



Revista de Economía Institucional

ISSN: 0124-5996

ecoinstitucional@uexternado.edu.co

Universidad Externado de Colombia

Colombia

Avella Gómez, Mauricio

Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. La Paz Británica

Revista de Economía Institucional, vol. 5, núm. 9, segundo semestre, 2003, pp. 90-127

Universidad Externado de Colombia

Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=41900905>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal

Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

---

## ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LA DEUDA EXTERNA COLOMBIANA. LA PAZ BRITÁNICA

---

*Mauricio Avella Gómez\**

Desde el siglo XIX el endeudamiento internacional se ha caracterizado por un comportamiento cíclico. El capital cruza las fronteras nacionales atraído por los beneficios esperados de inversiones potenciales en el exterior. El financiamiento externo persiste hasta que algún evento adverso pone fin a las exportaciones de capital. En los casos más extremos los deudores encuentran dificultades para servir la deuda, y surgen procesos de renegociación y reprogramación de pagos, así como períodos de moratoria. El financiamiento internacional cae a un mínimo, por años o aún décadas, hasta que surjan nuevas oportunidades en el extranjero que atraigan la atención de los inversionistas.

El acceso de América Latina a los mercados internacionales de capitales, desde principios del siglo XIX, ha dependido del carácter cíclico del proceso de endeudamiento internacional. Los principales prestamistas han sido Gran Bretaña y Estados Unidos, el primero desde 1820 hasta la Primera Guerra Mundial, y el segundo, desde

\* Investigador, subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Bogotá, Colombia. Enero de 2003. Las primeras notas para este ensayo fueron escritas en 1988 en la Universidad de Glasgow a partir de discusiones con Richard Portes director del Centre for Economic Policy Research, CEPR, en Londres, y David Vines de la Universidad de Glasgow y del Balliol College en Oxford. Originalmente se emplearon como parte de la argumentación histórica de los ensayos requeridos por la tesis doctoral. Su rescate se debió al entusiasmo de Mauricio Pérez, decano de la Facultad de Economía de la Universidad Externado de Colombia, quien quiso que estos temas se discutieran en seminarios financieros. Se agradece el apoyo de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República en la preparación de proyectos de carácter histórico como el presente. Este artículo es el primero de una serie de documentos acerca de la deuda colombiana desde 1820 hasta el 2000. La información estadística empleada fue recogida en fuentes internacionales, principalmente británicas. La obra de Roberto Junguito (1995) acerca de la deuda externa colombiana en el siglo XIX consulta ampliamente la bibliografía de autoría nacional. Fecha de recepción: 12 de mayo de 2003, fecha de aceptación: 18 de julio de 2003.

1920. En este ensayo la atención se enfoca en los ciclos de auge y receso del crédito internacional originados en Gran Bretaña, así como en la participación de América Latina en aquellos movimientos internacionales de capitales. Se destaca la experiencia de Colombia como deudor internacional dentro del contexto de América Latina, durante el período conocido como de la Paz Británica. Aunque generalmente se aplica esta denominación a la segunda parte del siglo XIX hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial, en este documento se le emplea desde la tercera década del siglo XIX para abarcar la primera exportación masiva de capitales al exterior durante 1820.

Colombia estuvo en el escenario de los deudores internacionales una vez alcanzada su independencia política de España en 1819. Fue uno de los principales deudores en el primer ciclo moderno de exportaciones de capital originadas en Gran Bretaña. Sin embargo, esta fue una experiencia efímera, ya que el país se convirtió en un pequeño participante en los mercados financieros londinenses durante el resto del período de Paz Británica. Colombia reapareció en los mercados financieros internacionales en la siguiente centuria con motivo del auge de préstamos norteamericanos en los años 20. El país alcanzó una posición en la lista de los principales deudores internacionales, y fue uno de los cuatro mayores deudores de América del Sur, aunque a gran distancia de los dos deudores más importantes de la época, Argentina y Brasil. En el auge crediticio de la década del 70, Colombia fue una vez más uno de los países más endeudados, tanto en suramérica como a nivel mundial.

El ensayo está organizado de la siguiente manera. En primer lugar se ofrece una visión general de las fases de endeudamiento internacional entre 1880 y 2000. Se muestra cómo los capitales internacionales fluctuaron ampliamente durante dicho período, y cómo las mayores exportaciones de capital en relación con el PIB de sus países de origen se presentaron entre 1880 y 1914. Se dedica especial atención a los ciclos de inversión foránea de Gran Bretaña y Estados Unidos, así como a la importancia relativa de América Latina como deudora. Esta discusión estadística, basada principalmente en series anuales de exportaciones de capital de Gran Bretaña y Estados Unidos, sirve de antesala a la consideración de los períodos en los cuales estos países fueron los principales acreedores internacionales. En segundo término, se discute el liderazgo de Gran Bretaña como exportador de capital durante el período de Paz Británica. El principal interés es la descripción de largas oscilaciones (*long swings*) en el financiamiento exterior otorgado por aquella economía. Comenzando con el auge exportador de capitales durante 1820 en el cual Colombia descolló como el principal deudor internacional, se examina la suerte de los deudores latinoamericanos

durante los ciclos de auge y receso de exportaciones de capital británico. Finalmente se presentan las conclusiones.

## FASES DEL ENDEUDAMIENTO INTERNACIONAL

### LOS GRANDES MOVIMIENTOS DEL CAPITAL INTERNACIONAL DESDE 1880

Durante el último siglo el crédito internacional se ha caracterizado por los cambios notables en los niveles alcanzados por las exportaciones de capital de los países industrializados a los países en proceso de industrialización. Una primera visión panorámica de tales cambios aparece en el cuadro 1, en el cual el concepto de valor absoluto de la cuenta corriente de la balanza de pagos se aplica para ilustrar la magnitud de los flujos internacionales de capitales. Tres países –Alemania, Gran Bretaña y Estados Unidos– han sido seleccionados simplemente porque ellos desempeñaron un papel protagónico en el financiamiento internacional durante la última centuria, y porque la adición de otros países no afecta significativamente los resultados<sup>1</sup>.

#### Cuadro 1

Balanza de pagos, cuenta corriente\*, porcentaje del PNB (promedios anuales, períodos seleccionados entre 1880 y 2000).

Períodos	Reino Unido	Estados Unidos	Alemania	Total
1. 1880-1914	4,50	0,91	1,82	2,41
1880-1890	4,98	0,95	2,34	2,76
1891-1903	2,63	1,17	1,65	1,82
1904-1909	5,30	0,59	1,50	2,46
1910-1914	7,73	0,28	1,41	3,14
2. 1924-1938	1,15	0,56	1,54	1,08
1924-1929	1,60	0,82	1,92	1,45
1930-1938	0,85	0,39	1,22	0,82
3. 1950-1985	1,10	0,57	1,96	1,21
1950-1972	0,94	0,38	2,12	1,14
1973-1985	1,40	0,86	1,66	1,31
4. 1990-2000	1,64	1,85	0,90	1,46

Fuentes: Mitchell (1983), IMF, International Financial Statistics.

\* Valores absolutos.

Los subperíodos siguen a grandes rasgos las épocas alternadas de expansión y contracción en los movimientos del capital internacional.

<sup>1</sup> Fishlow (1986) basa sus “lecciones del pasado” en un examen de la experiencia de Alemania, Gran Bretaña y Estados Unidos. Eichengreen (1991) considera otros seis países de rápida industrialización, a saber: Canadá, Dinamarca, Alemania, Italia, Noruega y Suecia. Aún así, las tendencias generales no se alteran.

La historia de los movimientos de capitales en la última centuria se puede dividir en los siguientes períodos: el anterior a la Primera Guerra Mundial comenzando hacia 1880; los años que mediaron entre las dos guerras, con los eventos centrales localizados en la segunda mitad de los años 20; el período de la segunda posguerra entre 1950 y mediados de los 80 y, la última década del siglo xx. El cuadro 1 muestra las razones de los valores absolutos de la cuenta corriente de la balanza de pagos al PNB, para los períodos que se acaban de mencionar. Se puede observar cómo la razón promedio para los tres países desciende bruscamente —de 2,41 a 1,08, o sea, el 55%— entre la primera preguerra y el período entre las dos guerras, para recuperarse parcialmente —de 1,08 a 1,21, o sea, el 12%— durante las primeras cuatro décadas de la segunda posguerra. En la última década del siglo xx los promedios se suben por encima de los registros acumulados desde los años 20, aunque todavía muy lejos de alcanzar las cifras de 1880-1914<sup>2</sup>. En consecuencia, las magnitudes alcanzadas durante el período 1880-1914 no se volverían a alcanzar en el resto del último siglo<sup>3</sup>.

Al comparar experiencias por países, y al subdividir los períodos propuestos, se revelan nuevos hechos. Los promedios sin ponderar por países y para los tres países como un todo, indican que en relación con sus productos (PNB), los movimientos de capital a través de las fronteras nacionales del Reino Unido, aventajaron ampliamente los de Alemania, y triplicaron los de Estados Unidos. El predominio del Reino Unido se explica principalmente por sus exportaciones de capital durante el período 1880-1914 cuando en promedio representaron 4,5% del PNB. No obstante, dichas exportaciones de capital se distribuyeron desigualmente a lo largo de aquellos años. Éstas representaron cerca del 5% del PNB en las décadas de 1880 y 1900 doblando la razón correspondiente a 1890, y alcanzaron una magnitud cercana al 8% en el lustro que antecedió al estallido de la Gran Guerra.

<sup>2</sup> Durante 1990 las exportaciones medias de capital del G7 fueron del 1,67% del PIB, cifra no muy superior al 1,46% del PIB para los tres países citados en el cuadro 1.

<sup>3</sup> Esta descripción sucinta de los movimientos de capitales presenta la contrapartida financiera de los altibajos históricos en el volumen del comercio mundial. La rápida integración de la economía internacional entre 1850 y 1913 se refleja en el hecho de que para los actuales miembros de la OCDE sus exportaciones pasaron de representar del 5,1% al 11,9% del PIB entre las dos fechas. El cierre de las economías con motivo de las conflagraciones mundiales y la depresión universal de los años 30 se tradujeron en un retroceso del comercio internacional, de modo que para 1950 las exportaciones mundiales (no sólo de la OCDE) apenas alcanzaban el 7,1% del PIB. La cifra alcanzada en vísperas de la Primera Guerra Mundial sólo se vino a recuperar a mediados de los 70, y para 1999 ya rebasaba el 18%. Las cifras para 1850, 1913 y 1950 se consultaron en Krugman (1995), y para 1999 en World Bank (2002).

La experiencia de los años 20, así como la de la segunda posguerra ofrece contrastes adicionales. Los flujos de capital a través de las fronteras se expandieron en la segunda mitad de los años 20, y retrocedieron durante los 30; las cifras muestran cómo en relación con el tamaño de las economías, los movimientos de capital en los años 30 cayeron en más del 40% en comparación con los movimientos de la segunda mitad de los 20. En cuanto a la segunda posguerra, se observa cómo los guarismos alcanzados por el Reino Unido y por Estados Unidos, durante 1950-1972, son similares a los obtenidos durante los años 30 contrastando con la cifra relativamente alta alcanzada por Alemania. Solamente hasta después de 1973 reaparecen en la escena niveles más altos en los flujos internacionales de capital. Considerando los períodos 1924 a 1938 y 1950 a 1985 en conjunto, son los altos promedios alcanzados por Alemania durante el segundo período los que elevan el resultado global de este último período. Es en el último decenio de la centuria cuando los movimientos de capital llegan a ser tan significativos como los ocurridos en la segunda mitad de los años 20; y es Estados Unidos quien lidera con cifras sin precedentes el nuevo auge exportador de capital.

Tres ideas se pueden derivar de esta inspección introductoria. Primera, los movimientos internacionales de capitales han experimentado fluctuaciones considerables durante los últimos cien años. Segunda, en cada uno de los períodos en consideración se alternaron subperíodos de elevadas exportaciones con subperíodos de reducidas exportaciones de capital. Tercera, el período de 1870 a 1914 sobresale en la historia reciente como aquél en el cual se hicieron las mayores exportaciones de capital<sup>4</sup>. Estas conclusiones motivan una nueva reflexión acerca del endeudamiento internacional y sus fases, destacando el papel de Gran Bretaña con anterioridad a la Primera Guerra, y el papel protagónico posterior de Estados Unidos, así como la participación de América Latina en la asignación de las exportaciones de capital.

<sup>4</sup> Eichengreen (1991) ha examinado los méritos relativos de tres hipótesis acerca de los cambios en la extensión del flujo de capitales. Una escuela de pensamiento explica los flujos de capitales como una función directa de la estabilidad monetaria internacional. Un sistema financiero más estable estimula una mayor expansión de los flujos de capital. Otra escuela de pensamiento sugiere la existencia de un proceso por etapas, a través del cual los países pasarían de deudores a acreedores. El ejemplo clásico sería el de Estados Unidos desde mediados de 1800. Finalmente, la tercera escuela se enfoca en los ciclos de endeudamiento internacional. Períodos de auge en el crédito internacional son reemplazados por períodos de parálisis en el financiamiento externo. Algunos ejemplos históricos son los ciclos del crédito internacional de los años 20 y 30, así como de los años 70 y 80 en el siglo xx.

## LAS INVERSIONES EXTERNAS DE GRAN BRETAÑA

En cuanto a la experiencia británica, el comportamiento de la inversión externa entre 1865 y 1914 aparece en las gráficas 1a y 1b. Los datos se basan en estimaciones de los pagos efectivos de capital debidas a Simon (1968)<sup>5</sup>. Según la gráfica 1a, tres grandes etapas de auge en las exportaciones de capital se proyectan a lo largo del período 1865-1914. De acuerdo con la gráfica 1b las dos primeras etapas de auge parecen conformar ciclos positivos alrededor de la línea de tendencia, seguidas por etapas en las cuales los pagos efectivos de capital efectuados por los británicos crecieron a una tasa inferior a su tendencia histórica<sup>6</sup>. Esta última gráfica también sugiere que el apogeo de las exportaciones de capital a principios del siglo XX correspondió más a un comportamiento de largo plazo que a un ciclo como los ocurridos en la primera mitad de 1870, y a lo largo de 1880<sup>7</sup>. El ascenso persistente de las exportaciones de capital británico terminaría abruptamente con el advenimiento de la Primera Guerra Mundial<sup>8</sup>.

El destino de las inversiones británicas en el exterior varió a lo largo del tiempo. El cuadro 2 muestra la composición de los pagos efectivos de capital durante las tres etapas de auge exhibidas en la gráfica 1a. Se puede observar cómo los nuevos pagos efectivos de capital se desplazaron de Europa a América del norte, África y Asia.

<sup>5</sup> La expresión *pagos efectivos de capital* corresponde a la de *capital calls* empleada por Simon. Según dicho autor los *capital calls* se definen como “los pagos efectivos realizados por inversionistas británicos al adquirir títulos emitidos en el exterior incluyendo las colonias” (Simon, 1968, 19).

<sup>6</sup> Estos períodos de crédito internacional desfalleciente corresponden primero a la depresión mundial predominante durante 1870, y segundo, a una década de episodios adversos al crédito internacional los cuales se iniciaron con la incapacidad de Argentina para satisfacer sus obligaciones financieras durante la crisis de la casa bancaria Baring en 1890.

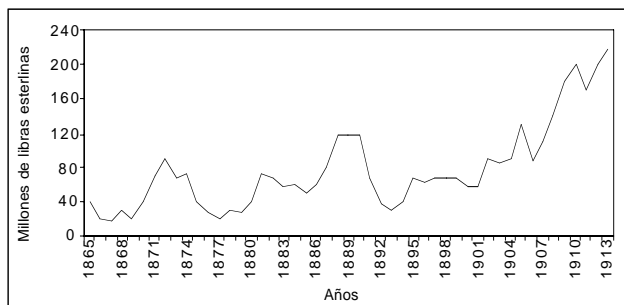
<sup>7</sup> La gráfica 1a presenta los datos nominales anuales de las exportaciones de capital británico. La gráfica 1b requirió la transformación de los valores originales nominales de dichas exportaciones en valores reales, y su posterior transformación en logaritmos. La descomposición de la serie logarítmica en sus componentes cíclico y tendencial se hizo de acuerdo con el filtro estadístico de Hodrick y Prescott.

<sup>8</sup> A lo largo del período 1865-1914 se presentaron importantes cambios en la oferta internacional de dinero y en los niveles de precios. La producción mundial de oro creció sin interrupción entre 1815 y 1855, se mantuvo prácticamente en el nivel alcanzado en esta última fecha hasta 1870, y luego declinó durante las dos décadas siguientes. Al llegar a sus puntos más bajos durante la primera mitad de los 80, la producción de oro había caído en un 20% en relación con la producción en la primera mitad de los años 60. A principios de los 90 la producción de oro repuntó y continuó creciendo de manera continua hasta 1910 (Vilar, 1972, 497). Los niveles internacionales de precios en las economías de Gran Bretaña, Francia, Alemania y Estados Unidos descendieron entre 1875 y 1895 y a partir de esta fecha crecieron durante el resto del período de la Paz Británica. Según *The Economist*, los precios cayeron en 30% entre 1875 y 1895, y crecieron en 40% entre 1895 y 1914 (Schnerb, 1969, 82).

Las regiones afroasiáticas escasamente recibieron más inversiones que América del norte durante 1880, pero indiscutiblemente fue ésta la principal beneficiaria durante el último ciclo positivo. La participación de América del norte, África y Asia como un todo en las nuevas inversiones británicas se elevó del 47%, durante 1870, al 70% durante el *boom* crediticio anterior a la Primera Guerra Mundial. En contraste, las exportaciones de capital a América del sur sostuvieron una participación constante alrededor del 20% durante los tres ciclos positivos; en consecuencia, las exportaciones de capital británico a América del sur se incrementaron a la tasa media de las salidas del capital británico durante 1865 a 1914.

Gráfica 1a

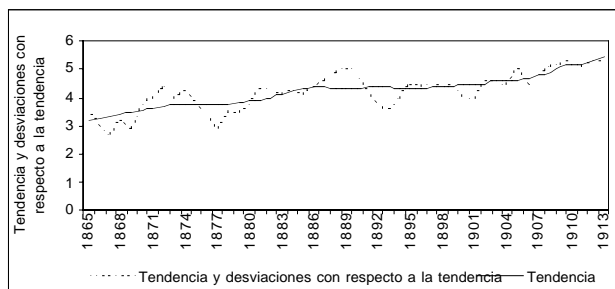
Inversiones británicas en el exterior (pagos efectivos anuales y nominales de capital, 1865 a 1914)



Fuente: Datos publicados por Simon (1968).

Gráfica 1b

Inversiones británicas en el exterior, pagos efectivos de capital (libras esterlinas de 1851), tendencia y ciclos (logaritmos), 1865 a 1914



Fuente: Datos originales tomados de Simon (1968).



## Cuadro 2

Inversiones británicas en el exterior, pagos efectivos de capital por continentes, períodos seleccionados (millones de libras esterlinas)

	1870-1875		1880-1890		1906-1914	
	£	%	£	%	£	%
Europa	142,9	35,8	102,3	11,7	164,2	10,9
América del norte	125,9	31,6	280,0	32,0	638,2	42,2
América del sur	69,0	17,3	189,5	21,6	303,4	20,0
África y Asia*	61,1	15,3	304,0	34,7	407,5	26,9
Total	398,9	100,0	875,8	100,0	1.513,3	100,0

Fuente: Simon, M (1968).

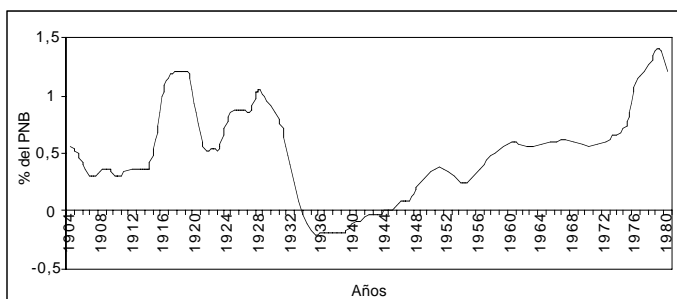
\*Incluye Australasia y Oceanía.

## LAS EXPORTACIONES DE CAPITAL DE ESTADOS UNIDOS

En relación con la experiencia de Estados Unidos, la evolución de la inversión privada en el exterior –como porcentaje del PNB– a lo largo del período 1900-1980 se presenta en la gráfica 2. La serie ha sido suavizada mediante promedios móviles de cinco años. Como se ve, la magnitud de las salidas de capital durante la Primera Guerra Mundial y durante el período 1924-1928 no se repetiría sino hasta mediados de los años 70. La marcada tendencia de las exportaciones de capital a rebotar tras la crisis financiera en Estados Unidos en 1928, estuvo seguida por una larga inactividad que se extendió hasta principios de los 40.

## Gráfica 2

Exportaciones totales de capital privado de Estados Unidos (porcentaje del PNB, promedios móviles de cinco años, 1900 a 1980)

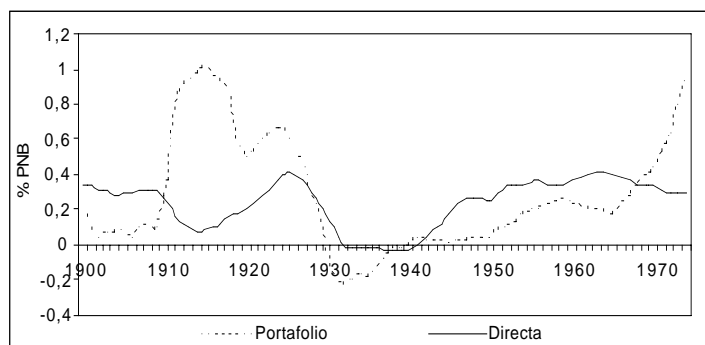


Fuente: Datos originales tomados de Stallings (1987).

Una descripción más clara aparece en la gráfica 3 la cual discrimina la inversión en sus componentes directo y de portafolio. Se pueden distinguir cinco períodos principales. En primer término, la década que precedió a la Primera Guerra Mundial, durante la cual las inversiones directas representaron una proporción relativamente constante del PNB, alrededor del 0,3%, y triplicaron las inversiones de portafolio. Posteriormente, el período transcurrido entre el estallido de la Primera Guerra Mundial y el advenimiento de la Gran Depresión. Durante este período se pueden observar dos fases: la primera, entre 1913 y 1918, dominada por un incremento vertical en las inversiones de portafolio, las cuales aventajaron notablemente a las directas; y la segunda, entre 1919 y 1928, caracterizada por una recuperación continua de la inversión directa y el declive relativo de la inversión de portafolio. Para la totalidad del período, la inversión de portafolio llegó a representar el 0,7% del PNB, y la inversión directa el 0,16% respectivamente.

Gráfica 3

Exportaciones de capital privado de Estados Unidos directa y de portafolio (porcentaje del PNB, promedios móviles de cinco años, 1900 a 1980)



Fuente: Datos originales tomados de Stallings (1987).

En tercer término el intervalo comprendido entre 1929 y 1942 durante el cual los dos tipos de inversión experimentaron una caída dramática —aunque la inversión directa a una tasa inferior— antes de desaparecer. Durante los años 30 Estados Unidos se convirtió en un importador neto de capitales mediante la recepción del servicio de la deuda y de los dividendos sobre sus inversiones externas. En cuarto lugar, el renacimiento de la inversión extranjera la cual ofreció indicios de recuperación hacia la segunda mitad de la guerra, antes de restablecerse

plenamente después de 1945. Con un liderazgo claro de la inversión directa, este período se extendió hasta fines de los 60. Se puede observar cómo aún en sus puntos más elevados hacia mediados de los 60, la inversión directa no logró las alturas alcanzadas a finales de los 20. En cuanto a la inversión de portafolio, los niveles alcanzados durante los años 40 y primera mitad de los 50 fueron prácticamente inexistentes, y en todo caso los más bajos si se les compara con los valores netos positivos de toda la serie. Los primeros signos de recuperación sostenida de la inversión de portafolio desde su colapso en 1928 se advirtieron a mediados de los 50 cuando de un porcentaje del PNB tan bajo como 0,05 en 1954, la participación se elevó al 0,20% en 1964, antes de un ligero declive el cual se extendió hasta 1967.

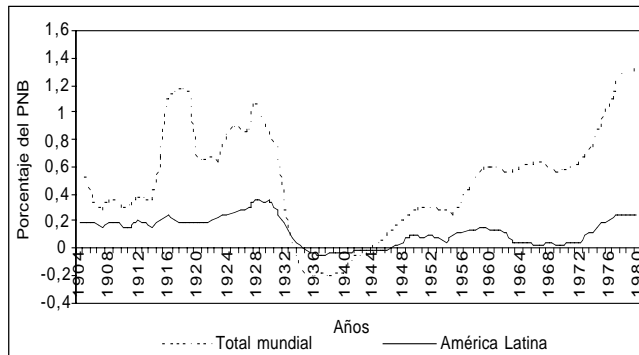
Finalmente, el quinto período cubre la década de los años 70 durante la cual la inversión de portafolio alcanzó niveles no igualados desde los años 20. Al tiempo que las inversiones de portafolio crecieron continuamente durante los 70 alcanzando el 1% del PNB a fines de la década, la inversión directa declinó, y su participación en el PNB al final del período no llegó a ser siquiera la mitad de lo que había sido a mediados de los 60.

La importancia relativa de América Latina como beneficiaria de las inversiones privadas de Estados Unidos aparece en la gráfica 4. Como se puede observar, los altos niveles logrados durante 1927-1930, los cuales fueron en promedio del 0,34% del PNB de Estados Unidos, no se alcanzaron ni antes ni después, por lo menos hasta el final de los 70. No se observa en la gráfica una clara correlación entre las dos trayectorias, con excepciones como las de 1930 a 1943, cuando la reducción de las exportaciones de capital a América Latina fue menos intensa que la reducción media de los flujos de capital a todas las áreas, y de los 70, cuando el incremento de las exportaciones de capital a América Latina fue menos intenso que el correspondiente al resto del mundo.

En conjunto, el financiamiento privado de Estados Unidos a América Latina durante las primeras dos y media décadas de la centuria representó alrededor del 0,17% del PNB de Estados Unidos, o el 25% de la totalidad de las exportaciones privadas de capital originadas en Estados Unidos. Con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial, tales guarismos cayeron al 0,13% o al 23% respectivamente. Estos resultados sugieren que la participación de América Latina en la inversión externa privada estadounidense durante el período bajo estudio fue similar a la participación en las exportaciones de capital británico mencionadas anteriormente. Adicionalmente, al reunir el breve auge crediticio de fines de los 20 con el colapso de las inversiones externas de Estados Unidos durante los 30, la participación conjunta de América Latina se eleva al 27%.

Gráfica 4

Exportaciones de capital privado de Estados Unidos, participación de América Latina en el total mundial (porcentaje del PNB, promedios móviles de cinco años, 1900 a 1980)

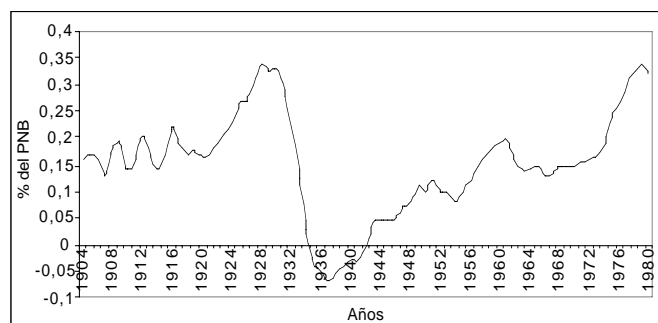


Fuente: Datos originales tomados de Stallings (1987).

La gráfica 5 provee información adicional, pues incluye préstamos del gobierno de Estados Unidos a América Latina. Estos préstamos se iniciaron en 1938, y adquirieron importancia después de la guerra. Debe notarse que los flujos de capital privado norteamericano a América Latina, en la forma de portafolio, fueron negativos desde principios de los 30 hasta mediados de los 50, y por lo tanto, fue debido a la inversión directa privada que las exportaciones de capital norteamericano a la región, después de la guerra, resultaron positivas (gráfica 4). Los préstamos gubernamentales sirvieron de suplemento a la inversión directa, y se convirtieron en la principal fuente del financiamiento otorgado por Estados Unidos durante los años 60 cuando la inversión directa se debilitó, y las inversiones de portafolio eran todavía muy limitadas. Si en la gráfica 5 la tendencia de crecimiento de las inversiones norteamericanas, después de 1945, es más clara que en la gráfica 4, ello se debe a la contribución de los préstamos gubernamentales. El crecimiento de las dos series en sus últimos años se explica por el renacimiento de la inversión privada de portafolio.

Gráfica 5

Inversiones totales de Estados Unidos en América Latina (porcentaje del PNB, promedios móviles de cinco años, 1900 a 1980)



Fuente: Datos originales tomados de Stallings (1987).

En la siguiente sección se analizan diversos aspectos crediticios del período de la Paz Británica. Se discute la posición de liderazgo de Gran Bretaña dentro del conjunto de los mayores acreedores internacionales, y se examinan algunas características sobresalientes de los créditos externos británicos. En particular, se menciona el “financiamiento del desarrollo” (*developmental finance*) como un aspecto dominante de los créditos británicos. La intención es la de destacar no sólo la participación de América Latina como prestataria de fondos británicos, sino la importancia de la región como un cliente rentable, y como beneficiaria del financiamiento del desarrollo. Finalmente se estudia el período de la Paz Británica desde la perspectiva de los deudores latinoamericanos. Dentro del contexto de las amplias oscilaciones que caracterizaron los créditos británicos, se revisan los ciclos de auge y recesión del financiamiento externo experimentados por los clientes latinoamericanos.

## EL PERÍODO DE LA PAZ BRITÁNICA

### GRAN BRETAÑA COMO LÍDER EN LA EXPORTACIÓN DE CAPITAL

El Reino Unido sobresale como el mayor acreedor internacional con anterioridad a la Primera Guerra Mundial. Mientras que en promedio el Reino Unido invirtió alrededor del 4,5% del PNB durante el período 1880-1914, la cifra relevante para Francia fue del 2,5% y para Alemania el 1,8%<sup>9</sup>. La posición acreedora bruta del Reino Unido y

<sup>9</sup> El dato para Francia se tomó de Green y Urquhart (1976). Para el Reino Unido y Alemania la información se tomó del cuadro 1.

de otros acreedores internacionales, así como la posición deudora bruta de los principales beneficiarios del crédito en vísperas de la Primera Guerra Mundial, aparece en el cuadro 3.

Tres cuartas partes del crédito bruto se originaron en sólo tres países, a saber, Reino Unido, Francia y Alemania, si bien sus participaciones fueron muy diferentes. Dentro de este limitado grupo de oferentes, mientras el Reino Unido aportó 55 centavos de cada dólar, Francia contribuyó con 27 y Alemania con 18. Sin embargo, la tabla indica que las economías europeas continentales en conjunto alcanzaron una posición acreedora superior a la del Reino Unido. Por el lado de los deudores, a primera vista se destacan dos grupos, Asia, África y Oceanía, y Europa, respectivamente. Con menor importancia aparecen América del norte y América del sur.

Cuadro 3

Acreedores y deudores internacionales, posiciones brutas, 1913 (millones de dólares y porcentajes)

Acreedores	US\$	%
Acreedores principales	32,8	74,5
Reino Unido	18,0	40,9
Francia	9,0	20,4
Alemania	5,8	13,2
Otros acreedores	11,2	25,5
Bélgica, Países Bajos y Suiza	5,5	12,5
Estados Unidos	3,5	8,0
Otros países	2,2	5,0
Total	44,0	100,0
Deudores		
Asia, África y Oceanía	13,0	29,5
Europa	12,0	27,3
América del norte	10,5	23,9
Estados Unidos	6,8	15,5
Canadá	3,7	8,4
América Latina	8,5	19,3
Total	44,0	100,0

Fuente: Naciones Unidas (1949).

El cuadro 4 presenta una nueva ilustración acerca de cómo los tres principales acreedores distribuyeron sus inversiones de largo plazo. Francia y Alemania concentraron sus inversiones en Europa. En los dos casos, consideraciones de orden político influyeron apreciablemente en el destino de sus inversiones foráneas. El hecho de que un

tercio de las exportaciones de capital alemán había sido colocado en Austria-Hungría, Turquía y los Balcanes fue interpretado en la época como un esquema oficial para fortalecer las economías de potenciales aliados militares. En el caso francés, una cuarta parte de las inversiones foráneas estuvo representada por bonos del gobierno ruso. Rusia, el mayor deudor europeo con antelación a la Primera Guerra Mundial, disfrutó de un acceso permanente al mercado parisiense de capitales, con posterioridad a la formación de la Alianza en 1891. En contraste con estas experiencias, las exportaciones de capital británico se orientaron predominantemente a regiones de reciente asentamiento<sup>10</sup>.

#### Cuadro 4

Principales acreedores internacionales, distribución geográfica de las inversiones de largo plazo, 1913 (porcentajes)

	Reino Unido	Francia <sup>a</sup>	Alemania <sup>a</sup>
Europa	6,4	61,1	53,2
Rusia	2,9	25,1	7,7
Austria-Hungría	0,2	4,9	12,8
España-Portugal	0,7	8,7	7,2
Turquía	0,6	7,3	7,7
Países balcánicos	0,5	5,6	7,2
Resto de Europa	1,5	9,5	10,6
América del norte	33,7	4,4 <sup>b</sup>	15,7 <sup>b</sup>
Estados Unidos	20,0	3,5	13,0
Canadá	13,7	0,9	2,7
América Latina	20,1	13,3	16,2
Argentina	8,5	3,3	3,6
Brasil	3,9	5,8	9,0
México	2,6	3,3	c
Resto de América Latina	5,1	0,9	3,6
África, Asia y Oceanía	39,8	21,2	14,9
Imperio británico	33,6		
Colonias francesas		16,2 <sup>d</sup>	
Colonias alemanas			12,8
Otros países	6,2	4,9	2,1
Total	100,0	100,0	100,0

Fuentes: Feis (1974, 23, 51 y 74).

a: cifras para 1914, b: datos discriminados por países de acuerdo con Woodruff (1966, 154), c: ausencia de información, d: colonias francesas más Egipto, Suez y África del sur.

<sup>10</sup> Esta caracterización de los principales acreedores se basa principalmente en

En comparación con sus competidores, los territorios coloniales y la comunidad británica de naciones atraieron una importante porción de las inversiones británicas. El Imperio participó en el portafolio británico con casi la mitad de las inversiones (47%), o al menos con un tercio de las mismas, si se excluye a Canadá. Otra diferencia fue el porcentaje de inversiones colocadas en las Américas: sin incluir a Canadá, dicho porcentaje fue del 40%, distribuido por igual entre Estados Unidos y América Latina. Un nuevo contraste se puede mencionar en relación con la inversión extranjera en América Latina. Ella estuvo concentrada en las tres mayores economías –Argentina, Brasil y México–, independientemente del país acreedor. Sin embargo, el ritmo de las inversiones en América Latina no fue el mismo para cada prestamista; mientras los inversionistas británicos mantuvieron una proporción relativamente constante del 20% en América Latina desde la década de 1850, los intereses franceses y alemanes en la región ganaron significación a partir de 1900 (por ejemplo, la participación de América Latina en los portafolios franceses pasó del 7,1% en 1900 al 13,3% en 1913)<sup>11</sup>.

#### OSCILACIONES LARGAS EN EL CRÉDITO EXTERNO BRITÁNICO

Las experiencias del crédito externo que acaban de comentarse hicieron parte de un desarrollo sin precedentes de la economía internacional desde mediados del siglo XIX. Los movimientos internacionales de los factores de producción, el trabajo y el capital, establecieron un puente entre las economías europeas desarrolladas y las regiones subdesarrolladas. Existía un contraste entre la productividad creciente y la población en aumento del mundo desarrollado, enfrentando la disponibilidad restringida de recursos regionales, y la abundancia de recursos naturales en regiones alejadas y de escaso asentamiento. Los considerables cambios tecnológicos experimentados por el transporte y las comunicaciones facilitaron la emigración simultánea del trabajo y del capital<sup>12</sup>. Los cambios

el trabajo clásico de Feis ([1930], 1974, capítulos 1 a 4), y en el examen de las inversiones externas anteriores a la Primera Guerra Mundial realizado por el Royal Institute of International Affairs (1937, capítulo 9).

<sup>11</sup> Sin embargo, a mediados del siglo XIX el componente predominante de la inversión extranjera británica eran bonos europeos. Jenks estimó que para mediados de la década de 1850 alrededor del 57% de la cartera de inversiones foráneas estaba representada por títulos europeos, y el resto por bonos emitidos en Estados Unidos (25%) y en América Latina (18%). Además, el 23% de la inversión total y el 41% de la inversión en valores europeos estaban colocados en títulos de deuda pública (bonos de los gobiernos de Francia, Bélgica, Holanda y Rusia) (Jenk's, [1927], 1963, 413).

<sup>12</sup> Estos temas son discutidos por May (1968). Discusiones más recientes de la experiencia británica se encuentran en Krugman (1993).



institucionales proporcionaron los movimientos internacionales de los factores de producción así como la configuración de una verdadera economía internacional. Las políticas mercantilistas —especialmente las barreras comerciales y las leyes de navegación— todavía en vigencia durante la primera mitad de la centuria fueron significativamente reducidas después de 1850<sup>13</sup>.

Aunque el auge crediticio internacional anterior a la Primera Guerra Mundial fue alimentado por varios países de Europa Occidental, el papel predominante de Gran Bretaña se puede destacar por razones distintas al monto de los capitales exportados. En el caso británico la guía fue la rentabilidad privada de las inversiones, antes que el logro de objetivos nacionales, tal como ocurriera con Francia y Alemania. Las inversiones británicas contribuyeron al financiamiento del desarrollo interno de las áreas beneficiarias y a su integración comercial y financiera con la metrópoli. La financiación del desarrollo significó que una parte apreciable de inversiones de largo plazo, especialmente a través de obras públicas y ferrocarriles, se destinara a la creación de la infraestructura exportadora y a la consolidación del proceso de urbanización<sup>14</sup>.

El predominio del financiamiento del desarrollo es ilustrado por el hecho según el cual el 40% de las inversiones de largo plazo se orientó a la construcción de vías férreas, el 20% a la provisión de facilidades urbanas, y el 10% a industrias extractivas —principalmente minas y petróleo— como se puede observar en el cuadro 5.

#### Cuadro 5

Inversiones británicas en ultramar, sectores económicos, 1913  
(millones de libras esterlinas)

	£	%
Bonos del gobierno	1.125,0	29,0
Ferrocarriles	1.531,0	40,6
Obras públicas	185,1	5,0
Comercio e industria	208,5	5,5
Materias primas	388,5	10,3
Bancos y finanzas	317,1	8,4
Miscelánea	8,1	0,3
Total	3.763,1	100,0

Fuentes: Feis (1974, 27), Royal Institute of International Affairs (1937, 122)

<sup>13</sup> Una discusión de los cambios institucionales asociados con la formación de la economía internacional durante el siglo XIX se encuentra en North (1962).

<sup>14</sup> La integración se materializó de diversas maneras. Además de la importante

El apreciable monto invertido en bonos gubernamentales (30%) no significa que los préstamos fueran necesariamente destinados a financiar déficits presupuestales corrientes o proyectos improductivos. Posteriormente se discutirán experiencias latinoamericanas en las cuales los gobiernos ofrecieron bonos de largo plazo en el mercado de Londres para propósitos de desarrollo.

Dos características sobresalientes de la experiencia británica fueron también diferencias centrales en relación con lo vivido en los países continentales exportadores de capital. En primer lugar, las inversiones foráneas adoptaron un patrón de largas oscilaciones entre 1856 y 1914. En segundo término las inversiones británicas, tanto internas como externas, siguieron direcciones opuestas durante el mismo período. Estas características contribuyen a explicar las magnitudes excepcionales de los préstamos británicos externos durante el período, así como la interrelación entre centro y periferia durante la Paz Británica. La primera ilustración de lo que fueron las largas oscilaciones en las inversiones externas de origen británico aparece en la gráfica 1. Una figura similar se puede obtener cuando en lugar de ciclos alrededor de una tendencia lo que se grafica es la trayectoria de la inversión externa neta (NFI) como porcentaje del PNB. Esta trayectoria al igual que la senda de la inversión bruta fija interna (GDFI) como porcentaje del PNB aparecen en la gráfica 6<sup>15</sup>.

Las largas oscilaciones en sentido contrario de las dos líneas, analizadas por primera vez por Cairncross (1953), presentan períodos durante los cuales las razones crecientes de las inversiones en el exterior fueron acompañadas por motivos declinantes de las inversiones internas, tales como 1878-1887 y después de 1903, y períodos durante los cuales coincidieron la expansión de la inversión interna y el declive de la inversión en el exterior tales como 1870-1877 y 1890-1900. Analistas posteriores a Cairncross han descartado un mecanismo de causalidad en dichas oscilaciones, y en su lugar han aludido a un “conjunto complejo” de interrelaciones entre centro y periferia como explicación de las mismas en los flujos de la inversión nacional británica<sup>16</sup>.

canalización de las exportaciones de capital a la construcción de puertos y ferrocarriles destinados a la exportación de bienes y materias primas, las inmigraciones laborales fortalecieron la capacidad productiva de los importadores de capital. Adicionalmente, el comercio y las finanzas coincidieron, cuando quiera que las inversiones foráneas se destinaron a la adquisición de bienes de capital, y a través del financiamiento del servicio de la deuda con las divisas generadas por las exportaciones. Una amplia discusión de estos aspectos se encuentra en Fishlow (1985).

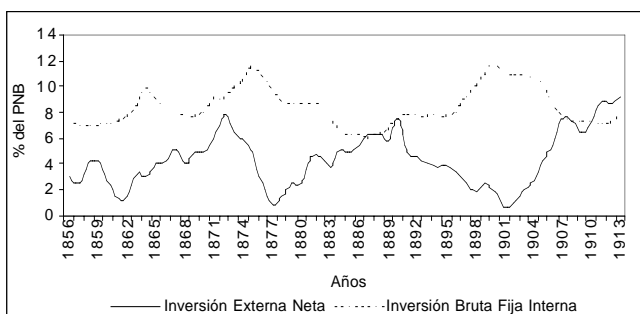
<sup>15</sup> El movimiento inverso de las dos series se observa claramente en la mayoría de los años con posterioridad a 1870.

<sup>16</sup> Como las exportaciones británicas de capitales estaban positivamente correlacionadas con las emigraciones de la fuerza de trabajo británica, y con la

Tales oscilaciones inversas no solo afectaron los flujos de inversión interna y externa, sino también las tasas de retorno sobre dichas inversiones<sup>17</sup>. Edelstein (1982) encontró que para el período 1870-1913 como un todo, las inversiones externas británicas alcanzaron una tasa media de retorno más alta que la de las inversiones internas. En este sentido, las inversiones externas fueron un éxito. El mismo autor muestra cómo las tasas de retorno sobre las inversiones en el extranjero dominaron durante los períodos 1877-1886 y 1897-1909, alternándose con períodos de dominio de las tasas de retorno sobre la inversión doméstica.

Gráfica 6

Reino Unido, inversión interna y externa (porcentaje del PIB), 1856 a 1914



Fuente: Edelstein (1982)

América Latina cumplió un papel crucial para el predominio de los retornos sobre las inversiones externas. Durante el período 1877-1886 los retornos realizados sobre las inversiones en América Latina en una variedad de sectores como la banca, los ferrocarriles y la infraestructura social, aventajaron a los obtenidos en otras regiones de ultramar. Mientras las inversiones en capital accionario de los ferrocarriles de América Latina produjeron un retorno medio del 18,7%, la cifra correspondiente para los ferrocarriles de Estados Unidos fue del 11,5%,

formación de capital –ferrocarriles e infraestructura– en las regiones beneficiarias, diversas hipótesis alternativas han enfatizado en ocasiones el papel de factores demográficos, y en otras, la larga gestación de las obras de infraestructura, en la determinación de las largas oscilaciones de los flujos de la inversión británica. Una discusión de estos temas se encuentra en Hall (1968).

<sup>17</sup> Edelstein lanzó la hipótesis según la cual las tasas de retorno realizadas sobre la inversión tanto externa como doméstica podrían reflejar las largas oscilaciones de los flujos de inversión. De acuerdo con esta hipótesis, los retornos realizados se habrían producido gracias al surgimiento de oportunidades no anticipadas, y a la competencia de los factores de producción tratando de obtener ventaja de dichas oportunidades (Edelstein, 1982, 149).

y del 5,2% para los ferrocarriles británicos internos (Edelstein, 1982). Una vez más, durante el largo período de inversiones ultramarinas, 1897 a 1909, el comportamiento de las acciones y los bonos latinoamericanos fue crítico, pero esta vez, bajo el liderazgo de las inversiones férreas en Estados Unidos (*ibíd.*, cap. 6).

Una visión más completa de la experiencia de América Latina durante el período de la Paz Británica se puede obtener al seguir la suerte del continente en las largas oscilaciones de las exportaciones de capital británico, entre 1865 y 1913. Tales eventos estuvieron precedidos por acontecimientos destacados en la historia de los movimientos internacionales de capitales. Un antecedente importante, no mencionado hasta ahora, es el ciclo exportador de capitales británicos durante 1820, en el cual América Latina y Colombia (Gran Colombia en esa época) alcanzaron una participación relevante. Con posterioridad al auge de 1820, las exportaciones británicas de capital no se restablecerían en escala apreciable hasta 1860.

## EL CAPITAL BRITÁNICO EN AMÉRICA LATINA

### EL CICLO EXPORTADOR DE CAPITALES DURANTE 1820

A la prosperidad alcanzada a mediados de 1820 se le ha reconocido como “el primer auge cíclico verdaderamente moderno en la historia económica británica” (Gayer, Rostow y Schwartz, 1953, 171). Políticas monetarias laxas propiciaron una caída general de las tasas de interés y expandieron el crédito bancario<sup>18</sup>. El índice de precios de las acciones creció sostenidamente durante los primeros años del auge (1821 a 1822), y a un paso más acelerado desde 1824 bajo el liderazgo de los precios de las acciones mineras. De hecho, el índice aumentó alrededor del 120% entre octubre de 1824 y enero de 1825, contrastando con un aumento del 20% durante los cuatro años precedentes. El colapso del índice de los precios accionarios se manifestó en una caída del 110% durante el resto del año, y de otro 30% durante los tres primeros trimestres de 1826.

<sup>18</sup> Dos medidas importantes fueron adoptadas en 1822: la extensión del privilegio de emisión de billetes de banco a los bancos provinciales, y la reducción de la tasa de descuento del Banco de Inglaterra, la cual, por primera vez, cayó al 4%. Estos episodios fueron seguidos en 1823 por una conversión parcial de la deuda pública orientada a reducir la carga de intereses. Los resultados de estas medidas se sintieron en 1824-1825. Mientras que las emisiones del Banco de Inglaterra crecieron sostenidamente entre 1822 y 1825, el circulante de la banca provincial pasó de representar el 23% de la circulación de billetes del Banco de Inglaterra en 1822, al 43% en 1825. El mercado accionario floreció en la medida en que se dispuso de crédito barato y los tenedores de deuda pública buscaron nuevas alternativas de inversión (Gayer, et ál., 1953, 185 y 202).

¿Cuál fue la magnitud y cuál el alcance de la inversión privada durante el auge bursátil? ¿En qué medida América Latina estuvo involucrada en esta experiencia? La experiencia de las sociedades por acciones (*joint-stock companies*) es ilustrativa. Mientras que antes de 1824 existían 156 compañías con un capital de £48 millones, entre 1824 y 1825 se fundaron 127 compañías con un capital de £103 millones las cuales existían todavía en 1827 después de una avalancha de quiebras. Es significativo que de una cifra superior a los £15 millones pagados sobre las acciones de las 127 compañías sobrevivientes, alrededor de £4 millones correspondieron a acciones de sociedades, principalmente mineras, formadas para operar en América Latina. La inversión privada en bonos gubernamentales del exterior tuvo una importancia crucial en el auge bursátil. Los préstamos contratados en Londres pasaron de £1,5 millones en 1821 a £16 millones en 1822-1823, y finalmente a £27,5 millones en 1824-1825. Aproximadamente el 75% de los mismos, o sea £33 millones, fueron pagados por inversionistas británicos. América Latina se hizo aproximadamente a la mitad de dichos contratos como se puede ver en el cuadro 6<sup>19</sup>.

#### Cuadro 6

Créditos británicos a gobiernos extranjeros, montos contractuales, 1822 a 1825 (miles de libras esterlinas)

	(£ 000)	%
Europa	23.300	53,4
Austria	2.500	5,7
Dinamarca	2.800	12,6
Grecia	2.500	6,4
Nápoles	1.500	5,7
Portugal	1.500	3,4
Prusia	3.500	8,0
Rusia	3.500	8,0
España	1.500	3,4
América Latina	20.329	46,6
Brasil	3.200	7,3
Argentina	1.000	2,3
Chile	1.000	2,3
Gran Colombia	6.750	15,5
América central	163	0,4
México	6.400	14,7
Perú	1.816	4,2
Total	43.629	100,0

Fuentes: Gayer, Rostow y Schwartz (1953, 189). Rippy (1959, 20)

El auge del mercado bursátil estuvo acompañado por avances paralelos en el comercio internacional. Al desarrollarse la inversión interna, la demanda de importaciones (*staple commodities*) también se elevó. A su turno, las inversiones externas alimentaron una expansión sin precedentes de las exportaciones reales. Las exportaciones británicas se concentraron de manera importante en América Latina durante el período 1821-1825. De hecho, durante estos años las exportaciones británicas a Europa continental –de suyo el mayor mercado para las exportaciones británicas, con el 45% del total– experimentaron una ligera disminución, las exportaciones a América Latina se doblaron; así, en 1821 los embarques a América Latina fueron equivalentes al 18% de las ventas británicas al continente, y a su pico en 1825 la cifra correspondiente fue del 45%.

El auge en la Bolsa y en el comercio internacional estuvo acompañado por maniobras especulativas. La banca privada en Londres y los bancos provinciales que habían financiado la fase alcista en los mercados de valores, se vieron en dificultades para preservar sus posiciones de liquidez. Las reservas metálicas del Banco de Inglaterra prácticamente se desvanecieron cuando los tenedores de billetes emitidos por los bancos comerciales demandaron su conversión. En diciembre de 1825 era ya evidente la existencia de una crisis financiera, ante la cual el banco buscó reducir la magnitud de las quiebras sin precedentes autorizando descuentos extraordinarios. La crisis se extendió más allá de las fronteras nacionales afectando transacciones mercantiles y operaciones bancarias en el continente durante los siguientes dos años (Kindleberger, 1989). Las relaciones financieras entre Gran Bretaña y América Latina fueron severamente afectadas. Con la crisis bancaria (diciembre de 1825 a enero de 1826) el auge de los préstamos y del comercio internacional terminó precipitadamente. De hecho, los banqueros londinenses habían sido no sólo intermediarios para la flotación de los bonos externos, sino agentes para la realización de una variedad de operaciones comerciales (como embarques y contratos de importación) e inversiones mineras.

<sup>19</sup> El monto total de los créditos nominales contratados por los gobiernos latinoamericanos por £20 millones exagera de manera notable las sumas efectivamente pagadas por los inversionistas, así como las sumas finalmente recibidas por los deudores. Dado un precio promedio al público del 80% de los contratos nominales, las sumas percibidas por los banqueros serían del orden de £16 millones, y de acuerdo con estimaciones de Rippey, los deudores no obtuvieron mucho más allá de £12 millones. Aparte de fondos de amortización de corto plazo (*short-term sinking funds*) la diferencia se explica por comisiones y otras deducciones. La magnitud de dichas comisiones es ilustrada por el hecho de que Colombia pagó £0,5 millones a sus banqueros, equivalentes al 7,3% del monto contratado (Rippey, 1959; Jenks, [1927], 1963, 49).

Los banqueros enfrentaron coyunturalmente el pánico bancario y comercial de 1825 sin mayor preocupación por la suerte de las inversiones en bonos gubernamentales de América Latina, ya que disponían de fondos de amortización de corto plazo —un año y medio de amortizaciones e intereses— los cuales habían sido creados para ayudar a estabilizar los precios de dichos bonos. Sin embargo, el colapso del crédito externo afectó severamente las débiles finanzas de los gobiernos latinoamericanos. Además, la suspensión de las inversiones en minería y otros proyectos privados frustró iniciativas en las cuales el capital británico, la tecnología y el trabajo habían estado recientemente involucrados. Para cerrar esta descripción, el comercio exterior se vino abajo —las exportaciones británicas cayeron en un 50% entre 1825 y 1826—. Hacia fines de la década se experimentó una ligera reanimación del comercio gracias a la favorable posición del Brasil para proveer bienes primarios demandados por Gran Bretaña<sup>20</sup>.

Lo que se vivió después fue el descalabro en serie de iniciativas privadas y una secuencia de moratorias de la deuda soberana, la cual comprometió a todos los Estados deudores con excepción del Brasil, el cual gozaba de una posición comercial privilegiada. Las moratorias se desencadenaron en 1826-1827 al agotarse los fondos de amortización de corto plazo, así como los depósitos de los gobiernos en la banca privada londinense. Las cotizaciones de los bonos gubernamentales se fueron a pique, después de haber alcanzado sus niveles más altos en 1824 y 1825, y permanecieron sumamente deprimidas hasta que las renegociaciones de la deuda en los años o décadas siguientes reavivaron los prospectos de pago<sup>21</sup>.

¿Cuál fue la participación de Colombia en el auge crediticio, y cuál su suerte después de la crisis financiera? La entonces Gran Colombia fue el primer país de América Latina en recibir un préstamo —£2 millones— de los banqueros privados de Londres a principios del auge crediticio en 1822. Posteriormente, en 1824, la Gran Colombia sacó adelante un préstamo por £4,75 millones, el más grande recibido por una nación latinoamericana, y el segundo en tamaño —después de

<sup>20</sup> Brasil llegó a ser el principal importador latinoamericano de bienes británicos, con un promedio del 40% de las importaciones totales de la región entre 1825 y 1850 (Marichal, 1989, 49). La información detallada acerca del comercio entre Gran Bretaña y Brasil es ofrecida, para fechas seleccionadas, en Woodruff (1966, apéndice estadístico).

<sup>21</sup> En 1824 y 1825 las cotizaciones medias de la deuda externa latinoamericana sobrepasaron el 80%. Los bonos colombianos alcanzaron cotizaciones por encima del 90%. Para 1828 las cotizaciones de la deuda latinoamericana se ubicaron alrededor del 30%, exceptuando los casos de Brasil y Argentina para los cuales aquellas alcanzaron valores por encima del 60% y del 40% respectivamente (Dawson, 1990, apéndice 1).



Dinamarca— contratado por nación alguna durante el período 1821-1825. Las dos operaciones fueron seriamente motivadas por el imperativo de consolidar la independencia de España<sup>22</sup>. De aquí el que las deudas acumuladas por la Gran Colombia fueran típicamente deudas de guerra. El acceso al financiamiento extranjero fue facilitado por razones de política internacional; de hecho, Gran Bretaña reconoció formalmente la independencia de los nuevos estados latinoamericanos en 1824 cuando las campañas militares aún no habían concluido<sup>23</sup>.

En 1832 la Gran Colombia se dividió en las tres naciones actuales, Ecuador, Venezuela y Colombia. En 1834 la deuda externa total ascendía a £9,8 millones de los cuales £3,2 millones correspondían a intereses atrasados. A la nueva República de Colombia se le adscribió el 50% del total adeudado, a Venezuela el 28% y a Ecuador el 22%. Esta reasignación de las responsabilidades de la deuda estuvo seguida por una moratoria completa sobre los pagos de intereses hasta 1841 cuando Venezuela firmó un acuerdo con sus acreedores. Colombia hizo lo mismo en 1845, y Ecuador también pero sólo hasta 1855<sup>24</sup>.

Antes de continuar con la discusión de la participación de América Latina en las largas oscilaciones de las exportaciones de capital británico puede plantearse una conclusión general acerca del primer gran ciclo exportador de capitales. El auge exportador de capitales y la posterior crisis de la deuda estuvieron estrechamente ligados al auge cíclico en Gran Bretaña. Una innovación financiera en el centro —la expansión de la banca privada en Londres y en las provincias—, reforzada por políticas monetarias laxas, aumentó la disponibilidad

<sup>22</sup> En 1825, el 75% de los gastos del gobierno de la Gran Colombia se destinó a objetivos militares (Ocampo, 1987, 114).

<sup>23</sup> El reconocimiento británico fue anticipado por una decisión similar adoptada por Estados Unidos en 1822, cuando este país reconoció la independencia de la Gran Colombia. Detalles en torno al reconocimiento británico aparecen en Dawson (1990, capítulos 4 y 5).

<sup>24</sup> A estos acuerdos siguieron varias suspensiones y renegociaciones durante 1840 y 1850. Venezuela entró en moratoria en 1847, y aunque se materializaron arreglos y pagos transitorios en 1851, un acuerdo global no se logró hasta 1859. Ecuador honró su acuerdo de 1855 hasta una nueva suspensión de pagos en 1868. Colombia respetó puntualmente los pagos después de la firma de la convención Ponles-Ordóñez en 1845. Con motivo de dificultades financieras gubernamentales en 1848-1849, Colombia ofreció a sus acreedores Cédulas de Tesorería a cambio de los cupones de intereses que se debían retirar en dichos años. Los pagos de intereses fueron suspendidos entre 1851 y 1854, pero en 1855 los acreedores británicos aceptaron bonos peruanos, entonces en manos de la Tesorería colombiana, a cambio de los cupones de intereses que no se habían cancelado entre 1850 y 1853. Finalmente, en 1861 se firmó un nuevo acuerdo con el nombre de Convención de París, el cual estableció que la deuda colombiana era de £7,4 millones, y determinó nuevas condiciones para el restablecimiento del servicio de la deuda (The Council of Foreign Bondholders —CFB—, 1938, pp. 173-174 para la Gran Colombia y Colombia; pp. 209-210 para Ecuador; y pp. 505-506 para Venezuela).



de fondos prestables. La independencia política de las repúblicas latinoamericanas abrió un nuevo escenario a la inversión extranjera. El auge llegó a su fin cuando una crisis financiera en el centro, en 1825, paralizó tanto el crédito doméstico como las salidas de capital financiero. Las moratorias sobre la deuda soberana se extendieron ampliamente en América Latina desde mediados de 1826, luego del colapso simultáneo del comercio internacional y de las exportaciones de capital. Solamente un deudor, Brasil, con una posición comercial privilegiada, podría honrar cumplidamente el servicio de su deuda.

#### LA PARTICIPACIÓN DE AMÉRICA LATINA EN LAS LARGAS OSCILACIONES DE LOS CRÉDITOS BRITÁNICOS DE ULTRAMAR

Las inversiones a gran escala en América Latina no se restablecieron hasta la década de 1860. En 1865, la deuda externa soberana con Gran Bretaña era de £62 millones, tres veces el monto acumulado antes de la crisis de 1825, el cual excedió los £20 millones. Pero ni el aumento de la deuda correspondió a un incremento similar en préstamos nuevos, ni su distribución a lo largo de las cuatro décadas fue homogénea. No más del 65% del aumento de la deuda –£26 millones– correspondió a préstamos frescos, de modo que el resto surgió de conversiones de deuda y de la capitalización de intereses atrasados. En cuanto a su distribución temporal, menos del 10% de los nuevos préstamos fue contratado entre 1825 y 1850, 25% durante la década de 1850, y por encima del 65% entre 1860 y 1865. La inversión externa en proyectos privados –minería y ferrocarriles– también revivió durante 1860; en efecto, el 50% de las compañías creadas entre 1845 y 1865 fueron establecidas entre 1860 y 1865 (Stone, 1968).

Las inversiones británicas en América Latina crecieron continuamente entre 1865 y 1914. De acuerdo con Rippey (1959) y Stone (1968) las inversiones acumuladas en 1914 eran equivalentes a catorce veces el nivel alcanzado en 1865. Este incremento se caracterizó por fuertes fluctuaciones más que por una suave tasa de crecimiento, como se pudo observar en la discusión previa de la tendencia y los ciclos de la inversión externa británica (gráficas 1a y 1b). Tal como se afirmó entonces, las inversiones en América Latina vivieron etapas de auge durante los períodos: 1870 a 1875, 1885 a 1895 y 1905 a 1913. Una impresión similar se obtiene de la información destacada en los cuadros 7 y 8 basada en Stone (1968). El cuadro 8 duplica el formato del cuadro 5, y el cuadro 7 discrimina las inversiones por países.

Las inversiones en bonos emitidos por gobiernos extranjeros (en adelante, préstamos a gobiernos) constituyeron alrededor del 75% de las inversiones totales durante las cuatro décadas transcurridas entre la crisis financiera de 1825 y la reiniciación de las exportaciones de capital

durante 1860<sup>25</sup>. Esta preponderancia absoluta se redujo en las décadas siguientes hasta la Primera Guerra Mundial, especialmente a través de los años 1885-1895 y 1905-1913. Hacia 1913 los préstamos a gobiernos representaron menos del 40% de las inversiones totales, aunque representando todavía la principal inversión individual. En conjunto, las inversiones privadas aventajaron a la deuda gubernamental desde la década 1885-1895 bajo el predominio indiscutible de los ferrocarriles, y posteriormente gracias al atractivo de las obras de infraestructura urbana —especialmente tranvías— cuando las inversiones en ferrocarriles se estancaron. Esta evidencia sugiere que las inversiones británicas en América Latina siguieron el patrón general de disminución en la participación de los préstamos a gobiernos y de mayor participación de las inversiones en financiación del desarrollo. Como se puede observar en el cuadro 8, en 1913 el 62% de las inversiones británicas había sido destinado a inversiones privadas, en contraste con lo ocurrido en 1875, cuando la cifra comparable fue del 26%<sup>26</sup>.

Como se observa en el cuadro 7, los gobiernos de México, Brasil y Colombia eran los principales deudores en 1865<sup>27</sup>. La deuda colombiana era el resultado de una serie de conversiones del saldo que debió asumir luego de la disolución de la Gran Colombia, y de un pequeño crédito (1863) por £0,2 millones cuyo principal objetivo (90%) era de refinanciación. Otro deudor importante era Venezuela, país que de una manera similar a Colombia acreció su obligación original mediante una serie de conversiones, y la flotación de dos créditos en el mercado londinense (en 1862 y 1864 por un total de £2,5 millones) también predominantemente orientados (70%) a la refinanciación. Para completar esta presentación se debe mencionar que Brasil, Chile y Cuba

<sup>25</sup> En 1825, 1840 y 1865 los préstamos a gobiernos representaron 84,5%, 76,5% y 76,3% respectivamente (Stone, 1968, 315; Stone, 1977, 694).

<sup>26</sup> La distribución sectorial de las inversiones británicas en América Latina, presentada en el cuadro 8 y basada en Stone (1968), difiere de estimaciones más tempranas publicadas por Rippey (1959). De acuerdo con este autor (*ibid.*, 68), las inversiones totales en 1913 arribaban a £999,4 millones en lugar de los £1180 millones del cuadro 8 —los préstamos a gobiernos representaban el 31,7% de las inversiones, y los ferrocarriles el 45,8%—. Esta distribución cambia no solamente la importancia relativa de las dos principales inversiones sectoriales, sino que deja a los ferrocarriles como la inversión predominante. Las estimaciones de Stone (1968) se basan en una revisión más reciente de información primaria.

<sup>27</sup> El saldo relativamente alto para México se explica por sucesivas conversiones de préstamos contratados durante 1820 (£6,4 millones de acuerdo con el cuadro 6) y un crédito mayor (£8,0 millones) negociado por el gobierno de Maximiliano en 1865, con el propósito de consolidar la intervención francesa en México. El saldo de la deuda brasileña, el segundo en tamaño, se explica principalmente por empréstitos tempranos (en 1858 y 1860 por un total de £2,8 millones) para financiar ferrocarriles, y por un amplio préstamo militar (£7,0 millones negociados en 1865) destinado a financiar la guerra del Paraguay. Para México, Aggarwal (1989, 144) y CFB (1938, 329); y para Brasil, Marichal (1989, 90-94).

fueron los únicos países, en la región, que lograron acceder a créditos frescos de los inversionistas británicos durante 1850<sup>28</sup>.

#### Cuadro 7

Inversión británica en América Latina, distribución geográfica, 1865 a 1913 (millones de libras esterlinas)

País	1865			1875			1885		
	PG	IP	T	PG	IP	T	PG	IP	T
Argentina	2,2	0,5	2,7	16,5	6,1	22,6	26,7	19,3	46,0
Brasil	13,0	7,3	20,3	20,4	10,5	30,9	23,2	24,4	47,6
Chile	2,3	0,9	3,2	8,3	1,7	10,0	7,6	2,5	10,1
Colombia	7,3	0,1	7,4	2,1	1,3	3,4	1,9	1,8	3,7
Cuba	0,5	2,5	3,0	0	1,6	1,6	15,5	1,4	16,9
Ecuador	1,8	0	1,8	1,8	0	1,8	1,8	0,3	2,1
México	23,6	2,0	25,6	23,5	4,9	28,4	25,1	15,7	40,8
Perú	3,7	0,2	3,9	33,5	2,7	36,2	31,8	4,8	36,6
Uruguay	1,0	0,1	1,1	3,3	2,9	6,2	11,1	4,9	16
Venezuela	6,2	0,2	6,4	6,8	0,6	7,4	4,0	4,1	8,1
América central	0,1	0	0,1	9,2	0,2	9,4	8,6	0,4	9,0
Bolivia-Paraguay	0	0	0	3,2	0	3,2	3,2	0,1	3,3
Otras áreas*	0	0,4	0,4	0,7	0,5	1,2	0,7	0,4	1,1
Otros**	0	5,0	5,0	0	12,3	12,3	0	9,3	9,3
Total	61,7	19,2	80,9	129,3	45,3	174,6	161,1	89,4	250,5
País	1895			1905			1913		
	PG	IP	T	PG	IP	T	PG	IP	T
Argentina	90,6	100,3	190,9	101	152,6	253,6	184,6	295,2	479,8
Brasil	52,4	40,6	93	83,3	41,1	124,4	119,6	135,2	254,8
Chile	13,7	18,7	32,4	17,6	24,5	42,1	35,8	40,3	76,1
Colombia	1,9	2,3	4,2	2,7	4,9	7,6	3,8	9,1	12,9
Cuba	31,8	3,4	35,2	7,2	14,4	21,6	9,9	36	45,9
Ecuador	0,7	0	0,7	0,1	2,8	2,9	0,3	3,9	4,2
México	35,4	58,2	93,6	57,8	61,7	119,5	45,5	86,6	132,1
Perú	0	22,3	22,3	0	22,5	22,5	1,3	28,4	29,7
Uruguay	20,4	13,2	33,6	21,7	17,5	39,2	26,1	21,2	47,3
Venezuela	2,6	7,1	9,7	5,1	4,5	9,6	4,1	5,7	9,8
América central	11,1	3,7	14,8	9,2	5,9	15,1	11,1	15,1	26,2
Bolivia-Paraguay	0,8	3,4	4,2	0,9	3,1	4,0	0,7	5,4	6,1
Otras áreas*	0,9	0,7	1,6	1,1	2,1	3,2	2,7	2	4,7
Otros**	0	16,2	16,2	0	23,1	23,1	0	50,4	50,4
Total	262,3	290,1	552,4	307,7	380,7	688,4	445,5	734,5	1.180,0

PG: Préstamos a Gobiernos

IP: Inversión Privada

T: Total

\* Colonias europeas en el continente suramericano, en Puerto Rico y en Santo Domingo.

\*\* Bancos y compañías de descuento, compañías de transporte marítimo y otras sociedades por acciones que operaban principalmente en el mercado financiero internacional.

Fuentes: para préstamos a gobiernos y para las inversiones totales (T), Stone (1968).

## Cuadro 8

Inversiones británicas en América Latina, distribución sectorial, período 1865 a 1913, fechas seleccionadas (millones de libras esterlinas y porcentajes)

	1865	%	1875	%	1885	%
Préstamos al gobierno	61,7	76,3	129,3	74,1	161,1	64,3
Inversión privada	19,2	23,7	45,3	25,9	89,4	35,7
Ferrocarriles	9,7	12,0	24,1	13,8	55,2	22,0
Obras de infraestructura	0,8	0,9	8,5	4,9	10,5	4,2
Banca y finanzas	2,0	2,5	3,3	1,9	4,2	1,7
Materias primas	2,8	3,5	2,5	1,4	7,8	3,1
Comercio e industria	1	1,2	2,1	1,2	4,8	1,9
Compañías de transporte	2,9	3,6	4,8	2,7	3,0	1,2
Sin distribuir					3,9	1,6
Total	80,9	100,0	174,6	100,0	250,5	100,0
	1895	%	1905	%	1913	%
Préstamos al gobierno	262,3	47,5	307,7	44,7	445,5	37,8
Inversión privada	290,1	52,5	380,7	55,3	734,5	62,2
Ferrocarriles	199,9	36,2	237,3	34,5	404,5	34,3
Obras de infraestructura	17,8	3,2	40,2	5,8	139,1	11,8
Banca y finanzas	39,4	7,1	50,9	7,4	94,4	8,0
Materias primas	18,2	3,3	27,7	4,0	38,2	3,2
Comercio e industria	11,4	2,1	18,6	2,7	37,5	3,1
Compañías de transporte	3,4	0,6	6,0	0,9	18,3	1,6
Sin distribuir					2,5	0,2
Total	552,4	100,0	688,4	100,0	1.180,0	100,0

Fuentes: Stone (1968)

**1865 a 1875**

Tras las cifras presentadas en el cuadro 7 para el período 1865-1875, discurren importantes cambios en los mercados internacionales y de bienes. Ellos coinciden con la primera gran oleada de inversiones británicas en el exterior. El prospecto de inversiones redituables en Estados Unidos, con su acelerada urbanización, y en Europa con sus ferrocarriles franceses y rusos, desde 1850, así como el surgimiento de proyectos de desarrollo en América Latina hacia fines de 1860. Si en Estados Unidos los proyectos más atractivos estaban relacionados

<sup>28</sup> La información acerca de Colombia y Venezuela fue consultada en CFB (1938, 175-506), y en Marichal (1989, 80). Para Brasil, Chile y Cuba, ver, Marichal (1989, capítulo 3).

con su acelerada urbanización, en Europa se concentraban en los ferrocarriles franceses y rusos, y en América Latina en proyectos de infraestructura<sup>29</sup>. Pero como se comentó anteriormente, la oleada de inversiones no estuvo exenta de retrocesos y contracciones. Los mercados de capital fueron severamente afectados por el estallido de la guerra austroprusiana (la guerra de las siete semanas) y la quiebra de la compañía Overend Gurney en Londres, en 1866 (Kindleberger, 1989, 144). Simon (1968) mostró cómo entre 1865 y 1867 los pagos efectivos totales de capital, por parte de los inversionistas británicos, cayeron en cerca del 57%, siendo la cifra comparable para América Latina el 71%. De acuerdo con los mismos estimativos, los pagos efectivos de capital hacia América del Sur cayeron a niveles mínimos en 1868 y 1869, y el restablecimiento de las inversiones externas de portafolio no se sintió hasta 1870.

La crisis de 1873 fue más significativa, por sus amplias repercusiones internacionales. El episodio más dramático en el lado financiero de la crisis fue el colapso del mercado bursátil en Viena. Un eufórico proceso especulativo se desató desde 1871 con los pagos de la indemnización franco-prusiana, los cuales originaron una movilización sin precedentes de oro, de Francia a Alemania, pasando por Londres. La especulación se extendió desde los títulos ferroviarios europeos hasta sus similares en Estados Unidos, y cuando los mercados de valores se fueron a pique en Viena y Berlín, se interrumpió el financiamiento de los proyectos estadounidenses. De hecho, empresas muy conocidas en la construcción de ferrocarriles como la Jay Cooke y Compañía en Nueva York, se quebraron. En 1870, el 42% del total mundial de millas en ferrocarriles se encontraba en América del norte, y el infortunio de importantes constructores se convirtió en un nuevo argumento para el repliegue de inversionistas extranjeros (Kindleberger, 1989, 145-146). De acuerdo con los cálculos de Simon, los pagos efectivos totales anuales de capital cayeron abruptamente a lo largo del período 1873-1877, siendo los estimativos para 1875 y 1877 del 51% y del 80% más bajos que el estimativo para 1872. El retroceso de América del sur queda ilustrado por el hecho de que los pagos efectivos de capital llegaron a ser de £21,4 millones en 1871 y

<sup>29</sup> El carácter pionero tanto de la tecnología como del financiamiento de los ferrocarriles británicos se documenta en Woodruff (1966, capítulo 6). Jenks ([1927], 1963, 413) mostró cómo a mediados de 1850, el 12,9% de las inversiones externas británicas estaba concentrado en ferrocarriles franceses. Las elevadas demandas de inversión asociadas con la integración regional y la urbanización en Estados Unidos son destacadas por Edelstein (1982, 290-295). Stone (1968, 318-322) describe el renacimiento de la inversión británica en América Latina alrededor de 1865.

1872, cayendo a sólo 8 millones en 1873, y desvaneciéndose gradualmente hasta bordear los £0,6 millones en 1877.

Una de las consecuencias de la crisis de 1873 fue la moratoria extendida sobre la deuda soberana. Turquía, el mayor deudor, entró en moratoria hacia fines de 1875<sup>30</sup>. En América Latina la suerte de las economías estuvo atada a las fortunas de su comercio internacional. Países como Argentina, Chile y Brasil, los cuales disfrutaron de una posición favorable en las importaciones británicas de la región, se acomodaron al exiguo crédito externo de la época sin suspender el servicio de la deuda. En 1865, solamente un gobierno deudor, el de Venezuela, había suspendido los pagos sobre la mayoría de sus obligaciones. En contraste, en 1875, 9 de los 15 gobiernos deudores de América Latina estaban en moratoria, y el monto de los principales correspondientes alcanzaba al 35% de la deuda gubernamental latinoamericana en manos británicas. A fines de dicho año, la moratoria de deudas soberanas a nivel mundial llegaba al 30% del capital británico invertido en el exterior (Stone, 1968).

La experiencia individual de los países de América Latina durante 1865-1875 comienza con la decisión de México de suspender sus pagos en 1866, moratoria que duraría dos décadas. Como lo sugiere la descripción previa de los pagos efectivos de capital recibidos en la región, los mayores préstamos se contrataron entre 1870 y 1872. Argentina (incluyendo el gobierno nacional y las provincias) flotó el 20% de los préstamos negociados durante la década, en su mayoría orientados al financiamiento de obras públicas, aunque también a operaciones militares, como la participación argentina en la guerra del Paraguay. Brasil logró colocar un préstamo significativo en 1875, en plena crisis financiera, gracias a su sólido comercio con la metrópoli. En una proporción menor, Chile también colocó bonos en plazas extranjeras durante los años de mayor astringencia crediticia. Las naciones más pequeñas en el área vivieron una experiencia diferente. América Central, Bolivia, y Paraguay, aunque vendieron bonos por una cantidad apenas inferior a la colocada por Argentina, tuvieron una suerte muy distinta. Representantes de inversionistas y analistas contemporáneos denunciaron los excesos especulativos y las manipulaciones de los banqueros en la colocación de los préstamos. Hacia fines de 1875 los

<sup>30</sup> De acuerdo con Feis ([1930], 1974, 313-315), entre 1854 y 1875 Turquía contrató una deuda externa aproximadamente de 200 millones de libras turcas (US\$4,40 a la par según Feis), de las cuales ella recibió no más del 60%. Los pagos se redujeron en 1875 y suspendieron en 1876. A fines de 1881, el principal y los intereses de mora totalizaron 252 millones de libras turcas. Esta suma se redujo a 117 millones de las mismas como resultado de acuerdos alcanzados bajo un esquema de control financiero internacional puesto en marcha por los gobiernos europeos.

estados latinoamericanos más pequeños estaban en moratoria (Marichal, 1989, 104-110; Stone, 1968, 326-327).

El caso más sorprendente de elevado endeudamiento durante los años anteriores a la crisis, seguido de la suspensión en el servicio de la deuda, fue protagonizado por Perú. El 45% del flujo de recursos canalizados a América Latina entre 1865 y 1875 se destinó al financiamiento de proyectos de infraestructura en el Perú, principalmente en ferrocarriles. Los prospectos de financiamiento externo del Perú fueron alentados por la disponibilidad de productos de exportación como el algodón, el azúcar y nitratos, pero principalmente por el monopolio natural del guano, un fertilizante altamente demandado por los hacendados europeos. Un marcado declive en las exportaciones del guano después de 1873 se tradujo en inestabilidad financiera interna y dejó la economía al borde de la suspensión del servicio de la deuda externa. Un intermediario internacional, el Dreyfus Frères de París, recibió en concesión la explotación comercial del guano a cambio del pago de la deuda externa. En 1875, dicha institución declaró su inhabilidad para cumplir sus compromisos financieros ante las opacas perspectivas de las exportaciones del guano. Sin embargo, una suspensión formal del servicio de la deuda no fue anunciada sino hasta principios de 1876 (Marichal, 1989, 85-90).

¿Qué ocurrió en los demás países andinos? Aun antes de la crisis una moratoria total se inició en Venezuela en 1867, y en Ecuador en 1868. En cuanto a Colombia, el cuadro 7 muestra una reducción del acervo de la deuda de £7,3 a £2,1 millones. Durante el período en discusión Colombia no colocó bonos en el exterior. El acervo de la deuda se redujo a £6,6 millones en 1873, combinando amortizaciones y recompras de bonos colombianos en el mercado londinense. Por acuerdo mutuo firmado durante el mismo año, aquella deuda fue convertida en una nueva deuda de sólo £2,0 millones (CFB, 1938, 175).

### ***1875 a 1895***

Estas dos décadas están dominadas por una nueva oleada de exportaciones de capital británico las cuales se inician a fines de 1870, y alcanzan su pico más alto a fines de 1880, antes de desvanecerse durante la primera mitad de 1890. Durante la fase expansiva de la oleada, 1878 a 1890, los pagos efectivos de capital se distribuyeron desigualmente. Cerca del 40% de dichos pagos se concentró en los últimos tres años, 1888 a 1890. Los pagos efectivos a las economías latinoamericanas estuvieron aún más concentrados, con alrededor del 55% de ellos durante el período 1888-1890. A lo largo del período completo, la participación de América Latina en los pagos totales fue



del 21%, ensanchada hasta el 29% al considerar únicamente los años 1888-1890. Durante la fase contraccionista, 1891 a 1901, la participación de América Latina en los pagos totales cayó dramáticamente, hasta sólo el 10%. Este acceso limitado del continente al descaecido financiamiento internacional durante 1890, siguió al colapso de la firma londinense Baring Brothers<sup>31</sup>.

Argentina fue el tercero entre los mayores deudores de Gran Bretaña durante 1880, después de Estados Unidos y Australia. Dentro de la región latinoamericana, Argentina, México y Brasil, en dicho orden, fueron los principales beneficiarios de las inversiones británicas durante el período 1875-1895. Estos países concentraron el 78% de las inversiones totales en la región durante dicho período —el 89% de los créditos a gobiernos y el 73% de las inversiones directas—. Argentina aventajó de lejos a sus principales competidores, monopolizando el 45% de las inversiones totales en la región, mientras México y Brasil alcanzaron participaciones más pequeñas y similares, del 17% y 16% respectivamente.

Posteriormente, en 1895, la inversión privada representó más de la mitad de las inversiones británicas en México y Argentina, liderando una tendencia general en América Latina, mientras los préstamos a gobiernos todavía predominaban en Brasil. Como se mencionó anteriormente, la razón decisiva tras dicha tendencia fue el formidable ascenso de las inversiones en ferrocarriles durante el período 1875-1895 (cuadro 8). Y aunque Argentina, México y Brasil acapararon el 85% de dicho incremento extraordinario, la participación del Brasil fue sólo del 15% (Stone, 1968).

Las regiones del Cono Sur y del Río de la Plata —Argentina, Chile, Uruguay—, atrajeron el 58% de las inversiones británicas durante el período. En franco contraste, los países andinos del norte —Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela—, en conjunto, no sólo no atrajeron nuevas inversiones sino que experimentaron una reducción de las existentes en 1875. Las inversiones en el Perú, el mayor importador de capital en América Latina durante 1870, cayeron en 40% durante el período. Ecuador, conjuntamente con Bolivia y Paraguay uno de los países con las más bajas inversiones británicas en Sur América, también sufrió la caída de los niveles previos de inversión. Estas experiencias no significaron que los países involucrados se convirtieran en exportadores netos de capital. Antes bien, ellas correspondieron a acuerdos bilaterales para reducir los saldos vigentes de la deuda. Por ejemplo, en el caso peruano la deuda del gobierno no sólo se redujo, sino que se transformó

<sup>31</sup> Estos cálculos se basan en pagos efectivos anuales de capital distribuidos por continentes. Como antes, la fuente es Simon (1968, apéndice 1).



en inversión privada, como se ve en el cuadro 7; como resultado de dicha conversión conocida como el Contrato de Gracia (1890), los inversionistas británicos recibieron en propiedad todos los ferrocarriles estatales y varias concesiones (Marichal, 1989, 119-125).

Como se mencionó anteriormente, la crisis del Baring (noviembre de 1890) marcó el final de la euforia financiera de fines de 1880. Los historiadores han descrito un estado de tensiones financieras por lo menos desde 1888, y el papel crítico de los préstamos a Argentina. El proceso se puede resumir así. Las ventas de bonos argentinos por inversionistas alemanes –inducidas probablemente por prospectos económicos y políticos inciertos de Argentina–, saturaron el mercado londinense. Los nuevos créditos en favor de dicho país se contrataron con descuentos crecientes, y aún así algunas ofertas fracasaron. Para aliviar la situación, el Baring ofreció créditos de corto plazo a Argentina, los cuales no pudieron ser cancelados debido al deterioro en las condiciones comerciales del país.

La parálisis de la entrada de capitales a Argentina desde 1889, combinada con el deterioro de los términos de intercambio, crearon un problema de transferencia del servicio de la deuda. El Baring se encontró con títulos sin vender, principalmente argentinos, y con un acceso restringido a créditos de corto plazo. El mercado londinense se previno cuando el Banco de Inglaterra le indicó al Baring que no se excediera en su crédito de corto plazo a Argentina. Cuando la posición del Baring se tornó insostenible, una crisis financiera de graves proporciones se pudo evitar mediante la intervención del gobierno británico y del Banco de Inglaterra. Las obligaciones del Baring fueron garantizadas, pero las repercusiones sobre el comercio internacional no pudieron ser evitadas (Kindleberger, 1989; Fishlow, 1989).

La contracción del financiamiento internacional a principios de 1890 alcanzó su punto más bajo en 1893. Las inversiones externas británicas en los años 1891-1893 fueron escasamente el 35% de las efectuadas en 1888-1890. América Latina fue la principal, pero no la única damnificada por el apretón crediticio. En efecto, las inversiones británicas en la región cayeron al 20%, mientras que los porcentajes correspondientes a Europa y Norteamérica fueron del 28% y del 37% respectivamente. Aun el imperio británico como un todo debió soportar una restricción crediticia significativa del 60%<sup>32</sup>. Como se anotó previamente, una débil recuperación del crédito internacional se inició en 1894, pero una nueva oleada de inversión foránea no vería la luz sino hasta los primeros años del nuevo siglo.

<sup>32</sup> Cálculos basados en Simon (1968, apéndice 1).

Durante la fase expansiva del período 1875 a 1895, varios países de América Latina que habían entrado en moratoria con anterioridad o como resultado de la crisis de 1873, concluyeron acuerdos con los tenedores británicos de sus bonos, cuyo objeto era el de restablecer el acceso al crédito externo. Como resultado de estos acuerdos, únicamente cuatro países –Argentina, Colombia, Costa Rica y Honduras– responsables por el 16% de la deuda externa del continente, estaban todavía en moratoria. Esta situación contrastaba con el escenario más desapacible de dos décadas atrás cuando nueve países en moratoria tenían a su cargo el 35% de la deuda externa de la región (Stone, 1968). Dos acuerdos importantes en el contexto de los países en moratoria fueron los negociados por el Perú, sobre las bases ya mencionadas, y por México (1886) el cual propuso a sus acreedores un arreglo después de dos décadas de suspensión del servicio de la deuda. La negociación mexicana y la consecuente redención de la deuda representaron una reducción equivalente al 75% de la deuda externa original<sup>33</sup>.

Los dos beneficiarios principales de los créditos a gobiernos durante 1880 –Argentina y Brasil–, experimentaron las mayores dificultades con el servicio de la deuda durante 1890. Argentina después de la crisis del Baring, y Brasil al final de la década, enfrentaron dificultades en el servicio de sus deudas. Como ninguno de los dos países lograra cumplir sus compromisos financieros, fue necesario celebrar acuerdos con los acreedores. En esta ocasión tales entendimientos revistieron características sin precedentes. Se pudo observar un franco contraste entre el tratamiento de las moratorias en el Cercano Oriente, y el ofrecido a Argentina y a Brasil. En lugar de la opción de alivio de la deuda aplicada en los casos de Turquía y Egipto, los acuerdos se basaron tanto en la flexibilidad de los acreedores como en el deseo de pagar de los deudores. En efecto, se aplicaron tanto los términos de condicionalidad como la función conciliatoria de los intermediarios financieros, en lugar de la intervención militar o del control directo de las fuentes fiscales como ocurría en el Cercano Oriente.

Las experiencias argentina y brasilera de la década de 1890 constituyen un antecedente importante para la discusión de los procesos de negociación durante el siglo XX. El arreglo argentino (1893) redujo considerablemente la carga del servicio de la deuda por un período de tiempo fijo: las amortizaciones se suspendieron por ocho años, y las remisiones por pago de intereses se redujeron

<sup>33</sup> En 1886 la deuda esterlina fue consolidada, y su valor reducido de £22 millones a £14 millones. Esta nueva deuda fue finalmente redimida mediante un pago en efectivo de £5,5 millones en 1888 (Aggarwal, 1989, 176; CFB, 1938, 330).

aproximadamente en el 30% durante cinco años. La pieza central del arreglo brasileiro (1898) fue el otorgamiento de un crédito de refinanciación suficiente para cubrir tres años de intereses, y la suspensión de pagos de amortización durante trece años.

La contrapartida de los deudores en estos acuerdos fue la reducción severa de la demanda agregada en cada una de las economías por medio de una tributación más elevada y una reducción del gasto público. El motivo para aplicar estas políticas deflacionarias consistió en que no sólo choques externos —el racionamiento de créditos externos en el caso de Argentina, y la caída de los precios del café en el caso de Brasil— contribuyeron a la incapacidad de estos países para incumplir con sus calendarios de pagos. En Argentina desde mediados de 1880, y en Brasil desde principios de 1890, políticas monetarias y fiscales expansionistas habían estado elevando el precio del oro en términos de circulantes nacionales inconvertibles. Como resultado, una prima más elevada sobre el oro se convirtió en un factor de encarecimiento de la deuda externa. La carga del ajuste sería suavizada gradualmente por la tendencia favorable del comercio internacional a principios del nuevo siglo. En especial, a Brasil no le tocaría afrontar más de cuatro años de restricciones, ya que un nuevo ciclo de precios internacionales del café en ascenso fortalecería la economía a partir de 1903 y hasta la Primera Guerra Mundial (Fishlow, 1989).

### ***1895 a 1913***

Este período se puede dividir en dos grandes partes: de 1896 a 1904, y de 1905 a 1913. Este último subperíodo estuvo caracterizado por una salida masiva de capital británico, dejando tras de sí quince años durante los cuales el crédito internacional estuvo prácticamente paralizado. El promedio anual de los pagos efectivos de capital saltó de £74 millones en 1896-1904 a £160 millones en 1905-1913. Precisamente en estos últimos años las exportaciones de capital representaron el 37% del total exportado entre 1865 y 1913. Las Américas fueron los principales beneficiarios del último auge de inversiones externas de Gran Bretaña con anterioridad a la Primera Guerra Mundial, con el 62% de los pagos efectivos de capital. América del norte —incluyendo a Canadá— con el 42% de los pagos, claramente aventajó a la del sur con el restante 20%. Considerando el estatus político de los deudores, el 61% de los pagos fue colocado en países independientes, y el 39% dentro del imperio británico.

El renacimiento de las exportaciones de capital iniciado durante 1900 se refleja, una vez más, en la dirección inversa de la inversión interna y externa de Gran Bretaña (gráfica 6). La inversión externa

como proporción del PNB se incrementó vigorosamente a partir de su punto más bajo en 1901 hasta su punto más alto en 1913, exceptuando los años 1906 y 1907 cuando los préstamos externos se deprimieron en respuesta al colapso de los mercados de valores en Italia (Kindleberger, 1989). Al iniciarse la nueva centuria las exportaciones de capital representaron apenas el 1% del PNB; a fines de 1905 la cifra comparable fue del 4%, y en su punto más alto, en 1913, rebasó el 9,1%.

Los analistas del período han encontrado una combinación de fuerzas tanto internas como externas tras las exportaciones masivas de capital británico. Los proyectos mineros de África del sur, así como las inversiones requeridas por nuevos asentamientos poblacionales en economías proveedoras de alimentos y materias primas para Gran Bretaña, como Argentina, atraieron el interés de los inversionistas (Paish, 1914). Dichas demandas de capitales coincidieron con la contracción de oportunidades de inversión interna. Y aunque el declive de las oportunidades de inversión interna se había sentido desde principios de 1870, su influencia en las decisiones de los inversionistas cobró arraigo en las dos décadas anteriores a la Primera Guerra Mundial. Los rendimientos que se podían obtener en los sectores industriales y de transporte resultaban inferiores a los ofrecidos sobre las inversiones externas, y los inversionistas encontraron dicho predominio más acentuado y persistente durante 1900 en comparación con la experiencia vivida entre mediados de 1870 y mediados de 1880 (Edelstein, 1982).

De acuerdo con el cuadro 7, Argentina y luego México y Brasil, atraieron la mayor parte del interés de los inversionistas británicos durante el período comentado. Las tres cuartas partes del stock de las inversiones en América Latina en 1913 se concentraron en dichos países (el 78% de los préstamos a gobiernos, y el 71% de las inversiones privadas). Estas estimaciones indican que la tendencia a destinar las inversiones hacia los tres países se acentuó entre 1895 y 1913. En 1895 estas economías controlaban el 68% de las inversiones totales, cuando en 1875 la cifra relevante había sido el 47%. La distribución del portafolio británico de ferrocarriles también es ilustrativa de la concentración geográfica. En 1913 los ferrocarriles equivalían a más de la mitad de las inversiones privadas, y más de un tercio de las inversiones totales (cuadro 8). Los bonos de los ferrocarriles argentinos representaron el 54% de las inversiones totales en dicho campo, muy por encima de lo ocurrido en Brasil, con el 15%, y México con el 8%; en conjunto, los tres países reunieron el 77% de la inversión más dinámica y rentable de la época.

Recapitulando, la participación de América Latina en las amplias oscilaciones de las exportaciones de capital británico estuvo representada en gran medida por inversiones en Argentina, Brasil y México. Colombia tuvo un acceso muy limitado a la distribución de las inversiones externas británicas. Una versión estilizada de los ciclos de exportación de capital puede ser la siguiente: el auge se asocia con prospectos de inversiones rentables en la periferia (como en el caso de los ferrocarriles). El final del auge se relaciona frecuentemente con crisis financieras en el centro, a partir de las cuales se suspende el financiamiento de proyectos en la periferia (por ejemplo, la crisis financiera de 1873).

Las políticas internas de los beneficiarios de las exportaciones de capital también pueden reducir el interés de los inversionistas extranjeros, y precipitar una caída en el financiamiento externo (como en la crisis de la casa Baring en 1890). La situación se agrava si un deterioro simultáneo de los términos de intercambio en la periferia aumenta la carga de la deuda. La suspensión de pagos sobre la deuda soberana es un resultado probable, y entonces los mercados externos de capitales se paralizan. Posteriormente, los arreglos de la deuda adquieren una variedad de expresiones, desde la intervención militar y el control directo de las fuentes fiscales (las experiencias de Turquía y Egipto), pasando por reducciones negociadas de los principales de la deuda (la solución mexicana durante 1880), hasta los enfoques basados en la flexibilidad de los acreedores y en la voluntad de pagar de los deudores (los casos brasileño y argentino durante 1890).

## CONCLUSIONES

En el primer lustro transcurrido desde la obtención de la independencia política de España, la Gran Colombia figuraba ya como el mayor deudor internacional de Gran Bretaña, país que para entonces era considerado como el eje de la economía mundial. Las exportaciones de capital británico durante 1820 se produjeron bajo circunstancias que algunos analistas han considerado como el primer auge cíclico moderno de la economía británica. Fue el precedente de las oleadas de exportaciones de capital británico entre 1860 y 1913. Aproximadamente el 20% de dichas exportaciones se invirtió en América del sur, concentrándose en Argentina, Brasil y México. Colombia participó de manera muy limitada en dichos ciclos exportadores.

Las etapas de auge y receso en las exportaciones de capital británico durante el período conocido como de Paz Británica parecen haber seguido un proceso regular en el cual las salidas de capital obedecen a los beneficios esperados de inversiones potenciales en el exterior. La

continuidad en las exportaciones de capital se sostiene hasta el surgimiento de circunstancias económicas o políticas adversas. El financiamiento internacional se repliega hasta el advenimiento de nuevas circunstancias favorables a la acumulación de capital. Con posterioridad a la Primera Guerra Mundial, las exportaciones de capital de Estados Unidos en los años 20 y 30 parecieron seguir un modelo similar al británico. Las exportaciones de capital privado estadounidense de la segunda mitad de la década se desvanecieron a partir de la crisis del mercado de bonos en Wall Street en 1928. Tímidamente reaparecieron después de la Segunda Guerra Mundial, y se requirieron tres décadas más para alcanzar niveles semejantes a los de los años 20.

La Paz Británica culminaría con la Primera Guerra Mundial. A fines de la segunda década del siglo xx Estados Unidos sería ya una nación acreedora y Nueva York se convertiría en un centro financiero dominante. Dentro de este contexto se producirían nuevas oleadas de capital internacional. Colombia volvería a una posición destacada en la tabla de deudores internacionales de América Latina. Se abrirían tres décadas en las cuales se reiteraría el ciclo de auge y receso en la exportación de capitales, seguido por un largo proceso de renegociaciones de la deuda el cual se extendería hasta el medio siglo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aggarwal, V. 1989. "Interpreting the History of Mexico's External Debt Crises", *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Eichengreen y Lindert, MIT.
- Cairncross, A. K. 1953. *Home and Foreign Investment: 1870-1913: Studies in Capital Accumulation*, Cambridge, University Press.
- Dawson, F. 1990. *The first Latin American Debt Crisis, The City of London and the 1822-1825 Loan Bubble*, New Haven and London, Yale University Press.
- Edelstein, M. 1982. *Overseas Investment in the Age of High Imperialism, The U. K., 1850-1914*, New York, Columbia University Press.
- Eichengreen, B. 1991. *Trends and Cycles in Foreign Lending*, CEPR, Discussion Paper.
- Eichengreen, B. y P. Lindert, eds. 1989. *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge Mass, MIT Press.
- Feis, Herbert. 1974. *Europe, the World's Banker, 1870-1914*, Augustus Kelly Publ. Clifton, Yale University Press, 1930.
- Fishlow, A. 1985. "Lessons From the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period", Kahler, M., *The Politics of International Debt*, 1986, London, Cornell University Press.
- Gayer, A.; W. Rostow y A. Schwartz. 1953. *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850*, vol. I, Oxford, Clarendon Press.
- Green, A. y M. C. Urquart. 1976. "Factor and Commodity Flows in the

- International Economy of 1870-1914: A Multi-Country View", *Journal of Economic History*.
- Hall, A., ed. 1968. *The Export of Capital from Britain, 1870-1914*, London, Methuen and Co.
- Jenks, L. 1963. *The Migration of British Capital to 1875*, London, Thomas Nelson and Sons.
- Junguito, R. 1995. *La deuda externa en el siglo XIX, Cien años de incumplimiento*, Banco de la República, Tercer Mundo Editores.
- Kahler, M., ed. 1986. *The Politics of International Debt*, London, Cornell University Press.
- Kindleberger, C. 1989. *Manias, Panics and Crashes*, London, Macmillan, 2.<sup>a</sup> ed.
- Krugman, P. 1993. "International Finance and Economic Development", Giovannini, Alberto, ed., *Finance and Development: Issues and Experience*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Krugman, P. 1995. "Growing World Trade: Causes and Consequences", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, Brookings Institution.
- Marichal, C. 1989. *A Century of Debt Crises in Latin America, From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton, University Press.
- Mitchell, B. R. 1992. *International Historical Statistics, Europe, 1750-1988*, Basingstoke, England; New York, USA, Macmillan, Stockton Press.
- North, Douglas C. 1962. "International Capital Movements in Historical Perspective", Mikesell, Raymond, ed., *U.S. Private and Government Investment Abroad*, University of Oregon Books.
- Ocampo, J. A., ed. 1987. *Historia económica de Colombia*, Bogotá, Fedesarrollo.
- Rippy, J. 1959. *British Investments in Latin America, 1822-1949*, Minneapolis, University of Minnesota Press.
- Royal Institute of International Affairs. 1937. *The Problem of International Investment*, London, Oxford, University Press.
- Schnerb, R. 1969. *El siglo XIX. El apogeo de la expansión europea (1815-1914)*, *Historia General de las Civilizaciones*, Barcelona, Ediciones Destino.
- Simon, M. 1968. "The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914", Hall, A., *The Export of Capital from Britain, 1870-1914*, London, Methuen and Co.
- Stallings, B. 1987. *Banking to the Third World U, S, Portfolio Investment in Latin America, 1900-1986*, Berkeley, University of California Press.
- Stone, I. 1968. "British Long-Term Investment in Latin America, 1865-1913", *Business History Review* 42.
- Stone, I. 1977. "British Direct and Portfolio Investment in Latin America Before 1914", *Journal of Economic History*.
- The Council of Foreign Bondholders. 1938. *Annual Report*, London.
- Vilar, P. 1972. *Oro y moneda en la historia, 1450-1920*, Barcelona, Ediciones Ariel.
- Woodruff, W. 1966. *Impact of Western Man, A Study of Europe's Role in the World Economy, 1750-1960*, New York, MacMillan.
- World Bank. 2002. *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, Washington.