
LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA EN 1890 Y 1982*

por Aníbal B. Arcondo y Aldo A. Arnaudo

Arcondo Aníbal

Doctor en Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba (Argentina) y en Historia Económica de la Universidad de París (Francia). Profesor de Historia Económica de la Universidad Nacional de Córdoba e Investigador en el Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas. Autor de libros y artículos en revistas.

Arnaudo, Aldo A.

Doctor en Economía de la Universidad Nacional de Córdoba (Argentina) y Yale University (Estados Unidos). Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas (Universidad Nacional de Córdoba) y de la Escuela de Especialización en Disciplinas Bancarias (Universidad Nacional de La Plata - Universidad de Siena) e Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas. Miembro de la Academia Nacional de Ciencias Económicas y autor de libros y artículos en revistas.

* Trabajo presentado en las XI Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 22 y 23 de Junio de 1989 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

I. INTRODUCCION

La acumulación de deuda externa originó en noviembre de 1890 el episodio conocido como la "crisis Baring" y en 1982 ^{1/} la inclusión del país entre las que luego serían las quince economías mencionadas en el plan Baker. La semejanza de ambos fenómenos es muy grande: a un período de endeudamiento siguió una aguda crisis debida a la imposibilidad de mantener el flujo de capitales externos. Hay también diferencias, aunque sea una cuestión debatible su evaluación comparativa y su peso relativo ante las similitudes.

En los dos casos la acumulación de la deuda fue muy rápida y en poco tiempo no se pudieron pagar los servicios con el excedente de la balanza comercial y con el producido de nuevas deudas externas. En tal impotencia, en 1890 se acudió de inmediato a un arreglo implementado en los meses siguientes, que luego demostró ser solo un expediente provisorio; en 1982 no fue seriamente abordada, hubo muchas hesitaciones y demoras, y aún hoy no parece haberse solucionado a satisfacción de las partes intervinientes. Superada la crisis del siglo pasado, en menos de diez años Argentina recobró respetabilidad internacional, logró viabilidad para el endeudamiento externo y obtuvo nuevos créditos, pero las condiciones económicas internas habían cambiado en forma notable, y en particular las exportaciones habían aumentado sustancialmente.

La breve narrativa anterior permite distinguir cuatro etapas bien diferenciadas, las cuales serán consideradas sucesivamente y de manera comparativa: acumulación de la deuda externa (Sección 2), incapacidad para pagar sus servicios (Sección 3), arreglos formulados para abordar la crisis provocada por el fenómeno anterior, incluyendo el incumplimiento de los compromisos contraídos (Sección 4), y restauración de la confianza (Sección 5). Va de suyo que la última etapa solo tiene sentido en 1890, pues nada parecido ha ocurrido en la actualidad; no obstante, la experiencia del decenio posterior a aquélla es de gran utilidad para aplicar en la de 1982 (Sección 6).

II. ACUMULACION DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Una visión muy general de la magnitud del endeudamiento externo lo brindan valores en 1890 y en 1982 expresados en medidas comparables: 49 libras per cápita en 1890 (o 46 libras según cifras de población de Vázquez-Presedo (1976)), 2307 dólares de 1982 ^{2/} (o 2.165 dólares); 1.491 dólares en 1982. Se comprueba sin dificultad que el endeudamiento es mayor en la primera oportunidad ^{3/}, no obstante podría sostenerse que la diferencia no es muy significativa en términos puramente cuantitativos. Si lo sería en términos cualitativos pues Argentina en 1890 era un país nuevo con metas y políticas compatibles entre sí, y simultáneamente presenciaba una gran salida de capitales ingleses que buscaban invertirse en todo el mundo Simon (1967); con anterioridad a 1982 se habían seguido políticas contradictorias y el país debió enfrentar una realidad internacional cambiante, dentro de la cual tuvo mucha importancia la afluencia de capitales externos debida a los shocks petroleros de la década del setenta.

En ambos casos la acumulación de la deuda externa se produjo fundamentalmente en los diez años anteriores y a un ritmo creciente. Desde 1881 a 1885 la tasa de crecimiento anual fue del 13.6% en promedio, y de 1886 a 1890 del 26.2% ^{4/}. En el quinquenio 1973-77 el crecimiento promedio fue del 13.9% anual y en el de 1978-82 del 35.1%. En el episodio de 1890 la tasa de crecimiento se incrementa al doble de

un quinquenio del otro, mientras que en el de 1982 casi se triplica. ¿Son significativas estas diferencias cuantitativas? En la imposibilidad de dar con esos guarismos una respuesta satisfactoria al interrogante, es imprescindible acudir a relaciones con variables relacionadas a la política interna; a tal efecto se han elegido dos, el volumen de las exportaciones y el déficit fiscal del Gobierno Nacional.

CUADRO 1 (*)

INDICADORES DE DEUDA EXTERNA

Año	Crecimiento (% anual)	Deuda Externa		Año	Crecimiento (% anual)	Deuda Externa	
		Exportaciones	a/			Exportaciones	a/
1881	6.3	3.0		1973	7.2	2.6	
1882	14.2	3.2		1974	27.0	2.7	
1883	14.6	3.1		1975	14.6	2.8	
1884	22.8	3.3		1976	5.1	2.6	
1885	10.18	3.4		1977	16.9	2.5	
1881/85	13.6	-		1973/77	13.9	-	
1886	21.8	4.0		1978	29.1	2.7	
1887	22.7	4.6		1979	52.3	3.6	
1888	62.6	7.0		1980	42.7	4.3	
1889	24.4	8.7		1981	31.3	4.8	
1890	5.8	9.1		1982	22.3	5.6	
1886/90	26.2	-		1978/82	35.1	-	

(*) - Las series estadísticas y fuentes informativas en que están basados éste y los cuadros posteriores pueden ser solicitadas a los autores.

Nota: a/ Promedio quinquenal.

El volumen de exportaciones, en relación con el de endeudamiento externo, tiene una doble vinculación. Por un lado, dicha relación cuantifica la importancia de la deuda respecto a la fuente de ingresos de donde se extraen medios para pagar sus servicios, el interés y la amortización de los préstamos obtenidos. Va de suyo que el aumento inicial de la deuda es paralelo con importaciones mayores que las exportaciones, usándose el producido de aquélla para financiar las primeras. Esta situación luego habrá de revertirse para permitir el pago de intereses y amortizaciones que no puedan financiarse con nuevos préstamos. Por otro lado, en el caso de los empréstitos públicos, es necesaria una corrección en el producido efectivo de la deuda -en relación a su valor nominal- debida a la existencia de una prima de emisión. En otras palabras, una tasa de interés fijada contractualmente por abajo de la vigente (para inversiones en un país determinado) habrá de reflejarse en la imposi-

bilidad de obtener el valor nominal del préstamo, consiguiéndose solo uno menor. Tal circunstancia no se presenta cuando hay conversión de préstamos o renovación de los ya acordados, en cuyo caso la tasa de interés pactada es representativa. Esa particularidad debe tenerse en cuenta al hacer la comparación entre las experiencias de 1890 y 1982; la prima de emisión, reflejo de una tasa de interés nominal por debajo de la de mercado, tiene su correlato en el actual margen entre la tasa de un préstamo y la tasa internacional de mercado (LIBOR, por ejemplo).

Según el patrón deuda externa/exportaciones, en la década del ochenta del siglo pasado la relación aumentó en forma moderada en el primer quinquenio para pasar a serlo muy fuertemente en el siguiente y llegar a la crisis de 1890; las cifras indican valores de 2.9 en 1881, 3.9 en 1885 y 9.1 en 1890. En cambio, en la experiencia reciente se parte de un valor en 1973 bastante cercano al de 1881, éste permanece invariable durante el primer quinquenio, y se incrementa en el segundo de manera similar a la operada en 1886-1890. Por consiguiente, la relación de endeudamiento es mucho más baja en 1982 que en 1890, no porque el proceso de endeudamiento acelerado no haya sido semejante en el segundo quinquenio sino porque partió de valores más bajos. Dicho en forma positiva, el aumento de las exportaciones producido en 1973-77, algo que no ocurrió en el siglo anterior hasta después de la crisis de 1890, hizo permanecer prácticamente constante la relación en ese período. Eso explica entonces el crecimiento más rápido de la deuda externa en 1978-82, relativo a 1886-90, al tiempo que un cociente deuda/exportaciones sustancialmente menor.

Previo a examinar lo acontecido con los intereses de la deuda externa conviene recordar que en el siglo pasado la tasa de interés para la deuda pública externa -los valores para la privada son difíciles de obtener sin hacer hipótesis extremas- dependía de la tasa de interés nominal pactada en cada empréstito y del precio de colocación; una aproximación suficiente de la tasa efectiva es el cociente entre ambos. Con esa cifra se ha elaborado la segunda columna del Cuadro 2, habida cuenta de los casos de conversión. En la experiencia actual es posible determinar la tasa de interés efectivamente pagada dividiendo la partida correspondiente de la cuenta de balanza de pagos por el monto total de la deuda externa (quinta columna del mismo cuadro) Rodríguez (1987).

De la inspección del Cuadro 2 se extraen algunas conclusiones. En la década de mil ochocientos ochenta, la tasa de interés aplicada a empréstitos públicos argentinos fue sustancialmente más alta que la vigente en Londres para títulos gubernamentales locales y también más alta que la obtenida por las inversiones ferroviarias. Usando la terminología de nuestros días, la prima de riesgo del país, medida por la diferencia entre la tasa vigente para sus préstamos públicos y la tasa "para" 5/, era muy elevada y casi igual a esta última; no obstante, disminuyó en forma progresiva en los años anteriores a la crisis de 1890. Por otra parte, y esto también importa, la tasa de interés tuvo una tendencia decreciente.

Idéntico análisis aplicado a los años anteriores a 1982 muestra movimientos divergentes. Salvo 1974, en el primer quinquenio la prima de riesgo es poco importante 6/ y la tasa de interés está en descenso. En el segundo quinquenio, cuando las tasas de interés toman un sentido ascendente, la tasa promedio para los préstamos argentinos es inferior a la de mercado de corto plazo (LIBOR). Esta situación aparentemente contradictoria tiene su explicación; la mayoría de los títulos del Gobierno y de los préstamos privados o públicos habían sido contratados a tasa fija, de modo que su servicio era inferior al que regiría si se pagara la tasa de mercado del momento. Solo a partir de 1980 los préstamos a tasa variable (flotante) se transforman en la regla del endeudamiento internacional.

CUADRO 2

TASAS DE INTERES

-En %-

Año	Títulos Públicos Nominal Efectiva	Consols	Inversiones Ferroviarias	Año	Promedio	LIBOR
1881	6	6.7	-	1973	10.3	9.4
1882	-	-	-	1974	7.9	10.9
1883	6	-	-	1975	7.2	7.0
1884	5	6.2	-	1976	6.7	5.6
1885	5	6.3-5.3	3	1977	7.9	6.1
1886	5	-	3	1978	8.3	8.9
1887	-	-	3	1979	8.4	12.1
1888	4.5	4.5	3	1980	8.6	14.2
1889	-	-	2.8	1981	13.2	16.9
1890	5	-	2.9	1982	12.5	13.3

Multiplicando la tasa de interés promedio por la relación entre deuda externa y exportaciones se obtiene la participación de los servicios de intereses en el valor de aquellas. Es evidente, en consecuencia, que la proporción de las exportaciones necesaria para abonar los intereses externos habrá de variar con los vaivenes de la tasa internacional de interés, dada una proporción deuda/exportaciones constante. Un país deudor se beneficiaría doblemente con una tasa más baja, los servicios por intereses se habrían reducido y su situación externa sería más holgada, y viceversa, de modo que el movimiento internacional de las tasas de interés se convierte en una magnitud clave.

Otra variable vinculada al endeudamiento externo es el déficit gubernamental, limitando el análisis al Gobierno nacional -no porque las provincias no lo tuvieran- a efectos de tener cifras comparables. En el siglo anterior, luego de la organización nacional, no había otra forma de financiar el exceso de gastos por arriba de los recursos de la tributación fuera de la deuda pública. Si esa deuda no encontraba colocación en el mercado doméstico, se recurría al endeudamiento externo en moneda convertible, procedimiento que requiere una balanza de pagos en cuenta corriente (o de una balanza comercial) desfavorable. Dicha balanza desfavorable genera recursos internos por gastos de los importadores superiores al producido de las exportaciones.

Cuando es factible la emisión pura y llana de billetes como contrapartida al endeudamiento del Gobierno por parte de una autoridad monetaria no restringida a mantener cierto respaldo de oro y divisas, la financiación del déficit fiscal puede hacerse recurriendo a los préstamos de aquella. Es una manera de recaudación del llamado impuesto inflacionario, no excluyente del endeudamiento con el extranjero, como la experiencia provista por la historia de los últimos años lo señala.

La observación de las columnas correspondientes del Cuadro 3 muestra que la relación porcentual entre recursos corrientes, básicamente de carácter impositivo, y gastos ^{7/} fue bastante similar en ambos períodos. Es conocida la relación existente

entre el gasto público interno y el saldo de la balanza de pagos; cuando el Estado gasta más allá de los recursos con que cuenta, y esa diferencia no es totalmente financiada con ahorros privados (a través de la deuda pública), existe un déficit en la balanza de pagos que debe ser financiado con endeudamiento externo. Los canales pueden ser directos, como la colocación de deuda pública en mercados extranjeros, o indirectos, como el endeudamiento privado externo, la venta de moneda extranjera a la autoridad monetaria y la financiación por ésta del déficit fiscal, etc.

CUADRO 3

SITUACION FISCAL DEL GOBIERNO NACIONAL

-En %-

Año	Recursos Gastos	Servicios de la Deuda Pública Gastos	Año	Recursos Gastos	Intereses de la Deuda Publica Gastos	
					Interna	Externa
1881	75.2	30.0	1973	71.2	1.3	0.7
1882	46.2	18.9	1974	73.0	2.0	0.6
1883	67.0	26.6	1975	53.9	1.6	0.5
1884	66.8	20.8	1976	62.3	4.3	0.5
1885	65.6	25.3	1977	78.0	4.1	0.6
1886	77.6	25.7	1978	76.2	6.4	0.6
1887	79.2	24.0	1979	78.8	6.8	0.4
1888	68.1	21.3	1980	75.5	4.9	1.0
1889	76.4	15.6	1981	64.7	7.3	3.3
1890	76.7	35.1	1982	58.6	10.3	6.7

El panorama es radicalmente distinto en lo que hace al peso del servicio de la deuda (interna o externa) sobre los gastos presupuestarios. En la década del ochenta del siglo anterior, los servicios de la deuda (incluyendo intereses y amortización del préstamo) eran considerables, representando aproximadamente un cuarto del gasto total. Tal situación era debida a déficits fiscales anteriores financiados mediante empréstitos internos denominados en moneda local inconvertible (pesos papel), empréstitos internos denominados en moneda convertible (pesos oro) —que los hacía hábiles para recurrir a mercados extranjeros— o empréstitos externos denominados en otras monedas (fundamentalmente en libras). En los años de las décadas de 1970 y 1980 el peso de los intereses era relativamente leve pues los préstamos internos se reducían sistemáticamente en términos reales a consecuencia de una tasa nominal de interés, a veces meramente figurativa, muy por debajo de la de aumento de precios. Como hubieran sido impensables en tales condiciones préstamos acordados por el sector privado, la financiación fue realizada por la autoridad monetaria a través del impuesto inflacionario. Recién en 1981 y 1982 los intereses comienzan a adquirir importancia; por un lado, el endeudamiento interno progresivamente fue tomado a tasas de mercado, y por otro, los intereses externos —asi se abonasen parcialmente— empezaron a ser preponderantes en el presupuesto gubernamental. Estos últimos aumentaron con el crecimiento paralelo de los préstamos concedidos en forma directa al Gobierno o por la transferencia de los concebidos originariamente a particulares, empresas estatales o gobiernos locales.

III. INCAPACIDAD PARA PAGAR LOS SERVICIOS DE LA DEUDA EXTERNA

En la sección anterior se ha analizado el proceso de acumulación de la deuda externa ocurrido en la década anterior a la crisis. No se ha prestado atención a otro problema distinto del dinámico; sin embargo, para tener una visión completa es indispensable conocer la composición de la deuda externa, tema esencial para comprender las medidas destinadas a solucionar el problema creado por la incapacidad de pagar sus servicios. Una descripción de esa naturaleza podría extenderse a cada año del período decenal anterior a 1890 o a 1982; no obstante, no tiene demasiado interés estudiar el desenvolvimiento anterior pues, aparte de no haber experimentado grandes cambios, la composición se vuelve trascendente solo en el momento de crisis.

Una distinción bastante sencilla pone por un lado la deuda contraída o asumida por el Gobierno y por otro la concebida a particulares. La primera tiene el carácter de "deuda soberana", en el sentido que carece de garantías colaterales y su cumplimiento recae en la voluntad del deudor, no existe apropiación de activos y no es de aplicación el fenómeno jurídico de quiebra o bancarrota del deudor. La segunda, por el contrario, se caracteriza porque el acreedor obtiene la transferencia de activos de propiedad del deudor privado cuando deja de pagar los servicios mediante la declaración judicial respectiva. Dichas particularidades también pueden visualizarse desde el punto de vista del valor de la deuda atribuido por el acreedor, el valor presente de los pagos futuros. En el caso de deuda soberana, el acreedor no tiene posibilidad de evitar el incumplimiento del contrato original por un Gobierno determinado (declaración unilateral de pago parcial o repudio total) y a lo sumo, en la hipótesis más favorable, puede establecer alguna restricción a dicho Gobierno para el acceso futuro al mercado financiero internacional. Normalmente este mecanismo no está en manos de un acreedor individual, a menos que sea único o muy importante, pero podría lograr de los demás acreedores una conducta similar a la suya. Imponiendo así una sanción -o el temor de que se hiciera efectiva- a su deudor. Por el contrario, en el caso de deudores privados que no cumplen sus obligaciones, recibe la propiedad de activos reales o financieros, al margen que ello pueda implicar una pérdida más o menos considerable.

Hay otra distinción entre endeudamiento externo público y privado que vale la pena resaltar, a pesar que en definitiva ambos resulten afectados; la disímil reacción ante la falta de moneda extranjera suficiente, v.g. por un descenso del valor de las exportaciones, para cumplimentar el pago de sus servicios. La deuda pública generalmente toma la forma de empréstitos contratados mediante el pago fijo y periódico de intereses y amortización del capital, los cuales no cambian de lo originalmente acordado; gran parte de la deuda privada tiene la particularidad -especialmente con acciones y debentures- de ser servida de acuerdo a la inversión financiada y a las ganancias de la empresa deudora. Si tales ganancias fueran nulas en un período, también lo serían las exigencias de los pagos externos. Además, cuando las condiciones económicas son desfavorables y existen dificultades en el sector externo, es probable que los beneficios sean escasos o inexistentes y que automáticamente se interrumpan en forma total o parcial las obligaciones con el exterior.

En los últimos años se ha asistido en muchos países en desarrollo a la transformación de las condiciones en materia de exigencias y periodicidad de pago de los servicios (intereses y amortización del capital) de la deuda privada en forma paralela -aunque no sea exactamente lo mismo- con el cambio desde inversiones directas internacionales (acciones, sucursales, obligaciones de empresas, etc.) hacia préstamos acordados por bancos extranjeros. Este punto tiene particular trascendencia al comparar la experiencia de 1890 con la de 1982. Teóricamente los deudores

privados deben adquirir moneda extranjera para hacer frente al pago de los servicios de su deuda externa y perjudicarse si el precio de aquélla fuera alto debido a dificultades externas del país. No obstante, los gobiernos acostumbran a establecer disposiciones restrictivas sobre el mercado de cambios que entorpecen o impiden el servicio de las deudas privadas externas, y tampoco siguen necesariamente una política de mercado para determinar el tipo de cambio, que suelen mantener sobrevaluado. En ese caso, para desobligar a los deudores privados de sus compromisos con los acreedores externos, el Estado se hace cargo de sus deudas. Algo similar a lo que había ocurrido en el pasado cuando el Estado nacional asumía las deudas de los estados locales.

El Cuadro 4 presenta la composición de la deuda en 1891 ^{8/} y 1982 distinguiendo la concedida al Gobierno nacional, a los gobiernos locales y a empresas o reparticiones públicas (deuda externa pública), de la deuda privada. Sin duda es un tanto problemático una homogeneización de partidas en dos momentos tan apartados por el tiempo y por las instituciones jurídicas, pero es posible encontrar las características discutidas arriba y la forma de los incumplimientos de una y otra.

CUADRO 4

COMPOSICION DE LA DEUDA EXTERNA

-En % del total-

Tipo	1891	1982
<u>Pública</u>	<u>56.8</u>	<u>65.6</u>
Empréstitos nacionales	24.6	10.3 <u>a/</u>
Empréstitos provinciales y municipales	20.1	
Préstamos a empresas o reparticiones estatales	12.1 <u>b/</u>	49.8 <u>c/</u>
Préstamos comerciales		5.5
<u>Privada</u>	<u>43.2</u>	<u>34.4</u>
Inversiones ferroviarias	37.4	
Préstamos financieros		30.0 <u>c/</u>
Préstamos comerciales	5.8	4.4

Notas: a/ Incluye préstamos acordados al Banco Central de la República Argentina.
b/ Cédulas hipotecarias.
c/ Incluye atrasos, que se han asignado a los rubros indicados.

La inspección de las cifras del cuadro indica que al presentarse la crisis la composición de la deuda externa no era muy distinta en las dos ocasiones en cuanto hace a su distribución entre sector público y privado: en 1891 la del primero constituía 56.8% del total y era levemente superior en 1982 ascendiendo al 65.6%. Esta impresión es solo aparente y de inmediato se notan profundas diferencias. Primero, la deuda pública externa en 1890 estaba formada principalmente por empréstitos, sean nacionales o de las provincias y municipalidades, mientras que en 1982

obligaciones de ese carácter no llegan a la quinta parte. Los empréstitos, emitidos a largo plazo 9/, tienen en la tasa de interés su característica más importante, ya que su amortización se hace muy gradualmente, fenómeno que no se presenta con los préstamos, cuyo plazo es muy corto (meses o un reducido número de años). En otras palabras, el compromiso del Gobierno nacional es más limitado en 1890 que en 1982 pues ahora es evidente el predominio de los préstamos propios o de entidades a las cuales tiene bajo su responsabilidad. Por el contrario, en 1890 casi un tercio es endeudamiento de gobiernos locales y casi un cuarto derivado de la emisión de cédulas hipotecarias. Segundo, en el siglo pasado la deuda externa privada estuvo limitada casi exclusivamente a inversiones ferroviarias, de modo que la remesa de intereses y utilidades debía hacerse mediante la compra de moneda extranjera en un mercado de cambios con mínimas (si alguna) restricciones de carácter legal o reglamentario, Williams (1920). En 1982, el grueso del endeudamiento privado con el exterior tomó la forma de préstamos acordados por bancos internacionales a empresas radicadas en el país; cuando se impusieron restricciones en el mercado de cambios para el servicio de préstamos extranjeros, los deudores cumplieron sus obligaciones pagando en moneda nacional y el Estado asumió sus obligaciones con el exterior, García y Junco (1987).

Otro elemento fundamental es el peso de los servicios en relación a la entrada de capital extranjero. Una elevada cantidad de nuevos préstamos hace desaparecer las dificultades para financiar el déficit de la balanza comercial y los servicios de la deuda pendiente. Los problemas se presentan cuando esa entrada se reduce o se detiene, algo que habría de acontecer en 1890 después de un quinquenio de gran afluencia de capital extranjero. Las cifras del Cuadro 5 ponen en evidencia este fenómeno, habida cuenta de las diferencias señaladas entre deuda pública y privada.

Cuando en 1890 se presentan dificultades para realizar los pagos de la deuda externa y los acreedores toman conciencia de este hecho, se produce una baja de la cotización en bolsa de los empréstitos argentinos 10/, indicativa de la posible falta de pago de los intereses e incluso del principal. Los dos empréstitos más conocidos cotizados regularmente en Londres ponen de manifiesto este hecho. Durante el quinquenio anterior el Empréstito de Ferrocarriles del 6% (1881) siempre había tenido una cotización por arriba de 90 (para un valor nominal de 100) -aún había llegado a ponerse sobre la par- y en el semestre posterior a Noviembre de 1890 cae a la mitad; la cotización del Empréstito de Fondos Públicos Nacionales del 5% (1884), obviamente cotizado más bajo, ya desde un valor de 80 a principios de 1886, y casi a la par a mediados de 1888, a 84 en 1890 y a menos de 40 en el semestre siguiente a la crisis 11/. Cabe recalcar entonces que las dificultades financieras de Argentina fueron rápidamente captadas por el mercado de valores en el centro financiero de la época.

Por el contrario, en 1982 no había un mecanismo indicativo de las dificultades del deudor semejante al mercado de valores. Los empréstitos eran una proporción muy pequeña del endeudamiento externo total; es más, el cumplimiento de sus servicios se realizaba con toda puntualidad para mantener el "prestigio del país" e impedir que la caída de las cotizaciones perjudicara futuras colocaciones. Los préstamos bancarios constituyeron la regla, y sólo indirectamente a través de las reservas para afrontar la falta de pago o de la cotización de las acciones de los bancos acreedores puede apreciarse el incumplimiento de los servicios por los deudores 12/. En suma, el proceso de concientización de los inversores fue muy lento.

El Cuadro 5 resume y contrasta las experiencias vividas en el siglo pasado y en el actual. Sistemáticamente en los años anteriores a la crisis del noventa el capital extranjero era dedicado al pago parcial de las importaciones, dado el insuficiente volumen de exportaciones, y al servicio de la deuda externa. En los años

recientes la balanza comercial no requirió financiación -salvo en proporción reducida durante 1980 y 1981-; en cambio, el servicio de la deuda externa no solo superó al ingreso de capitales, exigiendo una permanente renovación de deudas de corto plazo, y el proceso se agravó con el paso del tiempo, sino que en los últimos tres años se asistió a una fuga de capital nacional paralela al ingreso de capital extranjero, Rodríguez (1986).

CUADRO 5

BALANZA COMERCIAL, SERVICIOS DE LA DEUDA EXTERNA Y

ENTRADA DE CAPITALS (%)

Año	Balanza Comercial <u>a/</u>	Servicios de la Deuda		Año	Balanza Comercial <u>a/</u>	Servicios de la Deuda	Fuga de Capital
	Entrada de Capital	Pública	Privada		Entrada de Capital	Entrada de Capital	Entrada de Capital
1886	45.4	35.2	12.1	1978	-91.0	167.4	-
1887	46.0	30.8	21.0	1979	-16.8	88.5	-
1888	7.6	10.3	10.1	1980	31.0	138.0	59.2
1889	48.4	19.8	19.1	1981	3.4	213.8	90.4
1890	91.2	62.1	70.6	1982	-28.7	246.5	88.1

Nota: a/ Importaciones-Exportaciones.

IV. ARREGLOS PARA SUPERAR LAS CRISIS

La crisis de Noviembre de 1890 fue afrontada con tres instrumentos: la emisión a principios de 1891, de un empréstito de consolidación destinado fundamentalmente a resolver la situación de la Casa Baring -el principal acreedor y vendedor de títulos argentinos-, la rebaja de intereses y postergación de amortizaciones conseguida en 1892 (el llamado Acuerdo Romero), y la reanudación del pago de las garantías ferroviarias y la asunción por el Estado nacional de la mayor parte de los empréstitos emitidos por las provincias y municipalidades. Es común pensar que el Empréstito de Consolidación de 1891 tuvo una importancia decisiva y trascendental. No hay dudas que se tomó conciencia de la crisis y de la urgencia en resolverla, pero no es menos cierto que ese instrumento no conformó a las autoridades políticas, que no podría ser cumplido en su totalidad y que finalmente sería una solución transitoria y fallida. Recién con el Acuerdo Romero los problemas comienzan a solucionarse de verdad, y por eso puede considerarse con justicia la medida fundamental. La superación definitiva de los problemas se obtendrá con el nuevo carácter (nacional) de las deudas provinciales y municipales. Vale la pena entrar en los detalles de cada uno de estos instrumentos.

Presente la crisis de 1890, la solución transitoria, hay que recalcar otra vez, fue la emisión de un nuevo empréstito para pagar los servicios de los anteriores ^{13/} y tomar el compromiso de no endeudarse con el exterior en el futuro inmediato; tal programa habría de regir en los tres años posteriores (1891-1893). El Gobierno nacional sanciona la Ley N° 2770 de Enero de 1891 autorizando la contratación del Empréstito de Consolidación y establece tres características salientes.

Primero, el monto fue fijado en 75 millones de pesos oro, equivalentes a 14.8 millones de libras. ¿Qué puede decirse de esa suma? Comparada con el volumen de empréstitos nacionales en circulación en el exterior, resulta superior al 30% por consiguiente bastante mayor a los servicios por pagar en los tres años siguientes. Una disposición establecía que el 20% del producido se destinaría a la Caja de Conversión para el rescate de papel moneda. Es curioso que los acreedores externos se ocuparan del papel moneda del país: en realidad dicho rescate y la compra paralela de moneda extranjera sólo tendría lugar si deudores distintos del Estado nacional pagaban los servicios de sus propias deudas. Ello sucedería si los gobiernos provinciales y municipales obtenían superávits fiscales corrientes (bajo la línea como se dice ahora) y los destinaban al pago de los intereses y amortización de la deuda externa, o algo semejante hacían los dedudores privados, pero tal cosa no ocurrió, la disposición fue declarativa y no se restauró el pago de los compromisos del país en su conjunto. En definitiva, esta medida sobre rescate de papel moneda escondía tras de sí el justificable propósito egoísta de los acreedores por el cobro de sus deudas, lo cual no aparecería del todo simpático para la opinión pública.

Segundo, la ley preveía una tasa de interés del 6% y la amortización del empréstito en treinta años luego de tres de gracia: por su forma y las especiales circunstancias no era posible aplciar prima de emisión alguna. Mirando el primer valor en relación a las tasas de interés vigentes en los años anteriores, en particular las plicadas al endeudamiento argentino (Cuadro 2), se aprecia que la diferencia hacia arriba no es menor del 20% (discrepancia entre 6% y una tasa considerada normal de 4.5%). Puesto en forma positiva, se concede una renovación de crédito, pero a un costo más alto. No es extraño entonces que el Gobierno nacional se desprendiera de esta carga lo más pronto posible, circunstancia que habrá de producirse en 1906 cuando las condiciones económicas se volvieron favorables. Y tercero, el empréstito estaba garantizado por los derechos de aduana percibidos por la Tesorería nacional.

Durante el plazo de tres años cuando funcionaría el arreglo, el Gobierno nacional emitió en 1892 el Empréstito de Agua y Obras de Drenaje por más de seis millones de libras y una tasa de interés del 6%, en aparentes contradicción con lo comprometido un año antes. Obviamente este empréstito no tenía posibilidad alguna de colocación en las bolsas extranjeras debido a la caída espectacular de los títulos argentinos, constituyéndose en cambio en instrumento para abonar a las compañías contratistas de esas obras y desembarazarse de complejos problemas jurídicos con ellas. En suma, no fue colocado en mercados de valores y resultó tomado por acreedores directos del Estado.

En todo caso, la emisión del Empréstito de Consolidación resolvería los problemas en los tres años siguientes al de la crisis; en la práctica no pudo hacerlo pues no se salvaron las dificultades para el pago de los servicios de la deuda externa contraída por deudores distintos del Estado nacional (provincias, municipalidades y empresas privadas). La asunción de un nuevo gobierno en Octubre de 1892, que deseaba o veía indispensable una solución permanente y no la transitoria antes ensayada, trajo un cambio radical de estrategia buscaba: algo aplicable a los seis años de su mandato constitucional y no algo para el poco tiempo que le faltaba al Gobierno anterior para terminar el suyo.

En ese ambiente se gesta el Acuerdo Romero, comenzado en Noviembre de 1892, culminado en Julio del año siguiente y perfeccionado por la sanción de la Ley N° 3051 a fines de 1893. De modo contrario a la experiencia anterior, cuando se usaron formas convencionales, este acuerdo incluyó cláusulas originales, al menos para la práctica argentina. Es problemático evaluar la importancia de cada una de sus disposiciones respecto a las demás -en todo caso no es indispensable efectuarlo en esta oportunidad-, de modo que el orden no debe considerarse indicativo de trascendencia.

La primera disposición concedió una moratoria de ocho años para la amortización del capital; en consecuencia, se suspendía la amortización de los empréstitos nacionales y recién se reanudaría a comienzos de 1901. La segunda estableció durante cinco años (Julio de 1893 a Junio de 1898) una rebaja de la tasa de interés a un 60% de lo pactado originariamente para 11 de los 14 empréstitos incluidos en el arreglo, los cuales representaban más de dos tercios de la deuda y más de la mitad de los servicios. La tercera previó que los tres empréstitos restantes pagarían el 80 y 83% de los intereses, pero que la diferencia con el monto total se abonaría en 1898 14/. Consecuencia de las dos provisiones mencionadas en último término, en los cinco años siguientes el servicio de intereses de empréstitos nacionales quedó limitado a algo más de un millón y medio de libras por año. La cuarta obligaba al Gobierno nacional al pago de una comisión anual un poco menor del 1% sobre los intereses abonados, y no sobre el capital o el importe total de los intereses.

El último instrumento destinado a conjurar completamente la crisis de 1890 consistió en la reanudación del pago de las garantías ferroviarias y en la regularización de las deudas de los gobiernos locales. El primer compromiso resultaba de la garantía que el Gobierno nacional había otorgado a las empresas concesionarias de ferrocarriles de asegurarles un rendimiento mínimo a sus capitales, el cual, en caso de no obtenerlo con los beneficios de la explotación, sería atendido con fondos presupuestarios.

El segundo aspecto no implicaba propiamente una obligación jurídica -a lo sumo podría hablarse de una suerte de deber moral-, y fue encarado con la sanción de la Ley N° 3378 en 1896 autorizando la emisión de un empréstito nacional denominado en pesos oro al 4% de interés y 0.5% de amortización, para convertir las deudas externas contraídas por las provincias y municipalidades. A partir de 1891 algunas provincias habían hecho arreglos parciales con sus acreedores externos para el pago de los servicios, en la incapacidad de llevarlos a cabo, pero la situación en realidad comenzó a regularizarse con la sanción de la ley mencionada. Ahora las provincias y municipalidades realizarían una operación compuesta por dos partes: una, la transformación de una deuda externa provincial en una deuda externa nacional, previo acuerdo de los acreedores extranjeros, un trámite largo y engorroso, máxime cuando éstos deberían aceptar para los nuevos títulos una tasa de interés bastante más baja que la de los originales (aunque los intereses no se habían pagado sino parcialmente). Otra, la conversión de las deudas provinciales con el exterior en deudas con el Gobierno nacional, una cuestión determinada por los consabidos parámetros políticos. No es de extrañar entonces que el proceso insumiera varios años 15/.

La situación en 1982 puede abordarse desde puntos de vista alternativos y con variado grado de detalle. En esta ocasión el patrón de referencia lo constituyen los acontecimientos posteriores a 1890, puntualizando semejanzas y diferencias. Comenzando con el desenvolvimiento siguiente a la crisis, es indispensable señalar dos diferencias. Primero, la solución -o intento para lograrla- fue más rápida y menos traumática en 1890 que en 1982. En el primer caso no solo se tomó conciencia pronto, sino dos años después hubo una reacción bastante pronta ante las diferentes condiciones políticas consecuentes con el cambio de gobierno operado en 1892: en breve, en tres años se había conseguido el arreglo de una parte fundamental

de la crisis. Probablemente contribuyeron a ello el reducido número de acreedores o de colocadores de empréstitos argentinos, y la repercusión que la caída de la Casa Baring habría tenido sobre la economía y sobre el prestigio internacional de las finanzas británicas. En 1982 no se dieron esas condiciones. La guerra de las Malvinas y los acontecimientos mejicanos en ese año disimularon los atrasos en el pago de los servicios de la deuda externa argentina 16/, que, agregados a los intentos de reacomodar la economía, hicieron pensar en un fenómeno pasajero o de menos envergadura. Cuando ocurre el cambio político con la asunción de autoridades constitucionales a fines de 1983, la reacción de los acreedores externos vivida en 1892 y 1893 no se repitió, y las condiciones anteriormente vigentes no tuvieron variación de importancia, Cf. García y Junco (1987).

El Cuadro 4 pone de manifiesto la segunda característica diferencial de las experiencias de 1890 y 1982. En aquella oportunidad la deuda externa por arreglar estaba formada por los empréstitos nacionales, una cuarta parte del total; varios años después, se agregaron los empréstitos tomados por las autoridades locales, alrededor del 20% del total. No se intentó siquiera garantizar con el aval del Estado nacional las cédulas hipotecarias ni las deudas privadas. En cambio, en 1982 el Gobierno nacional se vio enfrentado con obligaciones que sumaban dos terceras partes del volumen de la deuda externa, de las cuales los empréstitos constituían una pequeña proporción. Por lo tanto debía negociar con muchísimos acreedores 17/, afrontar las dificultades consiguientes y carecer de términos de referencia precisos convenidos de antemano a largo plazo, como ocurre con los empréstitos. Todavía para peor, el banco central no disponía de divisas suficientes para vender a los deudores privados a efecto de pagar los servicios de su deuda externa y, como consecuencia, el Gobierno nacional tomó a su cargo una parte sustancial a cambio de su cancelación en moneda nacional 18/. La emisión de títulos públicos destinados a esa finalidad (con la disminución correlativa de la deuda privada externa) se prolongó en los años siguientes alcanzando más de 5.000 millones de dólares en 1985.

Esta última circunstancia pone de manifiesto la diferencia apreciable entre la secuencia de la resolución de la crisis en el siglo pasado y en el presente. Antes se habían acumulado arreglos sucesivos y se habían recorrido tres etapas, el Empréstito de Consolidación, el Acuerdo Romero, y la reanudación del pago de las garantías ferroviarias y la transformación de las deudas de los gobiernos locales en deuda del Gobierno nacional. Ahora se empezó con la asunción por el Gobierno nacional de deudas que no le eran propias; si bien las contraídas por gobiernos locales o sus empresas eran relativamente pequeñas 19/, las contraídas por deudores privados fueron apreciables, como queda dicho. Razones internas o externas explican ese comportamiento? No hay una respuesta satisfactoria para el interrogante, suponiendo que se planteara en estos términos. Es posible acaso que predominaran, incluso con exclusión de otras, las causas internas. En cambio, en 1896 la transformación tenía un objetivo muy preciso: restaurar la confianza que el país había tenido en el pasado y acceder nuevamente al mercado financiero externo.

La primera etapa para resolver la crisis de 1982 fue semejante a la emisión del Empréstito de Consolidación de 1891, aunque no se tratara de un título único. De todos modos, el propósito era buscar los medios necesarios a fin de reanudar el pago de los servicios de la deuda externa; para lo cual se acudió a organismos de cooperación internacional -que no existían en el siglo pasado y otorgaban, respecto a los patrones del mercado, financiación concesionaria en materia de intereses- y a los mismos acreedores 20/. Las características del tipo de préstamo acordado por estos últimos no difirieron -salvadas las circunstancias- de las del Empréstito de Consolidación. Tomando como referencia el préstamo de mediano plazo de 1983, el plazo no fue muy distinto del promedio del endeudamiento exterior argentino en ese momento

(cuatro años y medio con tres de gracia) y una tasa de interés un 20% por arriba de la de mercado 21/. No se pensó en la aplicación de un impuesto específico para el pago de los servicios del préstamo, una práctica abandonada mucho tiempo atrás.

Recién en 1985, casi dos años después de instalado el nuevo gobierno constitucional, son visibles en forma muy atenuada algunas de las condiciones contenidas en el Acuerdo Romero. La refinanciación de los servicios de la deuda externa oficial se hace con plazos prolongados, menores desde luego a los vigentes en el siglo pasado, algo así como diez años con tres de gracia. Sin embargo, dicha refinanciación no alcanza a la totalidad de la deuda originaria, garantizada o asumida por el Gobierno nacional, y más que nada, la tasa de interés es mayor que la de mercado con una sobretasa un poco inferior a la cargada anteriormente, García y Junco (1987), y Frenkel, Fanelli y Sommer (1988).

V. RESTAURACION DE LA CONFIANZA DESPUES DE 1890

De forma análoga a la división de la década anterior a 1890 en dos quinquenios indicativos del camino hacia la crisis, la década posterior puede ser analizada a través de lo acontecido en los dos quinquenios siguientes, uno cuando se toman las medidas para superarla y otro cuando ellas tienen efecto. Argentina sigue políticas consistentes en el orden interno y su economía adquiere las particularidades que perdurarán hasta la Primera Guerra Mundial y la Gran Depresión. Empero, resulta indispensable destacar que el período 1891-1896 pudiera resultar demasiado corto para fines comparativos, pues implícitamente se acepta que la superación de la crisis llevó cinco años mientras que las acciones mencionadas en la sección anterior podrían haber requerido un tiempo más prolongado para su completa operación.

Para hacer posible la comparación entre ambas situaciones en el Cuadro 6 se exponen indicadores usados en los Cuadros 1, 2, 3 y 5, distinguiendo los dos quinquenios. En el primero (1891-1895) se nota el detenimiento de la entrada de capitales externos, no solo respecto a los valores logrados en el período quinquenal anterior sino respecto al anteprecedente; a juzgar por las cifras, dicho detenimiento fue prácticamente absoluto. Por consiguiente, la magnitud de la deuda externa respecto a las exportaciones durante la totalidad del quinquenio quedó en los valores observados en 1889 o 1890, alrededor del 8.5%. Indirectamente esta cifra está diciendo que el valor de las exportaciones se incrementó en pequeña medida durante esos años; sin embargo, la balanza comercial mejoró sensiblemente como consecuencia de un tipo de cambio muy alto y de la baja del volumen de importaciones. La irrisoria entrada de capitales posterior a los arreglos para el pago de los servicios o de los intereses de la deuda externa se contrapuso con el saldo favorable de la balanza comercial, explicándose así los valores negativos de la penúltima columna del cuadro 22/. Hasta la reducción conseguida en el Acuerdo Romero, las tasas de interés pagadas por la deuda externa argentina fueron muy altas, no obstante que en el orden internacional parecería existir una tendencia hacia la baja.

Otro cambio trascendente ocurre también en el orden interno, donde la política fiscal se dirigió a reducir rápida y significativamente el déficit presupuestario del Gobierno nacional. En comparación con la década anterior, los recursos genuinos proporcionados por la tributación cubrieron más de las cuatro quintas partes de los gastos gubernamentales, y en 1893 superaron el monto de éstos. Los servicios de la deuda pública -donde se incluyen los corresponsables a la externa- fueron gravosos, excediendo la proporción que habían alcanzado en la década pasada. Este fenómeno se presenta a pesar de la rebaja de intereses y postergación de amortizaciones de 1893, lo cual en alguna medida se debió a la baja de las erogaciones del Estado nacional.

CUADRO 6

INDICADORES ECONOMICOS POSTERIORES A LA CRISIS DE 1890

Año	Crecimiento de la Deuda Externa (% anual)	Deuda Externa		Tasas de Interés (%)			Recursos		Servicios de la deuda pública		Balanza Comercial b/ Entrada de Capital (%)	Tipo real de cambio c/
		Exportaciones a/	Importaciones	Títulos Públicos	Consols	Inversiones Ferroviarias	Gastos (%)	Gastos (%)	Gastos (%)			
1891	1.0	8.6		6.0	2.9	4.7	57.9	34.5	-4.4	258		
1892	3.2	8.3		6.0	2.8	4.5	84.3	25.8	-81.2	221		
1893	1.7	8.8		3.8	2.8	4.7	100.9	29.8	14.5	216		
1894	0.2	8.6		3.8	2.7	4.4	85.2	39.4	-434.3	238		
1895	0.3	8.3		3.8	2.6	4.3	78.8	32.3	-816.9	229		
1896	5.9	8.5		4.0	2.5	4.3	53.8	19.6	-8.9	197		
1897	0.2	8.7		4.0	2.5	4.1	84.3	25.7	-125.1	194		
1898	0.6	8.2		4.0	2.5	4.0	43.9	17.8	-444.0	172		
1899	0.1	7.2		-	2.6	3.9	94.8	33.7	-6.254.1	150		
1900	0.1	7.1		-	2.8	3.9	94.2	39.1	-243.2	154		

Notas: a/ Promedio quinquenal.

b/ Importaciones-Exportaciones.

c/ Índice de la relación Peso Oro/Peso Papel (Promedio 1885-1889 = 100)

En el quinquenio siguiente, de 1896 a 1900, los indicadores refuerzan la tendencia hacia la normalización. Si se examinan las tasas de crecimiento de la deuda, se nota de inmediato la suba de 1896, que contrasta con las cifras anteriores y posteriores, pero contrariamente a lo que podría suponerse es reflejo de una evolución favorable. En efecto, en ese año se reinició el pago de las garantías ferroviarias, esto es, del seguro del Estado de una rentabilidad mínima a las empresas ferroviarias que no la obtuvieron en sus operaciones en el país, pago que se realizó con títulos de la deuda pública externa. También actuó en sentido favorable la transformación en deuda nacional de las deudas provinciales y municipales, una operación que no afecta el total del endeudamiento externo.

Otro hecho realmente importante es el aumento del producido de las exportaciones, aproximadamente en promedio un 30% en 1896-1900 respecto a cinco años antes, a pesar de un tipo real de cambio en descenso, pero alto, y la baja de la relación deuda externa/exportaciones desde un valor cercano a 9% al 7%. Ello no sólo significó una transformación sustancial de la economía interna para adaptarse a las necesidades de la economía internacional, sino al mismo tiempo una mayor facilidad para cumplir los servicios de la deuda externa e insertarse nuevamente en las corrientes de capital extranjero. Las tasas internacionales de interés no variaron para impedir el cumplimiento de ese objetivo. La balanza comercial siempre fue favorable -siguen los valores negativos en la penúltima columna del Cuadro 6- y la relación entre los servicios de la deuda externa y la entrada de capitales todavía se reduce respecto al quinquenio anterior.

El ajuste fiscal continúa efectuándose 23/, llegando el déficit presupuestario a ser proporcionalmente menor que en el quinquenio anterior y a cifras muy pequeñas, aproximadamente del 5% de los gastos a fines de la década. Como no podía ser de otro modo, ya que se mantienen las tendencias vigentes desde la crisis, el servicio de la deuda pública asume una parte importante del gasto público nacional.

En suma, la década posterior a 1890 asistió a un período de reconstrucción y ajuste de la economía argentina a un proyecto económico propio y a las condiciones de los mercados internacionales. El nuevo siglo habrá de encontrarla sirviendo puntualmente su deuda externa y reconstituido su crédito exterior sobre bases más firmes. La consecuencia fue el restablecimiento de las corrientes de capital extranjero bajo la forma de inversiones directas y un mercado para la colocación de los títulos del Gobierno similar al que tenían las naciones más dignas de confianza. Cf. Peters (1934).

Atendiendo la interpretación de Ford (1969) que la de 1890 consistió en una "crisis de desarrollo", sus palabras resumen lo ocurrido: "Los proyectos de inversión financiados mediante los préstamos solicitados al extranjero -particularmente la construcción de ferrocarriles y mejoramiento de las tierras- promovieron una producción creciente de bienes exportables, pero a causa de su lenta maduración no consiguieron que el volumen y el valor de las exportaciones aumentaran 'pari passu' con el monto de los intereses de la deuda externa. Mientras los fondos continuaron afluyendo desde el extranjero, no hubo inconvenientes en la balanza de pagos ... la crisis fue precipitada por la reducción de los fondos extranjeros, antes de que el valor de las exportaciones se hubiese expandido suficientemente como para poder cubrir los servicios de la deuda y mantener un nivel de importaciones políticamente tolerable".

VI. ENSEÑANZAS PARA 1982

Las enseñanzas que arroja la crisis de 1890 para 1982 sólo pueden obtenerse después de haber comparado las semejanzas y diferencias de ambas experiencias, y hecho la evaluación pertinente de unas y otras. Esa tarea admite tantas respuestas como personas analicen el tema, la polémica está en el orden del día. Sería presuntuoso, o al menos arriesgado, establecer el punto donde se encontraría la economía argentina en este momento de haber tenido como patrón la historia pasada. De todos modos, dos referencias ayudarán a encontrar la propia respuesta. La primera, tomar en cuenta la evolución de las variables claves en los años posteriores a 1982, que se hallan resumidas en el Cuadro 7. Habría que agregar que cualquier aumento de las exportaciones probablemente implique a corto plazo un deterioro del salario real. Cf. Dornbusch y de Pablo (1988), Cap. 5. La segunda, se ha hablado del "cansancio de los deudores", Foxley (1987), debido a las numerosas discusiones, las presiones o exigencias de los acreedores, los programas alternativos, etc. llevados a cabo a lo largo del tiempo en su empeño por aminorar el peso de la deuda externa. Se podría agregar también del "cansancio de (algunos) acreedores", lamentablemente muy pocos, si de esa manera cabe interpretar el descenso de la cotización de la deuda externa argentina en el mercado secundario 24/.

CUADRO 7

INDICADORES ECONOMICOS POSTERIORES A LA CRISIS DE 1982

Año	Crecimiento de la Deuda Externa (% anual)	Deuda Externa Exportaciones ^{a/}	Tasas de Interés (%)		Recur- sos Gastos	Intereses de la Deuda Pública		Tipo Real de Cambio ^{b/}
			Prome- dio	LIBOR		Gastos Interna	Externa	
1983	2.6	5.5	12.8	9.7	63.6	0.9	6.4	79.8
1984	4.7	5.8	13.0	10.9	67.5	1.4	7.1	79.2
1985	3.0	5.9	10.9	8.4	83.9	0.3	7.5	66.3
1986	4.2	6.6	8.5	6.9	90.9	0.6	4.7	61.3
1987	9.3	7.5	8.0	7.4	66.1	2.2	6.3	67.8

Nota: ^{a/} Promedio quinquenal.

^{b/} Índice (Promedio 1977-1981 = 100).

NOTAS

- 1/ Puede disentirse sobre el momento preciso cuando la crisis tiene lugar en 1982. Una solución posible es tomar el mes de agosto cuando se produce la declaración mejicana de imposibilidad de hacer frente a sus compromisos externos y cuando los bancos acreedores extranjeros toman conciencia explícita del problema. Véase Bruner y Simms (1987).
- 2/ Se toma la conversión temporal de monedas utilizada por Bernholz (1984), no así sus cifras estadísticas que difieren levemente de las de este trabajo.
- 3/ En el presente es más frecuente relacionar la deuda externa con el producto nacional, cifra desconocida para el siglo anterior. Sin embargo, cualesquiera hayan sido los valores de aquél en 1890, debido al aumento del producto per cápita operado desde entonces la conclusión del texto sobre el mayor endeudamiento en 1890 estaría más que corroborada.
- 4/ El alto valor del crecimiento del endeudamiento externo alcanzado en 1888 responde a una circunstancia muy particular. En Noviembre del año anterior se sancionó la Ley N° 2216 de Bancos Nacionales Garantidos según la cual los bancos estaban facultados a la emisión de moneda en tanto tuvieran garantía en metálico. Para disfrutar de esta concesión los gobiernos provinciales acudieron a la emisión de títulos colocados en el exterior a fin de hacerse del metálico correspondiente. Cf. Peters (1934).
- 5/ Se toma como tal la de los títulos gubernamentales ingleses no redimibles (consols).
- 6/ En este caso la tasa de referencia es la LIBOR.
- 7/ Nótese que a los efectos comparativos no se ha tomado una medida más comprensiva del déficit fiscal que la proporcionada por la relación entre ingresos y egresos del Gobierno nacional. En la actualidad sería fácil calcular medidas alternativas, pero prácticamente imposible en el siglo anterior por falta de información detallada de las finanzas provinciales.
- 8/ Se ha tomado el año 1891 por existir cifras bastante confiables preparadas por el Ministro Hansen.
- 9/ Si bien los empréstitos nacionales aparentemente son semejantes en ambas ocasiones, el plazo promedio en 1890 puede cifrarse en treinta años en tanto que es de ocho a diez años en 1982.
- 10/ Hay una pequeña caída en la cotización de los títulos argentinos en Julio de 1890 provocada por la desmesurada emisión de cédulas hipotecarias a colocar en el extranjero, la venta del Ferrocarril Oeste por la provincia de Buenos Aires para allegar fondos y la acumulación de colocaciones en las casas bancarias internacionales. Cf. Peters (1934). Sin embargo, la verdadera caída tiene lugar a partir de la crisis, tal como se relata en el texto.
- 11/ The Economist, varios números.
- 12/ La cotización en los mercados de valores de las acciones de bancos acreedores de países con dificultades para servir su deuda externa ha tomado un creciente interés, especialmente en Estados Unidos donde se halla radicada la parte más importante de aquéllos, a partir de la declaración unilateral de moratoria hecha por Méjico en Agosto de 1982. Han existido tres hipótesis principales al respecto: la primera sostiene que los problemas sufridos por un banco acreedor no tienen influencia sobre la cotización de sus acciones, la segunda que tal información sería relevante para fijar el precio de las acciones pero es desconocida por el accionista y no es tomada en cuenta, y la tercera que el mercado de valores es eficiente y recoge sin demora la situación de un deudor del banco. Cornell y Shapiro (1986). No es del

caso entrar en ese debate y en la validación empírica de tales hipótesis. Lo cierto es que se juzgó relevante la información sobre los préstamos concedidos a deudores de importancia con problemas de pago de servicios y disposiciones reglamentarias obligaron a los bancos a ponerla en manos de los accionistas. En Octubre de 1982 la Security and Exchange Commission norteamericana exigió a los bancos cotizantes en mercados de valores revelar los préstamos a naciones extranjeras que superaran el 1% de sus activos y en 1983 la International Lending Supervision Act de Estados Unidos obligó a los bancos informar acerca de préstamos concedidos a un país individual que superasen el 0.75% del total de sus activos o el 15% de su capital.

- 13/ Por excepción, el servicio del Empréstito de Obras Públicas de 1886-87 debía hacerse en efectivo.
- 14/ Usando la terminología actual podría pensarse que la disposición constituyó un caso de capitalización de intereses. Propiamente no lo fue porque no se abonaron intereses sobre los intereses capitalizados y el pago debía hacerse en una única cuota.
- 15/ Mayores detalles al respecto pueden encontrarse en Peña (1907). Cf. Peters (1934).
- 16/ Los atrasos en el pago de los servicios de la deuda externa llegaron a 2931 millones de dólares en 1982, a 3222 en el año siguiente y a 4164 en 1984.
- 17/ Los bancos acreedores actuaron con una representación conjunta y designaron el denominado "steering committee" para encargarse de las negociaciones, el cual tiene un lejano parecido con la corporación de tenedores de títulos argentinos en el siglo pasado.
- 18/ Esta transformación tuvo para el deudor privado un elevado subsidio otorgado por el Gobierno nacional, un tema que no viene al caso considerar aquí.
- 19/ De acuerdo a la Memoria del Banco Central de la República Argentina de 1983, las deudas asumidas por el Gobierno nacional contraídas por gobiernos provinciales ascendían a 931.2 millones de dólares, las de empresas públicas provinciales a 48.8 millones de dólares y las de gobiernos municipales a 32.5 millones de dólares.
- 20/ Las Memorias del Banco Central de la República Argentina de 1982 y 1983 contienen los programas de obtención de fondos para el pago de los servicios de la deuda externa.
- 21/ La tasa LIBOR, que puede considerarse de esa naturaleza, estuvo durante 1983 en alrededor del 10% y la sobretasa cargada a los préstamos argentinos por arriba del 2%.
- 22/ Los valores absolutos, influidos por las condiciones de cada año, pueden descartarse y considerar solo el signo.
- 23/ Las cifras de la antepenúltima columna del Cuadro 6 para 1896 y 1898 no han podido ser ajustadas para tener en cuenta el pago de las garantías ferroviarias en el primer caso y de la transferencia de las deudas provinciales en el segundo. Si estas erogaciones se hubieran considerado, es probable que la relación, sin estos gastos extraordinarios, no hubiera diferido con las consignadas para los demás años del quinquenio.
- 24/ El valor, que a fines de 1985 podía establecerse en dos tercios del valor nominal de un préstamo bancario acordado a Argentina, descendió a un tercio a fines de 1987.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BERNHOLZ, P. (1984). Inflation, Over-Indebtedness, Crisis and Consolidation. Argentina and the Baring Crisis (1884-1900). Zeitschrift fur die gesamte Staatswissenschaft, 140, 669-684.
- BRUNER, R.F. y SIMMS, J.M. (1987). The International Debt Crisis and Bank Security Returns in 1982, Journal of Money, Credit and Banking, 19, 1, 46-55 (febrero).
- CORNELL, B. y SHAPIRO, A.C. (1986). The Reaction of Bank Stock Prices to the International Debt Crisis. Journal of Banking and Finance, 10,1, 53-73 (marzo).
- DORNBUSCH, R. y DE PABLO, J.C. (1988). Deuda Externa o Inestabilidad Macroeconómica en la Argentina. Buenos Aires, Editorial Sudamericana.
- FORD, A.G. (1969). Argentina y la Crisis de Baring de 1890. Revista de Economía y Estadística, 13, 3-4, 133-167 (tercero y cuarto trimestre).
- FOXLEY, A. (1987). Latin American Development after the Debt Crisis. Journal of Development Economics, 27, 1-2, 201-225 (octubre).
- FRENKEL, R., FANELLI, J. y SOMMER, J. (1988). El proceso de Endeudamiento Externo Argentino. Documentos CEDES/2.
- GARCIA, A. y JUNCO, S. (1987). Historia de la Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Boletín Informativo Techint, 245, 29-58 (enero-febrero).
- PEÑA, J.B. (1907). Deuda Argentina. Compilación de Leyes, Decretos, Resoluciones, Notas y Contratos sobre la Deuda Pública Nacional. Buenos Aires: Librería La Facultad.
- PETERS, H. (1934). The Foreign Debt of the Argentine Republic. Baltimore: The Johns Hopkins Press.
- RODRIGUEZ, G. (1987). La Deuda Externa Argentina. Económica, 32, 2, 261-296 (julio-diciembre).
- SIMON, M. (1967). The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment. 1865-1914; en Adler, J. (ed.) Capital Movements and Economic Development. London: Macmillan.
- VAZQUEZ-PRESEDO, V. (1976). Estadísticas Históricas Argentinas (I). Buenos Aires: Ediciones Macchi S.A.
- WILLIAMS, J. (1920). Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money. Cambridge: Harvard University Press.