegiado y en obligaciones.

A nivel de cada una de las tendencias, la diferencia que se evidenció anteriormente -mayor incremento de capital emitido públicamente-, asume una connotación más precisa. No obstante que en la primera tendencia -entre 1880 y 1890- las tasas de crecimiento del capital emitido son fuertes (superiores al 10% cada año), aquellas del capital emitido públicamente resultan aún más fuertes (superiores al 20% cada año). También en el segundo período -entre 1890 y 1904- durante el cual se asiste a una notable reducción de las tasas de crecimiento del capital total emitido y del capital emitido públicamente, este último presenta, con excepción del capital privilegiado, tasas de crecimiento ligeramente superiores. Durante la nueva expansión de las tasas de incremento del capital emitido públicamente y total, entre 1904 y 1914, se asiste nuevamente a un mayor dinamismo del capital emitido públicamente, mientras el capital total emitido permanece en valores semejantes a los del período anterior.

Las diferencias observables en las tasas de crecimiento del capital total emitido y del capital públicamente emitido nos sugieren no sólo que entre los dos tipos de capital existe una relación, sino también que el capital total emitido depende del capital públicamente emitido: la expansión del capital públicamente emitido explica el incremento del capital total emitido y la reducción del incremento del capital públicamente emitido explica la reducción del crecimiento del capital total emitido.

Para verificar la validez de esta última observación, basada en las tasas de incremento, se puede recurrir a los coeficientes de correlación y de determinación (cfr. Cuadro III).

El cuadro III nos muestra la existencia de una correlación altamente significativa para todo el período 1880-1914 y al interior de cada una de las tendencias de media duración que hemos localizado. La correlación entre capital emitido públicamente (x) y capital total emitido (y) para el período 1880-1914 es casi perfecta, ya que es igual a 0,958. La más baja correlación se observa a nivel del capital en obligaciones (0,921).

Para el período 1880-90, la correlación entre capital emitido públicamente y capital total emitido es todavía más significa-

tiva: 0,989. La correlación más baja que se registra en este período es la del capital accionario ordinario (0,865), característica ésta que se manifiesta también en el período siguiente, 1890-1904 (0,849), mientras que durante el período 1904-1914 la correlación del capital accionario es superior a la del capital total (0,914).

Cuadro III

Coefficientes de correlación (R) de determinación (d) y de determinación corregido (D) del capital emitido públicamente y del capital total emitido.

	Ordinario	Privilegiado	Obligaciones	Total
1880-1890				
R	0,865	0,981	0,953	0,989
d	0,748	0,962	0,908	0,978
D	0,676	0,869	0,871	0,969
1890-1904				
R	0,849	0,927	0,918	0,926
d	0,721	0,859	0,843	0,857
D	0,678	0,837	0,819	0,835
1904-1914				
R	0,914	0,928	0,801	0,891
d	0,835	0,861	0,641	0,794
D	0,810	0,830	0,561	0,762
1880-1914				
R	0,965	0,961	0,921	0,958
d	0,931	0,924	0,848	0,918
D	0,927	0,919	0,837	0,913

Fuente: Apéndices II y III.

En lo que respecta al capital privilegiado y al capital en obligaciones, se nota que mientras el primero tiene, en los tres períodos que hemos determinado, coeficientes de correlación similares y hasta superiores a los del capital total emitido, el capital en obligaciones, que participa en esta tendencia hasta 1904, tiene en el último período -de 1904 a 1914- un coeficiente de correlación más bajo (0,801) del que registra el capital total emitido (0,891).

La correlación altamente significativa existente entre capital emitido públicamente y capital total emitido nos indica que existe una estrecha relación entre ambas series de capital, no

obstante que los valores absolutos del capital total emitido sean superiores a los del capital emitido públicamente. La diferencia en los valores absolutos entre capital emitido públicamente y capital total emitido se manifiesta, por lo tanto, como un hecho no susceptible en sí de alterar la relación causa-efecto que se establece entre capital emitido públicamente y capital total emitido, en el sentido que el aumento del primero determina el incremento del segundo.

Los coeficientes de determinación nos ayudan a aclarar mejor este problema¹⁴. En el período 1880-1914 el capital emitido públicamente determina en un 91,3% ($D=0,913$) al capital total emitido: esto significa que existe un porcentaje del capital total emitido que no se puede explicar en base a la serie del capital públicamente emitido. Se puede igualmente observar que el capital públicamente emitido determina en modo variable los diversos tipos de capital total emitido de las sociedades de ferrocarriles inglesas. En todo el período 1880-1914, mientras el capital total emitido está determinado por el 91,3% del capital emitido públicamente, el capital ordinario emitido está determinado por el 92,7% ($0,927$), el capital privilegiado por el 91,9% ($0,919$) y el capital en obligaciones por el 83,7% ($0,837$).

Los coeficientes de determinación demuestran también que el capital total emitido presenta grados de dependencia que varían en el tiempo, respecto al capital emitido públicamente. En el período 1880-90 el capital total emitido está determinado por el 96,9% del capital públicamente emitido y esta dependencia tiende posteriormente a reducirse: 83,5% entre 1890 y 1904 y 76,2% entre 1904 y 1914.

También a nivel de los diversos tipos de capital se observan variaciones significativas a lo largo del período examinado. El capital total ordinario emitido, de riesgo, tiende a ser cada vez más dependiente del capital emitido públicamente (D aumenta de 0,676 a 0,810 entre 1880-90 y 1904-14); el capital privilegiado presenta una variación entre 1880-90 y 1904-14 (de 0,869 a 0,830) y el capital obligatorio tiene una variación mucho más fuerte (de 0,871 a 0,561).

Para evidenciar aún más lo que se ha dicho, utilizaremos los datos relativos a la composición del capital.

¹⁴ Se ha usado el coeficiente de determinación corregido de los grados de libertad obtenidos en cada uno de los períodos. La fórmula utilizada para calcularlo es:

$$R^2 - K/T - K(1 - R^2)$$

Sobre la base de la información contenida en el cuadro IV se observa que el capital ordinario emitido públicamente tiene un porcentaje inferior al que presenta el capital total ordinario emitido. El capital total privilegiado emitido tiende a mantenerse estable mientras que el capital privilegiado emitido públicamente se caracteriza por una constante reducción. Los capitales en obligaciones son los que registran una semejanza mayor¹⁵. Los datos del cuadro IV comprueban, en cierta medida, lo que vimos anteriormente a nivel de los coeficientes de determinación.

Cuadro IV

Composición en porcentajes del capital emitido públicamente (P) y del capital total emitido (T).

	Ordinario		Privilegiado		Obligaciones	
	P	T	P	T	P	T
1884	26,7	36,3	64,0	29,2	9,3	34,5
1889	9,2	26,7	45,8	29,7	45,0	43,6
1894	20,9	34,2	37,1	24,5	42,0	41,3
1899	20,4	33,1	36,1	23,9	43,5	43,0
1904	30,1	39,3	28,1	22,5	41,8	38,2
1909	36,3	39,5	27,5	23,4	36,2	37,1
1914	28,8	44,6	30,1	29,9	41,1	31,5

Fuente: Apéndices II y III.

En efecto, el capital total emitido menos determinado por el capital emitido públicamente es el capital ordinario, y lo mismo se desprende de las informaciones relativas a la composición del capital total y públicamente emitido.

Si se acepta -como lo hemos querido mostrar en distintos niveles- que el capital emitido públicamente determina el crecimiento y los valores absolutos del capital total emitido, es posible entonces, recurrir a otro tipo de cálculo: la regresión lineal. Es decir, a una función de tipo $y = a + bx + u$, que explica, como ya se sabe, en qué medida a a partir de un punto de origen a el incremento de y (en este caso el capital total emitido) se explica por el incremento de x (el capital emitido públicamente), teniendo en cuenta un margen de error u . En este primer nivel de análisis, tomamos en consideración

¹⁵ Cfr. apéndices II y III.

exclusivamente la función $y = a + bx$: es decir, presuponemos que el valor del capital total emitido depende exclusivamente del valor del capital emitido públicamente, prescindiendo de la influencia de cualquier otra variable que puede ser expresada con el valor u . De esta incógnita nos ocuparemos en un segundo momento.

En base a cuanto fue dicho anteriormente, en el caso del capital total emitido la recta de regresión calculada para todo el período comprendido entre 1880 y 1914 nos indica que un eventual incremento de una libra esterlina de capital total emitido es sólo posible mediante una nueva emisión pública de capital en el mercado de Londres de 1,53 libras esterlinas. Siempre para el período 1880-1914, se observa que el capital privilegiado y el capital obligatorio registran una mayor facilidad de realización mediante la emisión pública respecto del capital ordinario. Este último debería tener una expansión de 1,87 libras esterlinas de capital emitido públicamente, que es superior al promedio registrado por el capital total emitido, para poder conseguir el incremento en valor absoluto del capital total emitido.

Durante el período 1880-1890, que comprende la primera de las tendencias, el monto del capital total emitido tiene una expansión más rápida que el capital emitido públicamente, no obstante la acelerada expansión de la red ferroviaria y la alta remuneración obtenida del capital ferroviario garantizado -en gran parte- por el Estado. Esta dificultad es mayor, sobre todo, para el capital de riesgo ya que, mientras el incremento de una unidad de capital total emitido demanda 1,72 unidades de capital emitido públicamente, el crecimiento de una unidad de capital de riesgo total requiere 2,08 unidades de capital de riesgo emitido públicamente.

La situación empeora durante los quince años, entre 1890 y 1904, que enmarcan la segunda tendencia, caracterizada en primer lugar por la crisis y en un segundo momento por la lenta recuperación del sistema ferroviario, que significó una rápida concentración de las sociedades¹⁶. En efecto, entre 1890 y 1904 el incremento de una nueva unidad de capital total emitido demanda 2,51 unidades promedio de nuevo capital emitido públicamente. En los años que transcurren entre 1890 y 1904, como en el período anterior, las mayores dificultades se registran a nivel de la emisión de capital emitido públicamente y también a nivel de la emisión pública de capital ordinario, de riesgo: el capital ordinario emitido públicamente

¹⁶ Cfr. Apéndice I.

Cuadro V

Regresión capital emitido públicamente (x)/ capital total emitido (y)¹⁷.

	Ordinario	Privilegiado
1880-1890	y= 4332 + 2,082x	y= 592 + 1,498x
1890-1904	y= 11595 + 2,765x	y= 586 + 2,194x
1904-1914	y= 28576 + 1,374x	y= 18351 + 0,884x
1880-1914	y= 12493 + 1,875x	y= 5738 + 1,296x
	Obligaciones	Total
1880-1890	y= 4430 + 1,816x	y= 8344 + 1,729x
1890-1904	y= 9700 + 2,107x	y= 14825 + 2,508x
1904-1914	y= 35293 + 0,801x	y= 92784 + 0,922x
1880-1914	y= 15519 + 1,323x	y= 30620 + 1,535x

Fuente: Apéndices II y III.

debía incrementarse en 2,76 unidades para seguir el aumento de cada unidad de capital total ordinario emitido.

¹⁷ Intervalos de confiabilidad para β al 95%:

	Ordinario	Privilegiado
1880-1890	2,052 < β < 2,112	1,422 < β < 1,574
1890-1904	2,743 < β < 2,787	2,188 < β < 2,200
1904-1914	1,368 < β < 1,380	0,819 < β < 0,949
1880-1914	1,870 < β < 1,880	1,272 < β < 1,319
	Obligaciones	Total
1880-1890	1,574 < β < 2,085	1,688 < β < 1,770
1890-1904	2,078 < β < 2,136	2,488 < β < 2,528
1904-1914	0,688 < β < 0,914	0,859 < β < 0,985
1880-1914	1,237 < β < 1,409	1,482 < β < 1,588

Por β se entiende el verdadero valor del coeficiente angular de x , del cual nuestra \hat{b} es una estimación: el cuadro indica para cada periodo considerado el intervalo de valores de \hat{b} en los cuales está comprendido -con una probabilidad del 95%- el verdadero valor de β : de este modo la medida de la amplitud del intervalo de confiabilidad es también un indicador del grado de credibilidad de la estimación. La fórmula es:

$$\beta = \hat{b} \pm t_{0.025} (\sigma / \sqrt{\sum x^2})$$

Es recién en la tercera tendencia, entre los años 1904 y 1914, que se registra casi una identidad entre capital públicamente emitido y capital total emitido, ya que la suma de una unidad de capital total trae como consecuencia la emisión de 0,92 unidades promedio de capital. Como sucede en los periodos precedentes es siempre el capital de riesgo el que resulta más difícil de ser colocado en la emisión pública.

Por lo dicho hasta ahora es evidente que, si bien el capital públicamente emitido explica desde el punto de vista estructural la evolución del capital invertido en los ferrocarriles argentinos, no explica los valores absolutos del capital total emitido. En consecuencia, esto significa que capital públicamente emitido y capital total emitido representan dos aspectos de la misma realidad: el primero mide el capital obtenido en el mercado monetario de Londres por las sociedades ferroviarias inglesas y el segundo mide el capital obtenido en todos los mercados monetarios a los cuales las sociedades ferroviarias pueden recurrir.

Este aspecto del problema puede ser puesto posteriormente en evidencia por otro elemento cuantitativo representado por los errores calculados por las rectas de regresión. En el ámbito de nuestra función de regresión, los errores (indicados con u) constituyen las desviaciones existentes entre el verdadero valor de y (es decir, los diversos valores asumidos por el capital total emitido) y el valor de \hat{y} . El análisis de las u puede ser útil para clarificar dos problemas diferentes, por una parte el problema de la credibilidad de nuestra estimación, y por la otra, el problema de la validez del modelo inicial que presupone la dependencia, sea a nivel estructural, sea a nivel de valores absolutos, del capital públicamente emitido en el mercado monetario de Londres y que hemos ya modificado en base al análisis de los coeficientes angulares.

Una manera de enfrentar el examen de la incidencia de las u en las funciones de regresión del cuadro V podría ser relacionando cada uno de los valores de u por cada recta de regresión con los correspondientes valores de la estimación de y (\hat{y}): de este modo se obtiene el porcentaje de error contenido en cada valor de \hat{y} . El cuadro VI muestra el porcentaje mínimo y máximo de error por cada recta de regresión calculada y, además, el valor promedio en porcentajes de error calculado teniendo en cuenta todas las relaciones u/\hat{y} de cada recta.

Considerando los valores promedio contenidos en el cuadro VI, podemos notar la persistencia de márgenes de error más bien elevados, verificables sobre todo a largo plazo: en efecto, entre 1880 y 1914 el error se mantiene en un promedio superior

Cuadro VI

Relación u/y por cada recta de regresión. Valor mínimo, máximo y promedio.

	1880- 1890	1890- 1904	1904- 1914	1880- 1914
Ordinario				
mínimo	0,360	0,040	0,000	0,090
máximo	0,285	0,999	0,222	0,644
promedio	0,150	0,195	0,095	0,267
Privilegiado				
mínimo	0,033	0,040	0,001	0,013
máximo	0,215	0,176	0,168	0,767
promedio	0,111	0,066	0,064	0,216
Obligaciones				
mínimo	0,034	0,008	0,026	0,026
máximo	0,188	0,158	0,251	0,665
promedio	0,102	0,074	0,097	0,216
Total				
mínimo	0,013	0,018	0,027	0,009
máximo	0,152	0,252	0,155	0,703
promedio	0,076	0,078	0,060	0,228

al 20%, llegando al valor máximo en la regresión (26,7%) en el capital ordinario. Si se limita al 10% el nivel de error tolerable, vemos que en el caso del capital ordinario este nivel está ampliamente superado para el período de 1880-1890 y el de 1890-1904 y está también superado por el capital privilegiado y en obligaciones para el período 1880-1890 (11,1% y 10,2% respectivamente). En todos los casos el porcentaje promedio de error se mantiene por debajo del 10%.

En base a estos datos es posible hacer algunas consideraciones. Está claro que la existencia de errores considerables de porcentajes (es decir, con valores promedios superiores al 10%) implica la posibilidad de una correlación de los errores, fenómeno que indicaría, en general, una inadecuada especificación del modelo que estamos examinando. En otras palabras, para obtener una mayor especificación de y , es decir, del capital total emitido, es necesario introducir en la función de regresión una o más variables explicativas. En este cuadro la crítica cuantitativa de las rectas de regresión que estamos examinando especifica más lo que hemos dicho en base al análisis de los coeficientes angulares: mientras es posible individualizar una real dependencia estructural del capital total

emitido del capital públicamente emitido en el mercado de Londres, existe una cierta rigidez en la oferta de capital respecto a la demanda por parte de las compañías ferroviarias inglesas que operan en la Argentina. En consecuencia, el valor absoluto del capital total emitido tendría que ser explicado no sólo por el desarrollo del capital públicamente emitido, sino por otras variables más.

3. Capitales y mercados monetarios

En el análisis desarrollado en el párrafo anterior aparece de manera bastante evidente que, no obstante la dependencia estructural del capital total emitido por el mercado monetario de Londres, este último no es capaz de dominar totalmente, por su relativa rigidez, la formación del capital de las sociedades ferroviarias inglesas que operan en la Argentina. Por lo tanto, esto significa que es necesario determinar las otras variables capaces de explicar la evolución del capital total emitido.

La determinación de las otras variables explicativas, que analizaremos sólo a nivel cualitativo, debe hacerse, una vez más, partiendo del significado que tiene la serie del capital emitido públicamente en cuanto es un elemento determinante para la explicación del aumento de capital emitido.

A lo largo de este análisis hemos hablado de capital emitido públicamente en el mercado monetario de Londres, lo que significa que existe también capital emitido sin haber sido publicitado. Lowenfeld señala que en los primeros años de 1900 se ofrecen anualmente a los inversores ingleses entre 100 y 200 millones de libras esterlinas para suscribir ya sea públicamente o en forma privada¹⁸.

El hecho que no todo el nuevo capital sea ofrecido en el mercado monetario de Londres públicamente, confirma de manera indirecta la existencia de una cierta rigidez en la demanda de capital emitido, rigidez especialmente presente a nivel de la demanda de capital a largo plazo, como de hecho es el capital que ofrecen las sociedades ferroviarias inglesas en Argentina.

Estas conclusiones contrastan con aquellas obtenidas en un estudio reciente, en el cual se niega la existencia de rigidez en el mercado de capitales en Gran Bretaña y se sostiene que

¹⁸ Lowenfeld, H., ALL ABOUT INVESTMENT, London, 1909, p. 163.

dicho mercado podía abastecer incluso las empresas industriales que operaban en Gran Bretaña¹⁹. En cambio, la interpretación tradicional consideraba que el mercado de capitales británico presentaba una cierta rigidez²⁰.

Nuestros resultados corroboran la interpretación tradicional, por lo menos en lo que concierne al mercado monetario a largo plazo. Y nos parece que esto se debe atribuir al hecho que el mercado monetario británico, no obstante su radio de acción mundial, está estructurado esencialmente con el fin de operar a corto plazo. Incluso la definición y la descripción del mercado monetario de Londres del Diccionario de Palgrave ponen en evidencia exclusivamente el funcionamiento a corto plazo²¹; es por esto que no sorprende la crítica de Lavington a los financistas que preferían emplear su capital a corto plazo y obtener así una ganancia exclusivamente financiera²².

La prevalencia del mercado monetario a corto plazo terminó por condicionar incluso los estudios sobre el mercado monetario de Londres: de hecho, casi todos analizan el mercado monetario a corto plazo, en el cual las instituciones más significativas son el Banco de Inglaterra, los bancos comerciales, las sociedades de descuento, las casas mercantiles, todos los cuales encuentran el elemento de regulación en la tasa de descuento del Banco de Inglaterra²³.

¹⁹ Cfr. Edelstein, M., "Rigidity and Bias in the British Capital Market" en McCloskey, D.N. (ed.), *ESSAYS ON A MATURE ECONOMY: BRITAIN AFTER 1840*, Methuen, London, 1971, pp. 83-105. Cfr. del mismo Edelstein, "The Determinants of U.K. Investment Abroad, 1870-1913; The U.S. Case", *JOURNAL OF ECONOMIC HISTORY*, 1974, n. 4, pp. 980-1007; "Realized Rates of Return on U.K. Home and Overseas Portfolio Investment in the Age of High Imperialism", mecanografiado, 1975; "U.K. Savings in the Age of High Imperialism and After", mecanografiado, 1976.

²⁰ Cfr. por ejemplo, Cairncross, A.K., *HOME AND FOREIGN INVESTMENT, 1870-1913. STUDIES IN CAPITAL ACCUMULATION*, Cambridge University Press, Cambridge, 1953, *passim*.

²¹ Higgs, H. (comp.), *PALGRAVE'S DICTIONARY OF POLITICAL ECONOMY*, London, 1925, pp. 796-798.

²² Lavington, F., *THE ENGLISH CAPITAL MARKET*, London, 1921, p. 213.

²³ Cfr. Lavington, *op.cit.*; Winthers, H., "The English Banking System", *NATIONAL MONETARY COMMISSION*, Washington DC, 1910; Powell, E.T., *THE EVOLUTION OF THE MONEY MARKET 1835-1915*, London, 1915; Palgrave, R.H. Inglis, *BANK RATE AND THE MONEY MARKET*, London, 1913; King, W.T.C., *HISTORY OF THE LONDON*

De los estudios existentes sobre el mercado monetario a corto plazo se tiene la impresión que el mismo se dirige esencialmente a asegurar el financiamiento del comercio, especialmente el comercio exterior. En cambio, la financiación de la producción está confiada al autofinanciamiento o, en el caso de nuevas empresas industriales, el capital es hallado en las provincias, mediante negociantes directos, por miembros de algunas familias ricas o más generalmente por los mismos directores propietarios²⁴.

Por lo tanto, se puede coincidir con la afirmación que ya en los años 60 del siglo pasado Gran Bretaña poseía un mercado de capitales a corto plazo que efectivamente operaba a escala nacional²⁵. El mercado monetario a largo plazo parece que se desarrolló posteriormente²⁶. Posiblemente el elemento formativo del mismo esté dado por los gobiernos extranjeros que recurrieran al mercado monetario de Londres, y por haberse orientado con preferencia a la financiación de las inversiones en el exterior para sostener más eficazmente la expansión del comercio exterior hacia el cual, como ya se ha dicho, está en parte proyectado el mercado monetario a corto plazo.

Por lo tanto, es el origen relativamente reciente lo que explica la rigidez que encontramos en el mercado de capitales a largo plazo y las resistencias que encuentra la ubicación de capitales de riesgo privilegiado de los ferrocarriles ingleses en Argentina. Los comentarios negativos que acompañan, los primeros tiempos, el anuncio de una nueva emisión de capital para los ferrocarriles argentinos en el "Economist" parece depender, no tanto de las dudas sobre la rentabilidad de la inversión, sino más bien, de una resistencia de carácter psicológico, a la expansión ultramarina del capital inglés por parte de los círculos financieros.

DISCOUNT MARKET, London, 1936; Truitt, R.J., BRITISH BANK AND THE LONDON MONEY MARKET, London, 1936; De Cecco, M., ECONOMIA E FINANZA INTERNAZIONALE DAL 1890 AL 1914, Laterza, Bari, 1971; Sayers, R.S., THE BANK OF ENGLAND, 1891-1944, Cambridge University Press, Cambridge, 1972, vol. 1, pp. 1-109.

²⁴ Cairncross, op.cit. p. 96.

²⁵ Davis, L., "The Capital Markets and Industrial Concentration: the U.S. and U.K., a Comparative Study", THE ECONOMIC HISTORY REVIEW, 1966, n. 2, p. 260.

²⁶ Postan, M.M., "Recent Trends in the Accumulation of Capital", THE ECONOMIC HISTORY REVIEW, 1935, n. 1, p. 6.

Si bien el elemento formativo del mercado monetario a largo plazo fue la deuda externa de los países europeos y americanos, este mercado monetario se desarrolló inicialmente gracias a la actividad de los bancos y de la bolsa. Los bancos, los merchant banks y los private banks, cumplieron el rol de sociedades encargadas de ubicar el nuevo capital ofrecido; la bolsa, en cambio, funcionó como mecanismo de regulación entre la oferta y la demanda de capital. Pero, no obstante, la importancia de la bolsa en la determinación de la rentabilidad real de las acciones y de las obligaciones, no alcanza para explicar la suma de nuevas unidades de capital sin recurrir a la oferta pública²⁷. Se puede pensar que a través de estos mecanismos, es decir, bancos privados y bolsa, haya habido una transferencia del mercado monetario a corto plazo hacia el mercado monetario a largo plazo, pero, sin que se haya establecido, solamente con la demanda inglesa, un equilibrio entre la oferta y la demanda de capital por inversiones a largo plazo.

Aparecen entonces de gran interés las instituciones que por comodidad se pueden definir issuing houses, sociedades para la suscripción de acciones, para la emisión pública y privada de capitales. Las issuing houses trabajan en el mercado monetario a largo plazo como las discount houses (sociedades para el descuento de los pagarés) lo hacen en el mercado monetario a corto plazo. La diferencia está en que mientras las discount houses se distinguen claramente porque existen también como razón social, las issuing houses no siempre lo son y no todas se ocupan exclusivamente de la emisión de nuevo capital.

En cambio, los bancos comerciales -los Joint Stock Banks- que representan uno de los principales mecanismos del mercado monetario a corto plazo no actúan como issuing houses. En este sentido es mucho menos claro el rol que han tenido los bancos conocidos como Foreign and Colonial Banks, es decir, aquellos bancos ingleses especializados en las áreas coloniales británicas o en las áreas donde los intereses comerciales británicos eran importantes, como en el caso de América Latina.

Respecto a estos últimos bancos, dado que muchos de ellos fueron controlados por los bancos comerciales o fueron creados por ellos, se podría pensar que su actividad exclusiva fue la de actuar en el mercado monetario a corto plazo, especialmente

²⁷ "The function of the second fact of the market, the Stock Exchange, is secondary to the main work of obtaining supplies of new capital from the public", Lavington, op.cit., p. 122.

en la financiación del comercio exterior²⁸; sin embargo se tiene la impresión que, precisamente porque tenían una razón distinta a la del banco comercial inglés, su libertad fue mayor y que también asumieron el rol de issuing houses y operaron en el mercado monetario a largo plazo²⁹.

En el último tercio del siglo XIX, la rápida expansión del mercado monetario a largo plazo favoreció la difusión de un nuevo tipo de instituciones -las sociedades financieras y de inversión- que también tenían la función de sociedades de emisión de nuevo capital ofrecido³⁰.

Por lo tanto, las issuing houses pueden definirse como aquellas instituciones capaces de actuar como promotoras, mediadoras y garantes de las emisiones de nuevas cuotas de capital, si bien, como hemos tratado de mostrar, con características distintas. En efecto, junto con los bancos privados, que tienen como principal actividad la colocación de préstamos externos y de las acciones de las grandes sociedades ferroviarias inglesas, existen pequeñas sociedades financieras y de inversión (se ocupan de la colocación de acciones y obligaciones de nuevas sociedades) que realizan sólo una parte del complejo trabajo de colocación de nuevo capital³¹. El mercado monetario a largo plazo requiere muchas y diversas especializaciones, y el hecho que sólo los grandes bancos hayan sido capaces de centralizarlas nos indica hasta qué punto la deuda externa fue un elemento que favoreció la evolución de este mercado monetario y nos permite comprender por qué los bancos privados tuvieron, durante mucho tiempo, un rol predominante

²⁸ Cfr. Hurley, E.N., BANKING AND CREDIT IN ARGENTINA, BRAZIL, CHILE AND PERU, Department of Commerce, Special Agents series n. 90, Washington DC, 1914; Lough, W.H., BANKING OPPORTUNITIES IN SOUTH AMERICA, Department of Commerce, Special Agents series n. 106, Washington DC, 1915; Robinson, L.R., "British Banking: Foreign Policies of the 'Big Five' Banks", TRADE INFORMATION BULLETIN, 1923, n. 117; Joslin, D., A CENTURY OF BANKING IN LATIN AMERICA, Oxford University Press, London, 1963; Goodhart, C.A.E., THE BUSINESS OF BANKING, 1891-1914, Weidenfeld and Nicolson, London, 1972.

²⁹ A.S.J. Baster sostiene que "through the agency of the banks, long-term loans have been made to foreign governments and foreign commercial and industrial concerns chiefly for purposes of economic development extending over a series of years", cfr. THE INTERNATIONAL BANKS, London, 1935, p. 4.

³⁰ Feis, H., EUROPE. THE WORLD BANKERS, Norton, New York, 1965, pp. 8-9 (la primera edición es de 1930); Lavington, op.cit., p. 184.

³¹ Lavington, op.cit., pp. 184-186.

en este mercado monetario³².

Los mecanismos a través de los cuales se colocaba el nuevo capital son de particular importancia para el análisis del mercado monetario a largo plazo.

Las issuing houses tuvieron, en un primer momento, un rol de pura y simple intermediación, es decir, recibían las suscripciones del público por cuenta de una sociedad o de un gobierno extranjero pero sin asumir el riesgo de la colocación total del nuevo capital. La issuing house podía, cuanto más, actuar indirectamente sobre la marcha de la emisión a través de sus propios agentes en la bolsa, con el fin de crear un clima favorable a la colocación de nuevo capital.

Hubo una significativa modificación en los años 70, cuando las issuing houses comenzaron a asumir el riesgo de la colocación total de una nueva emisión de capital, facilitando de este modo el desarrollo de las operaciones de las sociedades financieras y de inversión en el mercado monetario a largo plazo. En efecto, gracias a la creación del sindicato de suscripción se pudo distribuir el riesgo de la falta de suscripción por parte de los inversores sobre un amplio número de sociedades encargadas de ubicar el nuevo capital³³.

El sindicato de suscripción, más allá de su novedad técnica, contribuyó por un lado a romper la posición de predominio detentada hasta entonces por los grandes bancos privados que, disponiendo de más recursos, podía comprar toda una nueva emisión para luego revenderla gradualmente influyendo sobre la marcha de los títulos mediante los propios agentes y, por otro lado, gracias a la rápida difusión de las sociedades financieras y de inversión después de 1880³⁴, favoreció la formación de un grupo de detentadores temporales de nuevo capital. De hecho, las sociedades financieras y de inversión adquirían con notable descuento acciones y obligaciones que luego eran entregadas en garantía a los bancos para obtener préstamos. A través de este sistema y de la captación de depósitos, las sociedades financieras y de inversión recibieron dinero pagan-

³² "It was not always publicly known whether one of the private banking houses was behind a particular loan", Cairncross, op.cit. p. 91.

³³ Ibid., p. 93; Powell, op.cit., pp. 469 y 472; Lowenfeld, op.cit., pp. 172-173.

³⁴ Robinson, L.R., "British Investment Trusts", TRADE INFORMATION BULLETIN, 1923, n. 88, p. 32.

do una tasa de interés entre el 3½% y el 4½% anual para reinvertirlo, preferentemente en títulos extranjeros, al 5½% anual³⁵.

De este modo, las sociedades financieras y de inversión sobrepasaron su rol de intermediación entre la oferta y la demanda de capital para inversiones a largo plazo y en consecuencia, fueron adquiriendo un poder creciente en la bolsa y en los mercados monetarios en los que estaban presentes directamente o mediante filiales. Es este poder el que dará a las sociedades financieras y de inversión una dimensión nacional e internacional favoreciendo la internacionalización del mercado monetario de Londres. Su rol fue cualitativamente importante en la expansión de las inversiones inglesas en el exterior, especialmente en aquellas áreas que, como América Latina, gozaban de escaso prestigio entre los inversores ingleses para quienes las acciones y obligaciones de las sociedades inglesas que operaban en América Latina estaban consideradas como valores de segunda categoría.

Las sociedades financieras fueron un mecanismo para seguir la expansión que registra el mercado monetario a largo plazo y su importancia se puede comprender, indirectamente, por la descripción de sus actividades. Las mismas se ubican entre los bancos de depósito y las sociedades de emisión de títulos tradicionales: se asemejan a los bancos por sus operaciones de captación de depósitos, gestión de paquetes accionarios y administración de capital por cuenta de terceros, y se asemejan a las sociedades de emisión de títulos por el hecho de operar en el mercado monetario a largo plazo, encargándose de la colocación de nuevas acciones y obligaciones³⁶. Lavington resume de este modo esta última característica de las sociedades financieras y de inversión: "As a board generalization it may perhaps be said that their typical service lies in supplying capital for the more speculative kinds of industrial enterprise mainly in foreign countries"³⁷. En otras palabras,

³⁵ Ibid.

³⁶ Sobre el modo de operar de las sociedades financieras y de inversión, cfr. Lavington, op.cit., pp. 119-123; Powell, op.cit., pp. 467-476; Robinson, "British Investment...", cit.; id., "Foreign Credit Facilities of the United Kingdom", TRADE INFORMATION BULLETIN, 1923, n. 99; Lee, F.E., "Participating Shares in British Investment Trusts", TRADE INFORMATION BULLETIN, 1928, n.530.

³⁷ Lavington, op.cit., p. 121.: "Como una generalización amplia puede quizás decirse que su servicio más típico consiste en proveer capital para las empresas industriales de tipo más especulativo, principalmente en países extranjeros".

las sociedades financieras y de inversión adquieren paulatina-mente las características de los bancos d'affaires.

En el estado actual de la investigación nos es imposible seguir la evolución de las sociedades financieras y de inversión³⁸. Se puede deducir que su evolución haya sido rápida entre 1880 y 1914, por el hecho que en 1927 su capital accionario y en obligaciones era de 153 millones de libras esterlinas y, dado que predomina el capital total privilegiado, su rentabilidad debió haber sido elevada³⁹.

El análisis desarrollado hasta ahora nos ha servido para individualizar con cierta claridad los probables mecanismos que permitieron la emisión de nuevo capital sin recurrir a la oferta pública, la cual sólo le estaba permitida a las sociedades que tenían el estatuto de public, mientras que aquellas que tenían el estatuto de private podían ofrecer públicamente sólo capital en obligaciones. Este vínculo legal favoreció, indudablemente, las operaciones de las sociedades financieras y de inversión, que mediante negociaciones privadas lograron colocar el capital accionario que muchas sociedades no podían ofrecer⁴⁰.

Gracias a estos mecanismos, una parte del capital total emitido pudo haber ido a parar al portafolio de los bancos privados, de las sociedades financieras y de inversión, de las sociedades presentes en el sindicato de suscriptores, como también en aquéllas de seguros⁴¹. Una parte, también, debe haber ido a dar al portafolio de los bancos comerciales, no obstante la habilidad de los mismos para ocultar en los balan-

³⁸ No nos ha sido posible consultar Nash, B.D., INVESTMENT BANKING IN ENGLAND, New York, 1924.

³⁹ Robinson, "Brithis Investment...", cit., pp. 33-34; Lee, op.cit.; pp. 3-8.

⁴⁰ Lavington, op.cit., pp. 201 y 203-204. Este vínculo puede explicar el predominio del capital en obligaciones en las inversiones británicas en el extranjero, cfr. Kennedy, W.P., "Foreign Investment, Trade and Growth in the United Kingdom, 1870-1913", EXPLORATIONS IN ECONOMIC HISTORY, XI, 1974, pp. 415-444.

⁴¹ Sobre el rol de las sociedades de seguros, cfr. Cairncross, op.cit., p. 93.

ces inversiones que no fuesen británicas o coloniales⁴². Un indicador indirecto de las inversiones en títulos accionarios y obligaciones por parte de los bancos comerciales es el incremento de los mismos: de 41,7 a 109,3 millones de libras esterlinas entre 1883 y 1891, y de 109,3 a 159,7 millones de libras esterlinas entre 1891 y 1914⁴³.

No obstante la capacidad de las sociedades financieras y de inversión y de los bancos privados para colocar el nuevo capital emitido entre los ahorristas ingleses, una cuota del mismo se destinaba a las economías extranjeras donde actuaban las sociedades inglesas que emitían nuevo capital. Esto explica por qué las sociedades financieras y de inversión comenzaron a asumir en el marco de sus actividades una marcada predilección por determinadas áreas geográficas -Estados Unidos, Canadá, América Latina, las colonias- o por determinadas actividades: ferrocarriles, caucho, marítimas, etcétera⁴⁴.

Respecto a la Argentina observamos que en 1910 existen trece filiales de sociedades financieras y de inversión extranjeras de las cuales siete son inglesas⁴⁵. Según el censo de 1914 las filiales de estas sociedades presentes en Argentina son dieciocho⁴⁶.

Entre las numerosas filiales de sociedades financieras y de inversión extranjera en Argentina, encontramos algunas ligadas a uno de los catorce grupos financieros ingleses que controlaban las sociedades financieras y de inversión: el grupo James Anderson. Este grupo controla la River Plate and General Investment Trust Co. y la River Plate Trust, Loan, and Agency⁴⁷. La primera fue fundada en 1888 con un capital de 500.000

⁴² Goodhart, op.cit., p. 18 y apéndice IVG.

⁴³ Sykes, J., THE AMALGAMATION MOVEMENT IN ENGLISH BANKING, 1825-1924, London, 1926, p. 124.

⁴⁴ Robinson, "British Investment...", cit., pp. 33-34; Lee, op.cit., pp. 3-8.

⁴⁵ Martínez, A.B.-Lewandoski, M., L'ARGENTINE DU XXe SIECLE, Paris, 1917, pp. 318-319.

⁴⁶ TERCER CENSO NACIONAL LEVANTADO EL 1º DE JUNIO DE 1914, vol. X: Valores Mobiliarios y Estadísticas diversas, Buenos Aires, 1917, pp. 4-9.

⁴⁷ Robinson, "British Investment...", cit., pp. 33-34; Powell, op.cit., p. 473.

libras esterlinas, aumentado a 750.000 en 1907, y poseía reservas acumuladas por valor de 150.000 libras en 1913. La segunda había sido fundada en 1880 con un capital de 350.000 libras esterlinas, y fue aumentando su capital hasta alcanzar 2.400.000 en 1913, con una reserva acumulada de 935.000 libras esterlinas. La River Plate Trust, Loan, and Agency controla a su vez, la Mortgage Company of the River Plate, fundada en 1888 con un capital de 400.000 libras esterlinas, y fue aumentando su capital hasta alcanzar, en 1913, 1.200.000, con reservas acumuladas de 693.000 libras esterlinas⁴⁸.

Estas informaciones fragmentarias relativas a algunas sociedades financieras y de inversión inglesas que operaban directamente en Argentina, indican que estas mismas agencias sostuvieron adecuadamente la penetración del capital inglés. En efecto, la River Plate and General Investment y la River Plate Trust, Loan, and Agency aparecen frecuentemente en los sindicatos suscriptores encargados de la emisión de nuevo capital por parte de las sociedades ferroviarias que operaban en Argentina.

La explicación de las razones por las cuales las sociedades financieras y de inversión abrieron filiales en Argentina habrá que buscarlas, una vez más, a nivel del mercado monetario, interrogándonos ahora sobre las dimensiones y las características del mercado monetario argentino.

Desgraciadamente no existen estudios profundos sobre el mercado monetario argentino⁴⁹. Los estudios existentes se concentran especialmente en la evolución del mercado monetario⁵⁰, por lo que nos vemos obligados a analizar algunos aspectos del mercado monetario mediante un indicador del mismo. Entre los pocos disponibles hemos elegido los depósitos bancarios, en base a la hipótesis que existe cuanto menos una tendencia a diferir en el tiempo una parte del rédito a consumirse y que este rédito permanece por un tiempo en los bancos en forma de depósito.

⁴⁸ Las informaciones provienen del ECONOMIST y ANUARIO PILLADO.

⁴⁹ Una excepción la constituye el breve análisis desarrollado por Díaz Alejandro, C.F., ESSAYS ON THE ECONOMIC HISTORY OF THE ARGENTINE REPUBLIC, Yale University Press, New Haven, 1970, pp. 28-35.

⁵⁰ Entre los más recientes Olarra Jiménez, R., EVOLUCION MONETARIA ARGENTINA, Eudeba, Buenos Aires, 1968 y Quintero Ramos, A.M., A HISTORY OF MONEY AND BANKING IN ARGENTINE, University of Puerto Rico, Rio Piedras, 1965.

La evolución de los depósitos bancarios, expresados en pesos moneda nacional, es la siguiente: 1883: 103 millones; 1891: 273 millones; 1900: 403 millones; 1910: 1.330 millones; y 1913: 1.462 millones⁵¹. Estas cifras parecen indicar que la

Cuadro VII

Capitales de las sociedades ferroviarias inglesas y depósitos bancarios argentinos, 1900-1914.

Capital total emitido	
depósitos totales	R = 0,958
depósitos bancos extranjeros	R = 0,953
depósitos bancos nacionales	R = 0,959
Capital emitido públicamente	
depósitos totales	R = 0,969
depósitos bancos extranjeros	R = 0,975
depósitos bancos nacionales	R = 0,973
Capital en obligaciones	
total emitido	
depósitos totales	R = 0,967
depósitos bancos extranjeros	R = 0,952
depósitos bancos nacionales	R = 0,967
Capital en obligaciones	
públicamente emitido	
depósitos totales	R = 0,948
depósitos bancos extranjeros	R = 0,897
depósitos bancos nacionales	R = 0,991

Fuente: Capital: apéndices II y III; Depósitos: ANALISIS ESTADISTICO Y ECONOMICO DE ALGUNAS SERIES BANCARIAS Y AFINES EN EL PERIODO 1901-1927, Instituto de Economía Bancaria, Buenos Aires, 1929, pp. 20-21.

parte del rédito no consumida inmediatamente crece más rápido, especialmente después de 1900, y que el sistema bancario en su conjunto es capaz de captar más depósitos. De las estimaciones disponibles aparece, además, que el sistema bancario controlado por el capital extranjero absorbe una cantidad no despre-

⁵¹ 1883: Vázquez-Precedo, V., EL CASO ARGENTINO. MIGRACION DE FACTORES, COMERCIO EXTERIOR Y DESARROLLO, 1875-1914, Eudeba, Buenos Aires, 1971; 1891: MEMORIA DEL MINISTERIO DE HACIENDA, 1891, pp. 190-191; 1900-1913: ANALISIS ESTADISTICO Y ECONOMICO DE ALGUNAS SERIES BANCARIAS Y AFINES, Instituto de Economía Bancaria, Buenos Aires, 1929, pp. 20-21.

ciable de estos depósitos: 23,8% en 1891; 38,2% en 1900; 22,7% en 1910 y 22,2% en 1913.

El principal problema es el de establecer hasta qué punto era posible transformar los depósitos bancarios en inversiones, y cómo se produjo la transferencia de capital del mercado monetario a corto plazo al mercado monetario a largo plazo. Es decir, lo que nos interesa saber es si una parte de los depósitos bancarios argentinos podían ser utilizados para suscribir acciones y obligaciones de sociedades inglesas operantes en Argentina en general, y en particular de sociedades ferroviarias. Un modo nuevamente indirecto para responder a este interrogante es estableciendo la correlación entre depósitos bancarios y capital de las sociedades ferroviarias.

El cuadro VII muestra la existencia de una correlación positiva entre capital emitido (total y público) y depósitos bancarios, y confirma, por lo tanto, la posibilidad de transferir, mediante el mercado monetario, una parte importante de rédito argentino que, por ahora, no podemos cuantificar, sobre las inversiones a largo plazo en los ferrocarriles ingleses.

Los coeficientes de correlación del cuadro VII nos permiten ver, además, que los capitales argentinos tienden, más bien, a orientarse hacia el capital públicamente emitido que hacia el emitido privadamente. En efecto, mientras que el coeficiente de correlación entre capital total emitido y depósitos bancarios es de 0,958, aquel entre capital emitido públicamente y depósitos bancarios es de 0,969. Además, el capital nacional parece tener una mayor propensión a invertir en capital accionario que a invertir en capital en obligaciones, como se puede constatar observando el coeficiente de correlación entre capital total emitido y depósitos, entre capital emitido públicamente y depósitos, y entre capital en obligaciones y depósitos. Pero, en el caso de suscripciones de obligaciones, el capital argentino tiende a orientarse más hacia el capital emitido privadamente que hacia el ofrecido públicamente, tal vez porque las condiciones de suscripción son mejores. Esta última observación se obtiene confrontando el coeficiente de correlación entre capital en obligaciones total y depósitos totales ($R= 0,967$) y entre capital en obligaciones emitido públicamente y depósitos totales ($R= 0,948$).

Demostrada la capacidad del mercado monetario argentino de transformar los depósitos en inversiones en las sociedades ferroviarias inglesas, conviene ahora tratar de establecer los canales mediante los cuales esto sucedía. Desgraciadamente nuestra información es fragmentaria ya que disponemos sólo de los datos relativos al sector bancario y no al sector finan-

ciero total, lo que nos habría permitido comprender el rol efectivamente desarrollado por las sociedades financieras y de inversión.

En los datos del cuadro VII aparece que tanto los bancos nacionales como las filiales de los bancos extranjeros son usados para la transformación de los depósitos en capitales de las sociedades ferroviarias. La mayor correlación existente entre capital total emitido y depósitos en los bancos nacionales nos sugieren la hipótesis que los bancos nacionales constituyen un elemento de gran importancia para colocar entre los ahorristas argentinos las nuevas unidades de capitales ofrecidas por las sociedades ferroviarias inglesas. Probablemente los bancos nacionales representaron, junto a las sociedades financieras y de inversiones inglesas el mecanismo de relación entre el capital argentino y el capital inglés.

Respecto a las filiales de los bancos extranjeros, los coeficientes de correlación son inferiores en su positividad, sin embargo no es tan bajo como para pensar que ellas no hayan tenido un rol en la transferencia de una parte de los depósitos captados en Argentina hacia las inversiones en el sector ferroviario. De la información contenida en el cuadro VII, se deduce que los bancos extranjeros han sido más activos en la colocación del capital públicamente emitido que los bancos nacionales.

Por lo tanto, podemos llegar a la conclusión que el mercado monetario argentino se presenta como un mercado integrado, no obstante la aparente diferencia existente entre bancos extranjeros y bancos nacionales. El motivo de esta unidad sustancial debería buscarse en el hecho que tanto el componente extranjero como el componente nacional operaron en Argentina utilizando la misma estrategia: el ahorro nacional. La mayor correlación indicada para los bancos nacionales en la colocación de capitales se puede explicar con la escasa proyección de las mismas hacia el financiamiento del comercio exterior, que siendo una actividad muy redituable fue la principal actividad de los bancos extranjeros y no de los nacionales.

Una confirmación de las actividades de los bancos ingleses en la colocación de acciones y obligaciones, y por lo tanto de la capacidad de transferir el capital captado mediante los depósitos del mercado monetario a corto plazo al de largo plazo, nos lo da la actividad desarrollada en este sector por el London and River Plate Bank desde los años 90 y desde la creación del London and South American Investment Trust Limi-

ted por parte del Anglo-Argentine Bank en 1912⁵².

Entre 1880 y 1914 se produjeron las condiciones que hicieron posible hacer converger una parte creciente del ahorro argentino hacia la suscripción de cuotas de nuevo capital de las sociedades ferroviarias inglesas que operaban en Argentina. En cambio, no se confirma la hipótesis de la "complete reliance of Argentina on foreign interests for the evolution of this vital railway system"⁵³. Esta captación de una cuota de ahorros argentinos por parte del capital inglés confirma la observación adelantada por Díaz Alejandro sobre la capacidad de la economía argentina de generar "substantial domestic saving, not only in its prosperous rural sector, but also in manufacturing, commerce, and other services sectors. Domestic gross savings seem to have amounted to around 10 percent of the GDP in most years before 1930"⁵⁴.

El ahorro argentino disponía de mecanismos capaces de orientarse hacia el capital ferroviario inglés pero, también, de un mecanismo -la bolsa de Buenos Aires- capaz de autoregularse en el contexto más general de la autonomía relativa del mercado monetario argentino respecto al inglés. El hecho que las acciones y las obligaciones de las sociedades ferroviarias inglesas que operaban en Argentina se cotizaban en la bolsa de Buenos Aires permitía el funcionamiento del mecanismo de autoregulación⁵⁵.

⁵² Joslin, op.cit., pp. 131 y 201.

⁵³ Ford, A.G., "Investment and Argentine Economic Development, 1880-1914" en Rock, D. (comp.), ARGENTINA IN THE TWENTIETH CENTURY, University of Pittsburgh Press, Pittsburgh, 1975, p. 33.: "completa supeditación de Argentina a los intereses extranjeros para la evolución de este sistema ferroviario vital".

⁵⁴ Díaz Alejandro, op.cit., p. 32.: "ahorros internos significativos no sólo en su próspero sector rural, sino también en las manufacturas, el comercio y otros sectores de servicios. El ahorro doméstico bruto parece haber alcanzado cerca del 10% del PBI en la mayor parte de los años antes de 1930".

⁵⁵ En la bolsa de Buenos Aires se cotizaban las acciones y obligaciones de las siguientes sociedades ferroviarias inglesas: Central Argentine Railway, Buenos Ayres Great Southern Railway, Buenos Ayres and Pacific Railway, Argentine Great Western Railway, Cordoba Central Railway, Entre Rios Railway, Western Railway of Buenos Aires, Villa Maria and Rufino Railway, Buenos Ayres and Valparaiso Transandine Railway, Bahia Blanca and North-Western Railway, Buenos Ayres Central Railway; cfr. Tornquist, op.cit., pp. 217-218.

La rigidez del mercado monetario inglés a largo plazo y la existencia de un mercado monetario en Argentina aparecen, de este modo, como los elementos sustanciales capaces de producir y desarrollar los mecanismos capaces de orientar y regular el flujo de capitales necesarios para las sociedades inglesas que operaban en Argentina.

4. Hipótesis conclusivas

Después de haber analizado las dos series de capital que hemos reconstruido, las formas de suscripción del nuevo capital en los mercados monetarios y haber relacionado los resultados obtenidos en el mercado monetario que se configura como el mecanismo capaz de regular la oferta y la demanda de nuevo capital para las sociedades inglesas que operan en Argentina, podemos formular una hipótesis interpretativa distinta, no dualista como la expuesta al principio de este trabajo.

La relación entre el mercado monetario inglés y el argentino no es un hecho espontáneo; es el resultado de una cierta rigidez para las inversiones a largo plazo del primero y de la existencia, en el segundo, de una unidad de ahorro que podía ser transferida del mercado a corto plazo hacia el mercado monetario a largo plazo. Pero, siendo el capital total emitido ampliamente determinado por el capital emitido públicamente en el mercado monetario inglés, éste se configura como el mercado dominante y, por lo tanto, capaz de subordinar al argentino.

A partir de este dato estructural -la posición hegemónica del mercado monetario inglés- se logra comprender mejor cómo se construyen progresivamente nuevos y más perfeccionados mecanismos de intermediación capaces de minimizar por una parte la rigidez del mercado monetario inglés y por la otra de captar en el extranjero capitales para las sociedades inglesas. Este doble mecanismo de maximización del capital susceptible de ser invertido a largo plazo, que encuentra, en las sociedades financieras y de inversión, en los bancos ingleses y hasta en los bancos nacionales, su estructura institucional, permitió diluir la oferta de nuevo capital en un lapso de tiempo más largo y de desarrollar nuevas fuentes de demanda de acciones y de obligaciones.

La relación entre mercado monetario inglés dominante y mercado monetario argentino subordinado es sólo un aspecto del fenómeno más amplio de internacionalización del capital que, como es sabido, es una de las novedades más importantes de la economía internacional en el último tercio del siglo XIX. Esta

internacionalización supone, como lo hemos intuido a lo largo de nuestro análisis, la existencia cuanto menos de un mercado monetario embrionario y susceptible de expandirse en las áreas periféricas de la economía internacional y, en particular, en la economía argentina. Lo que sucede después de 1880 es básicamente un proceso de integración y subordinación del mercado monetario argentino al mercado monetario de Londres, proceso que aun determinando una correlación entre los mismos, no significó la total sumisión del primero al segundo.

La capacidad del mercado monetario argentino de preservar una cierta autonomía, observable en el hecho que los bancos extranjeros no lograron jamás controlar más de un tercio de los depósitos bancarios totales, obligó al capital inglés a asociarse con el argentino sobre la base de beneficios recíprocos; el inglés obtenía, además de las unidades adicionales de capital, una garantía contra los riesgos de naturaleza política y social provenientes del hecho de operar en un país extranjero, mientras que el capital argentino, además de una participación minoritaria en la gestión de las sociedades inglesas, la garantía de participar en las ganancias crecientes de estas sociedades.

Es esta asociación informal la que nos ayuda a comprender la hipótesis, ya formulada por Jenks⁵⁶, del enlace de los intereses británicos con los argentinos en el sector ferroviario. Este enlace, que en primer lugar es un enlace de tipo económico, constituye sin duda la base sobre la que se apoya toda la dominación inglesa en Argentina.

Mostrando cómo la relación entre capital inglés y capital argentino tiene su punto de unión a nivel económico en la articulación asimétrica que se establece entre el mercado monetario inglés y el argentino, se llega a dudar seriamente de la validez de los análisis que -en la línea de J.A. Hobson o de Lenin- ven la exportación de capital de Gran Bretaña como el único elemento dinámico en el proceso de penetración del capital británico en las áreas latinoamericanas desvalorizando, en consecuencia, el rol, también dinámico, que tuvieron las variables internas.

Traducción de Clara Kielack

⁵⁶ Jenks, L.H., "Britain and American Railway Development", JOURNAL OF ECONOMIC HISTORY, 1951, n. 4, pp. 384-385.

APENDICE I

Sociedades ferroviarias inglesas en Argentina

Sociedades por año de fundación	Otras sociedades relacionadas a ellas y que ejercen el control
1862 Buenos Ayres Northern Railway Buenos Ayres Great Southern Railway (BGS)	CAR desde 1889
1864 Central Argentine Railway (CAR)	
1871 East Argentine Railway	ER, parcialmente desde 1900. Desde 1907 unificada a la AN
1872 Buenos Ayres and Ensenada Port Railway	BGS desde 1898
1881 Western of Santa Fe Railway	BR desde 1900
1882 Buenos Ayres and Pacific Railway (BAP)	
1884 Buenos Ayres and Rosario Railway (BR)	CAR desde 1902
1886 North-West Argentine Railway Central Railway of Chubut	
1887 Argentina Great Western Railway (AGW) Buenos Ayres and Valparaiso Transan- dine Railway Cordoba Central Railway (CR)	BAP desde 1907 AGW al inicio. BAP desde 1907
1888 Villa Maria and Rufino Railway Santa Fe and Cordoba Great Southern Railway Argentine North-Eastern Railway Buenos Ayres Ensenada and South Coast Railway	BAP desde 1888 BR desde 1900 ER, parcialmente, desde 1900

1889	Bahia Blanca and North-Western Railway	BAP desde 1904
	Cordoba and Rosario Railway (CR)	CC, parcialmente, desde 1899, totalmente desde 1912
	Cordoba and North-Western Railway	
1890	Western Railway of Buenos Ayres	
1891	Entre Rios Railway (ER)	
1905	Cordoba Central Buenos Ayres Extension	CR desde 1905, CC desde 1912
1906	Buenos Ayres Midland Railway	BGS desde 1906
	Buenos Ayres Central Railway	BGS, parcialmente, desde 1906

Sociedades excluidas por falta de información

1887	Argentine Northern Central Railway
	Santa Fe and Reconquista Railway
1910	Rosario and Western Railway

APENDICE II

Capital emitido publicamente, 1880-1914 (miles de libras esterlinas)

	Ordinario	Privilegiado	Obligaciones	Total
1880	-	-	-	-
1881	-	-	-	-
1882	1.000	1.000	-	2.000
1883	1.000	1.000	-	2.000
1884	1.000	2.400	350	3.750
1885	1.000	2.400	350	3.750
1886	1.000	2.750	868	4.618
1887	1.000	3.244	3.688	7.932
1888	1.200	5.764	4.694	11.658
1889	1.550	7.714	7.576	16.840
1890	4.050	7.714	7.576	19.340
1891	4.050	7.714	7.576	19.340
1892	4.350	7.714	8.571	20.635
1893	4.350	7.714	8.571	20.635
1894	4.350	7.714	8.751	20.815
1895	4.350	7.714	9.591	21.655
1896	4.350	7.714	11.310	23.374
1897	4.500	7.714	11.760	23.974
1898	4.500	9.964	11.990	26.454
1899	5.625	9.964	11.990	27.579
1900	5.625	10.412	12.390	28.427
1901	9.195	11.212	12.390	32.797
1902	9.695	11.212	14.990	35.897
1903	9.695	11.212	16.490	37.397
1904	12.251	11.462	16.990	40.703
1905	19.552	12.337	17.990	49.879
1906	23.353	19.140	19.040	61.533
1907	26.113	22.140	22.895	71.148
1908	32.419	23.380	28.645	84.444
1909	35.419	26.880	35.285	97.584
1910	35.419	30.880	41.285	107.584
1911	40.019	33.880	44.485	118.384
1912	40.019	39.196	46.785	126.000
1913	40.019	41.836	49.002	130.857
1914	40.019	41.836	57.252	139.107

APENDICE III

Capital total emitido, 1880-1914 (miles de libras esterlinas)

	Ordinario	Privilegiado	Obligaciones	Total
1880	3.773	532	1.635	5.940
1881	3.773	532	1.711	6.016
1882	5.113	1.640	3.256	10.009
1883	5.113	1.640	3.256	10.009
1884	5.613	4.515	5.349	15.477
1885	5.613	4.515	5.679	15.807
1886	7.118	4.865	6.208	18.191
1887	7.163	6.059	9.621	22.843
1888	7.879	8.739	12.271	28.889
1889	9.715	10.788	15.861	36.364
1890	12.305	13.463	21.611	47.379
1891	17.644	15.167	23.916	56.727
1892	19.952	15.167	24.911	60.030
1893	23.415	16.267	25.221	64.903
1894	23.519	16.800	28.375	68.694
1895	28.058	18.114	34.578	80.750
1896	28.058	18.114	36.422	82.594
1897	28.208	18.314	36.872	83.394
1898	28.456	20.564	37.110	86.130
1899	28.688	20.716	37.255	86.659
1900	29.655	21.330	37.856	88.841
1901	33.816	22.350	37.218	93.384
1902	34.367	25.016	40.614	99.997
1903	44.707	25.278	40.639	110.624
1904	44.472	25.429	43.146	113.047
1905	55.197	27.038	48.397	130.632
1906	59.076	34.841	45.197	139.114
1907	62.012	37.884	51.060	150.959
1908	89.357	44.614	63.030	197.001
1909	73.443	43.477	69.091	186.011
1910	74.268	47.477	75.505	197.250
1911	79.208	50.477	80.130	209.815
1912	79.208	55.784	79.442	214.434
1913	85.857	56.588	76.624	219.069
1914	85.857	46.035	60.794	192.686