

DEUDA PUBLICA Y EL CONCEPTO DE “RELATIONSHIP BANKING” A FINALES DEL SIGLO XIX: UN CASO HISTORICO DE “DELEGATED MONITORING?”*

Juan Flores
I.E.P Paris

INTRODUCCION

1. *El periodo.* Esta ponencia explora uno de los mecanismos de endeudamiento publico externo del periodo de 1880-1913. Este periodo ha sido frecuentemente llamado el de la “primera globalización” e incluso, el periodo en el que los países han presentado la mayor integración económica en la historia contemporánea: integración productiva (importante movilidad de los factores de producción), integración comercial (decline general de las barreras intercontinentales al comercio), integración financiera (ausencia de controles en las transacciones financieras e integración monetaria (con la adhesión de un gran número de países al régimen de patrón oro)¹.
2. *Importancia del Estudio.* Ante los eventos de la década de los 1990, que comenzaron con la crisis mexicana de 1994, los hacedores de políticas públicas y economistas enfrentaron una situación ante la cual los años recientes no proveían respuesta. Las acciones y títulos de deuda constituían uno de los principales vehículos de la inversión extranjera, y de igual manera vehículos de escape de esos capitales. Una situación análoga solo podía ser encontrada en la década de los años 1930: no obstante, la integración no llegó a tener la importancia de principios de siglo y finales del siglo pasado. Proponemos entonces, realizar un análisis de las experiencias de aquel periodo para el mejor entendimiento de nuestro presente.

* Versión preliminar para el Congreso de Economía Mundial Sevilla, 15-17 Mayo 2003. No citar sin el permiso del autor.

♦ Doctorante del Instituto de Estudios Políticos de Paris. Dirección e-mail: juan.flores@seae.sciences-po.fr.
Comentarios bienvenidos!

¹ O'Rourke, Kevin. Europe and the Causes of Globalization, 1790 to 2000. Trinity College Working Paper.

3. *Enfoque.* Para nuestro análisis, nos concentraremos en las consecuencias de la integración financiera, particularmente en lo referente a la exportación de capitales a los países “nuevos”. Una gran proporción de esta exportación de capitales estaba concentrada en los empréstitos públicos: los títulos emitidos por los gobiernos “extranjeros” ocupaban un lugar importante en las bolsas de los principales centros financieros de la época, Londres y París.

4. *Objetivo del Estudio.* A partir de la teoría financiera de Relationship Banking (RB), intentaremos entender el proceso de endeudamiento en un contexto que se caracteriza por la no-existencia de un “Doctor Monetario” (entiéndase FMI). Los inversionistas o compradores de los títulos de deuda de gobiernos extranjeros necesitaban información sobre las condiciones económicas de aquellos países. Además, se tenía un “modelo” de buen comportamiento de las políticas económicas. Ante esta situación, los inversionistas “delegaban” las funciones de monitoreo a los “merchant bankers”, encargados de las emisiones de estos títulos y que tenían relación directa con los gobiernos implicados: se trataba de dar seguimiento al riesgo de default y de capacidad de pago de aquellos países. Gran parte de la historiografía sobre la época argumenta que las relaciones banco-gobierno eran únicas: existían pues monopolios sobre las emisiones de cada país. Sin embargo, esto no era siempre el caso. Algunos países dejaban actuar la competencia entre los bancos para obtener mejores términos y menores costos sobre los empréstitos. Era particularmente el caso de países bien establecidos, como Francia o los países escandinavos. Otros menos conocidos, como Turquía o México, cambiaban de banco según el momento. Las preguntas que intentamos responder son las siguientes: 1) Es verdad que la competencia disminuía los costos de la deuda? 2) Tenía beneficios el monopolio de la emisiones de la deuda? 3) En una de las mayores crisis de la época, la de 1890, tenía este aspecto alguna influencia en la lógica de la crisis?

5. *Estructura de la presentación.* Nuestra ponencia se divide en 5 secciones. En la primera sección, presentaremos algunos aspectos importantes sobre la teoría de RB

(1994). Dentro de la segunda haremos un breve análisis de algunos resultados “identificadores” utilizando los datos de los estudios de Suzuki. En la tercera sección intentaremos explicar el mecanismo de emisión de títulos gubernamentales en aquel periodo. En la cuarta sección exploraremos la crisis de Baring de 1890 . Finalmente, en la quinta sección presentaremos algunas conclusiones.

I. ALGUNOS ASPECTOS DE LA TEORIA DE “RELATIONSHIP BANKING”

6. *Definición de “Relationship Banking”*. Entramos aquí a la teoría de las finanzas corporativas. Una relación de largo plazo entre un banco y un prestatario puede ser considerada como RB: esto facilita el monitoreo y seguimiento y puede disminuir los problemas de información asimétrica (Boot, 1999). Esto permite la inclusión de contratos con características específicas (flexibilidad), mecanismos más eficaces en caso de conflicto o la presencia de colaterales (que deben ser vigilados en el tiempo). Ongena y Smith (1998) mencionan igualmente la construcción de una reputación de “pagador puntual” para las firmas a través la RB.
7. *Implicaciones de “Relationship Banking”*. RB implica la provisión de cierta cantidad de servicios: inversión, por parte del banco, para obtener informaciones necesarias sobre el prestatario; evaluación de la rentabilidad de los proyectos a través de múltiples interacciones con el mismo prestatario. Para Greenbaum y Thakor (1995) la información obtenida puede ser “reutilizada” y “mejorada” por medio de la repetición de las transacciones.
8. *Condiciones para la existencia de la “Relationship Banking”*. Según Berger (1999), existen tres condiciones necesarias para el desarrollo de una RB: a) El intermediario (banco) busca información más allá que la públicamente disponible; b) La cantidad de información aumenta con el número de interacciones; c) la información permanece confidencial.

9. *Beneficios de "Relationship Banking"*. Para Boot (1999), el intercambio de la información resulta en una mejora en el sentido de Pareto. Por un lado, el prestatario puede tener más incentivos para revelar más información (ser más transparente; otros incentivos puede ser una demanda creciente de fondos). Por otro lado, el banco también tiene más incentivos a invertir en la producción de información.

10. *Costos de la "Relationship Banking"*. Existe un costo potencial para cada lado de la transacción. Para el banco, el costo es llamado "Soft Budget Constraint": la proximidad entre los dos agentes puede degenerar en una pérdida potencial de firmeza para hacer respetar los acuerdos. Para el prestatario, se puede presentar el problema de "Hold-Up": El banco genera un monopolio de la información en las transacciones, lo que le asegura la capacidad de cargar tasas no-competitivas en el futuro.

11. *Solución al problema del "Hold - Up"*: Una solución del prestatario ante el problema del Hold-up consiste en recurrir a la competencia para hacer desaparecer las rentas de monopolio. Sin embargo, esto puede conducir a una "maldición del ganador" para los bancos competidores: como Rajan (1992) sostiene, los bancos que gozan de las rentas monopólicas pueden realizar ofertas competitivas para los buenos prestatarios y dejar a la competencia a los malos. Por el contrario, si los bancos están informados de manera más simétrica, las rentas monopólicas pueden desaparecer con la competencia. Sin embargo, el costo que permanece (para los bancos) es un control reducido sobre el comportamiento de inversión de los prestatarios.

12. *Efectos de la competencia sobre la "Relationship Banking"*. Según Chan et al. (1986), la correlación entre el grado de competencia de un mercado y la existencia de RB es negativa: Los bancos anticipan una vida más corta de la relación con el prestamista. Estas expectativas disminuyen los incentivos para realizar las inversiones necesarias para el establecimiento de una RB. Al mismo tiempo, las

economías de escala que surgen con la reutilización de la información disminuyen, lo que reduce el valor de esa información. Por otro lado, Petersen y Rajan (1995) analizan el impacto de la competencia sobre el precio de los empréstitos. Según estos autores, una competencia más importante restringe la capacidad de los bancos y de los prestatarios a compartir el excedente a nivel inter – temporal: los bancos cuentan con menos incentivos para “subsidiar” a los prestatarios en un primer periodo para aumentar las ganancias en el futuro.

II. EL MECANISMO DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO MEDIANTE LA EMISIÓN DE TÍTULOS A FINALES DEL SIGLO XIX

13. *Introducción a la sección II.* Teniendo en mente la teoría de RB, comenzaremos en esta sección a analizar el periodo que nos concierne. El primer paso será la explicación del mecanismo de endeudamiento de los países extranjeros en las plazas de París y Londres.

14. *La literatura sobre el tema de las emisiones de títulos de los estados.* Existe una literatura primaria abundante que abarca la prensa de la época (como The Bankers Magazine, julio de 1876 que describe la evolución del mecanismo de evolución hasta los años 1870), obras de participantes en el mercado (como O’Hagan, un broker activo en el negocio de los empréstitos a los gobiernos extranjeros en Londres) o Reportes de asociaciones y organismos de inversionistas (como los “Reports from the Select Comité on Loans to Foreign States”). Además, existe una literatura secundaria bastante amplia dentro de la cual podríamos citar los trabajos clásicos de Finnie (1934), Jenks (1927), Cairncross (1953) o más recientemente Suzuki(1994). Estos trabajos miran principalmente el mercado financiero de Londres, pero trabajos como los de Tchernoff(1930) o Lotz (1890) describen también los mercados de París y Berlín respectivamente. Para el objetivo de la

presente ponencia, resumiremos aquí las principales características y etapas del mecanismo de emisión.

15. *Las etapas del mecanismo de emisión.* Podemos distinguir cuatro etapas: 1) la búsqueda de fondos; 2) la elección del sistema de emisión; 3) la preparación de la emisión; 4) la colocación de los títulos. El mecanismo se define en las primeras dos etapas, y el documento donde se establece este mecanismo, así como las condiciones y costos es el contrato de deuda.

16. *Etapa 1) La búsqueda de fondos.* Los gobiernos eran por lo general los primeros agentes en el proceso cuando comenzaban la búsqueda de fondos. En algunos países, los gobiernos votaban “leyes” que permitían al poder ejecutivo la emisión dentro o fuera del país títulos de deuda para algún proyecto (entiéndase infraestructura, medios de comunicación o de transporte, gastos de guerra). Para muchos de los países denominados “nuevos”, los gobiernos nombraban un agente para negociar un empréstito con los banqueros europeos. Sin embargo, también podía presentarse el caso contrario, en el que los bancos, por medio de casas comerciales u otros agentes, podían proponer sus servicios a los gobiernos.

17. *Etapa 2) La elección del sistema de emisión.* Existían varias posibilidades que de hecho se definían desde la primer etapa. La primera posibilidad era el sistema de “venta a comisión”: los bancos se limitaban a tomar las suscripciones para la compra de títulos de la parte de los inversionistas y más generalmente realizaban todos los tramites necesarios para la emisión de los títulos. Los bancos demandaban comisiones por cada servicio. Otro sistema era el de la formación de sindicatos de bancos (los sindicatos podían, sin embargo, realizar las “ventas a comisión”, aunque en realidad, uno de los objetivos de los bancos era la garantía de la colocación de los títulos). En Paris, podían existir dos tipos de sindicatos: los sindicatos de adquisición en “firme” y los sindicatos de “garantía”. De acuerdo al primer tipo de sindicato, los bancos suscribían o compraban en firme una cierta cantidad de títulos. Dentro del segundo tipo de sindicato, los bancos se comprometían a comprar firme

los títulos que no hayan podido ser colocados en el mercado. En Londres, el sistema análogo era el llamado “Underwriting”, que consistía en lo siguiente. Los bancos emisores, para asegurar el éxito de la emisión y no tomar solos el riesgo de la emisión, entraban en contacto con otras instituciones o grandes inversionistas que, por una comisión de por medio (comisión de underwriting), tomaban el compromiso de adquirir una cierta cantidad de los títulos emitidos en el caso en el que el público no suscribiera la totalidad de la emisión.

18. *Etapa 3) La preparación de la emisión.* Esta etapa dependía del tipo de sistema de emisión elegido. En el caso de los sindicatos, sus operaciones debían precisar desde un principio la cantidad de títulos que debían suscribir o garantizar, su tasa nominal y tasa de emisión para que los bancos tomaran la decisión de adhesión al sindicato. Era necesario ponerse de acuerdo sobre un cierto número de aspectos: la fecha de inicio y la duración del sindicato, los gastos que debían realizar, y los beneficios esperados de la operación. Estos dependían de las comisiones según el sindicato del cual se tratara. El sindicato de adquisición en firme beneficiaba de la diferencia entre el precio al cual el gobierno había cedido al sindicato y el precio de colocación en el mercado, deduciendo los gastos realizados. El sindicato de garantía exigía una comisión por título garantizado, una comisión de colocación por el número de títulos no colocados a repartir entre los participantes del sindicato además de una comisión de caja (*comission de guichet*).

19. *Etapa 4) La colocación de los títulos.* Existían tres maneras de colocar los títulos en el mercado: a) Por suscripción pública; b) Por introducción en bolsa y c) Por medio de los bancos. La primera consiste en el anuncio de admisión de suscripciones públicas para una emisión en ciertas cajas designadas en el prospecto o en algún otro tipo de publicidad. En lo que refiere a la segunda, la decisión importante por parte de los bancos emisores es el precio de introducción. Tchernoff () explica que los límites de variación de este precio eran muy estrechos: en el caso en que títulos del mismo género circularan en la bolsa, el precio de los nuevos títulos no podían ser superiores. Además, la emisión de los títulos dependía en gran medida de las

tendencias momentáneas. Es por esta razón que los bancos emisores recurrían frecuentemente a la realización de operaciones “ficticias” para aumentar el precio de los títulos: brokers, underwriters, o miembros de sindicatos compraban, en el momento de la publicación del prospecto a aún antes, los títulos a emitir. Esta práctica, considerada como un “estimulante artificial de las emisiones, era llamada “*market rigging*”. Finalmente, siguiendo la tercera manera, los establecimientos bancarios podían poner a disposición de los emisores sus sucursales o cajas, por una comisión (de colocación o de caja), o aún, si tal establecimiento formaba parte de un sindicato de garantía o de toma en firme, recomendaba los títulos a sus clientes.

III. UNA PRIMERA VISION EMPÍRICA: LA BASE DE DATOS DE SUZUKI

20. *Introducción a la sección III.* El objetivo de esta sección es presentar una visión general cuantitativa sobre el comportamiento del endeudamiento público extranjero por emisión de títulos en Londres. Haremos una primera “prueba” diferenciando los países con algún tipo de RB con aquellos que no tenían. La RB que tomamos aquí confunde los bancos participantes en la emisión de títulos independientemente de la etapa o función (emisor, participante de sindicato o underwriter).

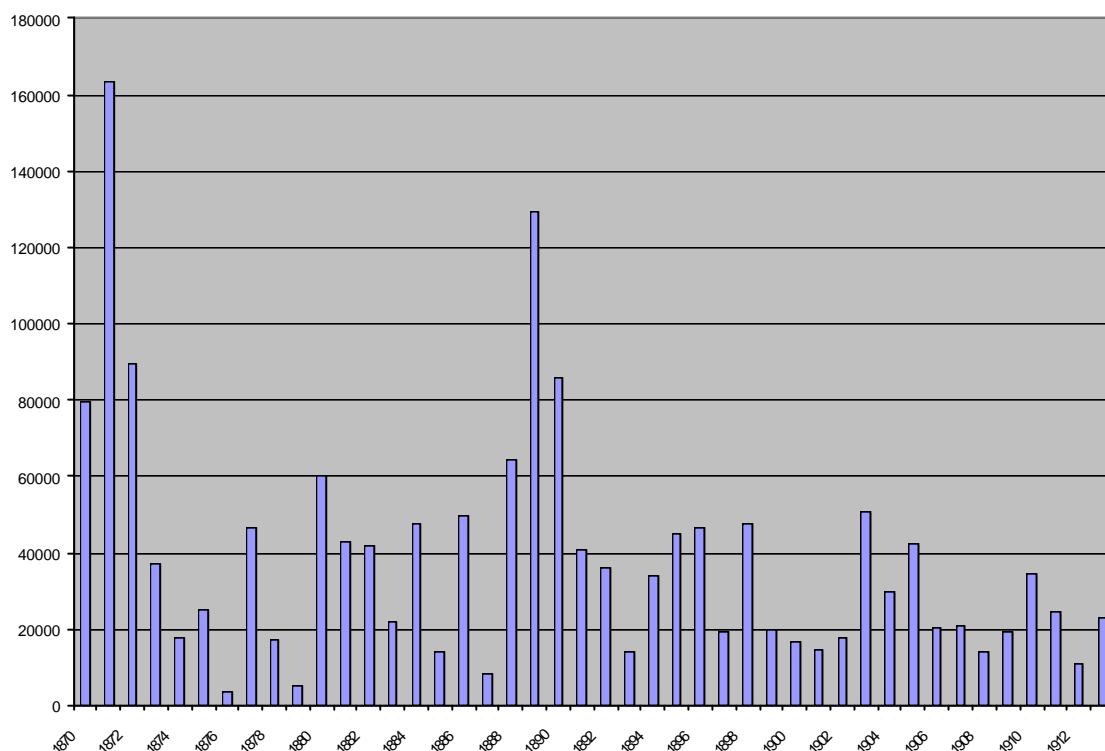
21. *La base de datos de Suzuki.* Suzuki presenta una base de datos que concierne todas las emisiones de los gobiernos extranjeros en Londres para el periodo de 1870-1913. Utiliza principalmente cuatro fuentes², aunque su estudio incluye un impresionante trabajo en los archivos de algunos bancos ingleses. La información que nosotros utilizamos para el presente estudio incluye el año, el país, la tasa de interés nominal de cada emisión así como el monto, precio y banco o institución emisora de cada una. El número total de emisiones para todo el periodo es 326, para un total de 53 países. La Figura I muestra el capital nominal total emitido para cada

² Estas fuentes son: Annual General Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders; the Stock Exchange Year-Book and Burdett's Official Intelligence; Investor's Monthly Manual; Fenn's Compendium of the English and Foreign Funds.

año. Podemos distinguir 2 “puntas” o auges: corresponden a los años anteriores de las crisis de 1873 y 1890 respectivamente. En ambos casos, podríamos trazar una especie de hipérbola, que refleja las condiciones adversas de mercado que siguen a los años de crisis.

Figura 1

Government Issues in London 1870-1913 (1000£)



22. *Utilización de la base de datos.* Separamos los países de la base de datos en dos grupos. Dentro del primero hemos incluido a los países que no contaban con una RB. Cada grupo consiste tanto de países “core” como de países “periféricos”, algunos de los cuales requirieron varios años para poder establecerse en el mercado de Londres. En el segundo grupo incluimos por otro lado a los países que presentan algún tipo de RB, en el sentido en que un mismo banco ha realizado continuamente la emisión de sus títulos. De esta manera, podemos tener un mismo país en ambos grupos. Por ejemplo, antes de la crisis de 1890, Argentina cambió de bancos emisores continuamente. Después de 1892, todas las emisiones argentinas fueron

realizadas por Baring. Otros países no tenían una RB a su llegada al mercado de Londres, pero en cuanto se consolidaban como prestatarios de confianza, podían establecer RB incluso con los bancos con mayor reputación en Londres. Este fue el caso, por ejemplo, de Japón, teniendo el mismo sindicato emisor desde 1897 hasta el final del periodo.

23. *Primeros Resultados.* Excluimos de la muestra aquellos países que solo aparecieron una vez en el mercado, y las emisiones cuyo precio de emisión no aparece en la base de datos. Para los 31 países restantes, hemos calculado las tasas de rendimiento promedio como la razón entre la tasa de interés nominal y el precio de emisión. El número de países que contaban con una RB es considerablemente menor que el resto de los países. Por otro lado, la tasa de rendimiento promedio para los países RB es 4,84, mucho menor que la correspondiente al otro grupo, 6,43. RB parece haber sido un privilegio con beneficios importantes (ver Tabla I).

Relationship Banking	Period	Yield	No Relationship Banking	Period	Yield
Argentina	1892-1913	5.24	Argentina	1870-1891	5.95
Brazil	1870-1913	5.15	Bulgaria	1889-1910	5.67
China	1875-1913	5.69	Chile	1870-1913	4.97
Cuba	1904-1913	4.74	Costa Rica	1871-1913	7.32
Denmark	1880-1913	3.48	Cuba	1886-1903	6.89
Greece	1881-1913	5.32	Egypt	1870-1893	5.68
Japan	1897-1913	5.11	France	1870-1875	6.34
NthGermany	1870-1871	5.19	Holland	1878.1891	4.08
Norway	1876-1913	3.99	Japan	1870-1873	8.37
Peru	1870-1913	6.47	Liberia	1871-1913	7.08
Switzerland	1906-1913	3.52	Mexico	1886-1913	6.83
USA	1870-1876	4.21	Nicaragua	1886-1913	6.50
			Portugal	1876-1890	5.88
			Romania	1870-1913	7.83
			Russia	1870-1913	5.01
			Salvador	1889-1913	6.62
			Sto. Domingo	1888-1913	7.40
			Serbia	1897-1913	5.71
			Spain	1870-1913	9.44
			Sweden	1875-1913	4.26
			Turkey	1870-1913	6.67
			Uruguay	1870-1913	6.95
<i>Average yields</i>		4.84			6.43
<i>Average yields without core countries</i>		5.15			6.67

Tabla 1

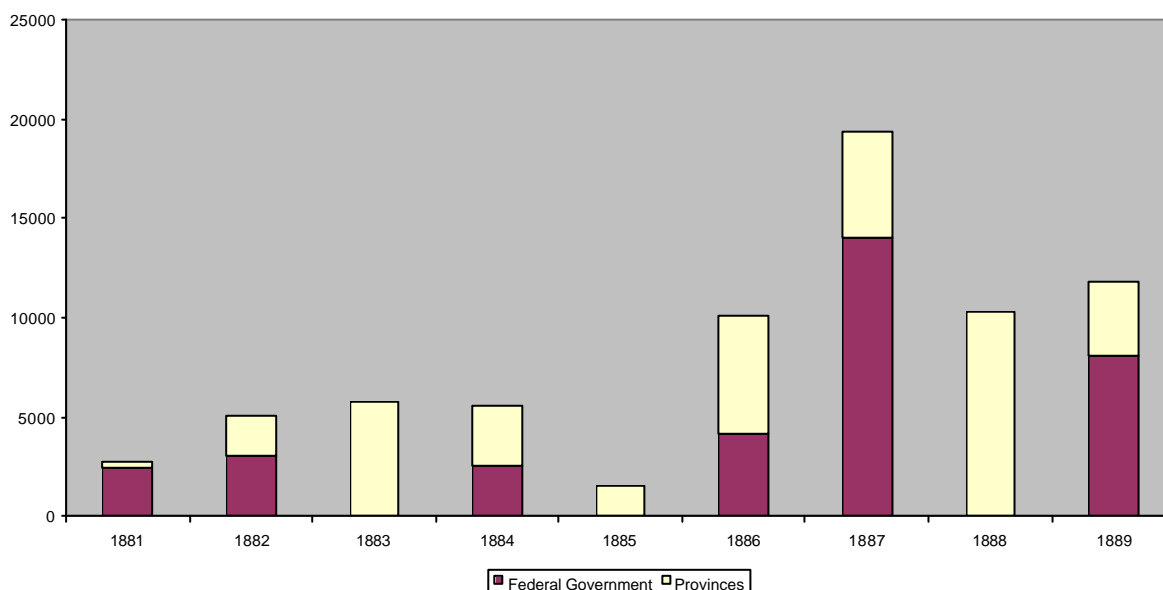
24. *Conclusiones de los primeros resultados.* Muchos de los países “desarrollados”, o bien establecidos no recurrían a la RB sino a la competencia para obtener mejores términos para sus emisiones (Flandreau, 2002). Algunos de esos países podían recurrir igualmente a sus propios mercados financieros, como ocurrió con Francia o Estados Unidos. Dejando de lado estos países, la tasa de rendimiento promedio para los países RB aumenta a 5,15, básicamente porque países de “buen comportamiento” como Noruega o Alemania del Norte quedan fuera de la muestra. Por otra parte, la misma variable aumenta de la misma manera, a 6,67. Obviamente, este primer enfoque no nos permite hacer ningún tipo de conclusión acerca de los efectos de la RB. Muchos países de la base de datos son diametralmente diferentes, y los factores que determinan las tasas de rendimiento incluyen variables macro económicas y monetarias. El control de estas variables nos parece necesario para el propósito de nuestro análisis.

IV. ACERCANDO LA LUPA: ARGENTINA, BRASIL Y CHILE 1880-1890

25. *La crisis Baring.* La crisis Baring tuvo lugar en Argentina en el año de 1890. Se trató de una crisis “gemela”, presentándose una crisis interna (bancaria) y externa (de deuda). Una de las características de aquella crisis es su repercusión en el mundo financiero de la época: como vimos en la figura 1, hubo una detención abrupta en la exportación de capitales. De hecho, el nombre de la crisis, Baring, se refiere a la casa financiera inglesa, que necesitó de un rescate de la comunidad bancaria europea para no caer en banca rota. Aquella casa Bancaria había adquirido una importante proporción de su portafolio en títulos argentinos, por lo que sus dificultades se agravaron ante la moratoria de la deuda argentina. Curiosamente, era la casa Baring el banco que llevaba una RB con aquel país a los ojos del mercado. Encontramos numerosas citas en la prensa de la época así como trabajos más recientes que nos permiten corroborar que Baring tenía una relación particular con los gobiernos argentinos. Fue Baring la primera en emitir títulos de deuda de la recientemente independizada “Provincias Unidas de Río de la Plata”, en 1824 y

quien más activa había sido para lograr un acuerdo con el gobierno varios años después del default. Además, Baring era la única casa bancaria en contar con un correspondiente permanente en Buenos Aires, Bower, quien reportaba constantemente sobre proyectos en los que Baring tenía interés y sobre la situación económica general del país, particularmente el estado de las finanzas públicas (Ferns). El mercado financiero estaba al pendiente de esta situación. Reproducimos aquí una cita ilustrativa sobre la situación privilegiada de Baring con respecto a la información sobre argentina: *“In Argentine the changes were again minute, and the bonds closed above the lowest prices of the day, notwithstanding the grave news published by Messrs. Baring Brothers this morning: They have received a telegram from Buenos Aires, dated yesterday, which was partially undecipherable, but it announced unmistakably that fighting had at length begun.”*³ Esta cita se refiere a uno de los frecuentes episodios en los que Buenos Aires, la provincia más rica de

Argentinean Bond Issues: nominal amounts in £



Argentina se enfrentaba al resto de la confederación. En 1880, finalmente, se lograba una paz que parecería duradera. Justamente, aquel años marcó el inicio de un boom de la inversión en Argentina (que llegó a su fin con la crisis Baring).

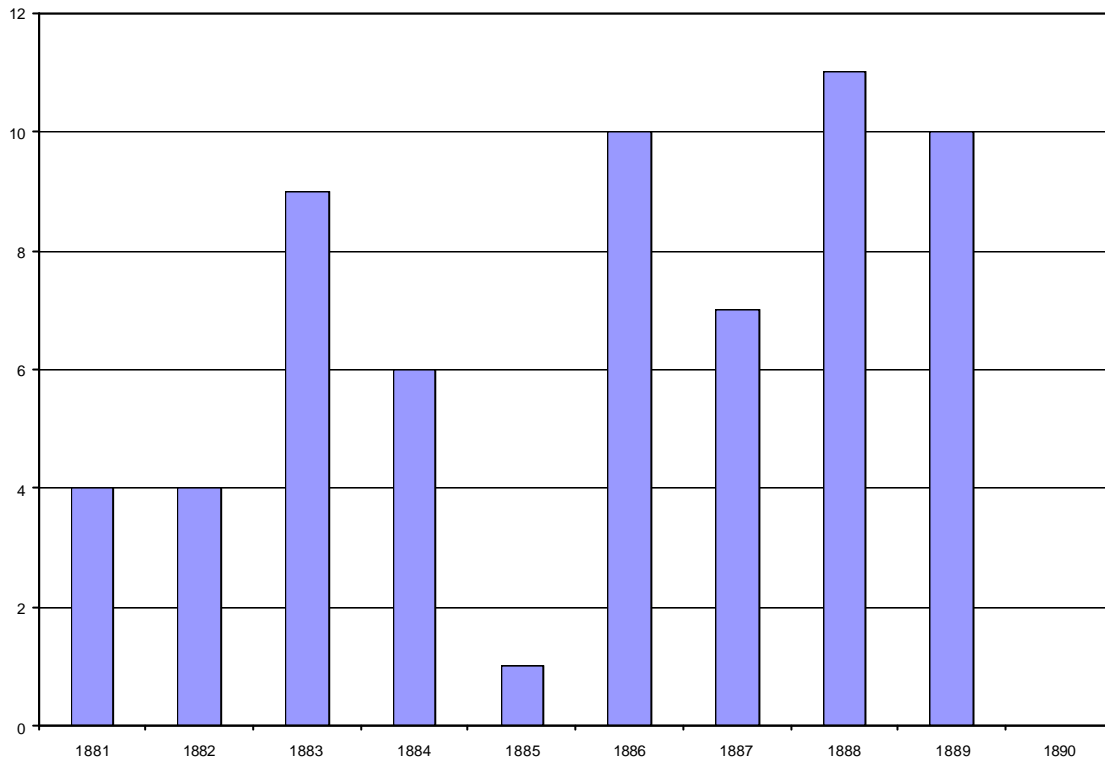
³ Times, 24 de junio de 1880.

26. *La competencia por la emisión de títulos argentinos 1880-1890.* Baring dejó de ser el banco encargado de las emisiones argentinas a partir de 1880. Las condiciones favorables del país, su rápido crecimiento económico, su recuperación de la crisis de 1873 y sus sanas finanzas públicas parecen haber sido factores de atracción para que otros bancos propusieran sus servicios en términos más favorables que lo que Baring había propuesto en las décadas anteriores⁴. En toda la década, los gobiernos argentinos trataron con diferentes bancos, dejando que competieran para disminuir los costos de los empréstitos. Las Figuras 2 y 3 muestran algunos aspectos de esta competencia. En la figura 2 presentamos los montos nominales en cada año de emisiones de títulos argentinos en Londres (tanto nacionales, como provinciales y municipales). En la figura 3 mostramos el número de bancos implicados en cada año en esas emisiones.

Figuras 2 y 3

⁴ Ver Marichal(), Jones(), Regalsky () o Peters sobre los factores que atrajeron las inversiones a Argentina.

Nombre de Banques dans les Affaires Argentins



27. *Tipo de competencia.* La nueva competencia a partir de 1880 se dio en forma de sindicatos. Estos vinieron en un principio de Francia, y esta modalidad les permitió hacer frente al dominio de la banca inglesa en la emisión de títulos argentinos (Baring, así como Murrieta habían actuado siempre individualmente). Otra novedad fue la toma de riesgo por parte de los bancos: hasta ahora, los banqueros ingleses sólo habían realizado las emisiones por medio de “venta a comisión”. Los bancos franceses, por otro lado, entraron al mercado por medio de la sindicalización en “firme”. A partir de 1885, los bancos alemanes entraron igualmente al mercado argentino.

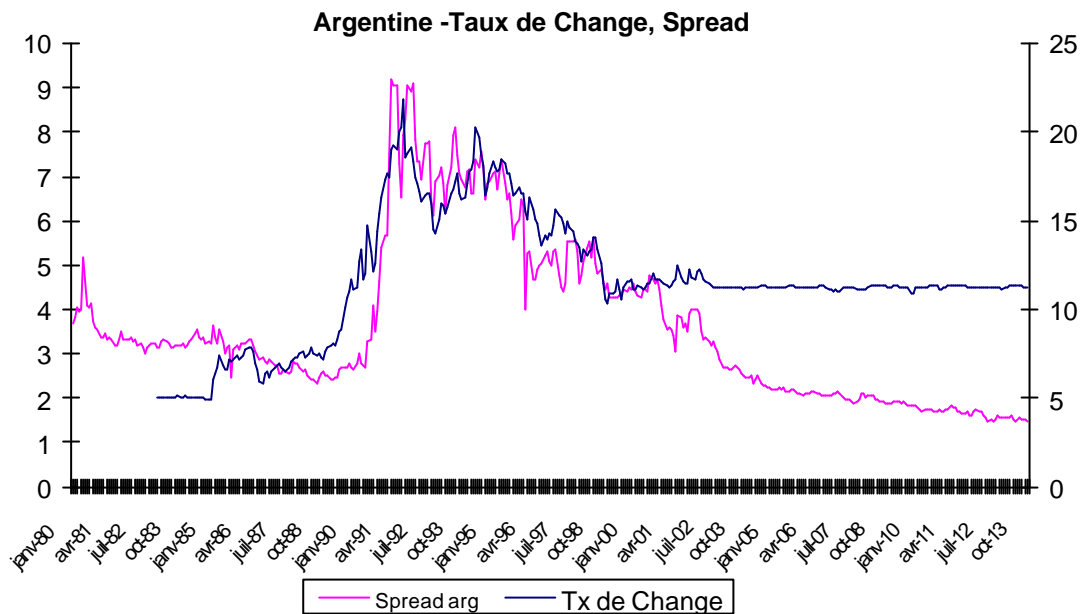


Figura 4

28. *Aspectos no explicados de la crisis Baring.* Existen numerosas teorías que intentan explicar la crisis argentina de 1890: distinguimos dos líneas que difieren entre sí en la causa primera del fenómeno. El enfoque monetarista (Cortes Conde, della Paolera), que insiste sobre las políticas monetarias expansionistas que llevó el gobierno argentino durante esa década. El enfoque de la balanza de pagos pone énfasis sobre los déficit comerciales cada vez más importantes que afectaron al país y que eran financiados mediante la entrada de flujos de capital externo. Cuando estos flujos dejaron de llegar a argentina, la continuación del pago de la deuda no podía ser asegurado, por lo que la crisis fue el resultado de un “choc” externo. Ambos tipos de teorías se centran en el aspecto macroeconómico de la crisis. No obstante, restan elementos no explicados. La principal puede apreciarse en la figura 4. ¿Como fue posible que argentina pudiera seguir endeudándose, cuando los banqueros sabían, incluso desde 1888, que tarde o temprano argentina dejaría de pagar el servicio de la deuda? Mostramos por un lado la tasa de rendimiento de los títulos argentinos (yield) para el periodo de 1880.-1913. Por el otro, mostramos el tipo de cambio peso argentino-libra esterlina para el mismo periodo. En casi toda la

gráfica se observa una importante correlación en la evolución de ambas líneas. No obstante, si concentramos nuestra atención en la segunda década de los años 1880, podremos apreciar que existe una diferencia importante entre el yield y el tipo de cambio. Mientras el peso conocía una depreciación importante, el yield continuaba una tendencia estable. Esto es contrario a lo que la lógica financiera predice: una mayor depreciación de la moneda local tiene efectos negativos sobre el riesgo de default sobre la deuda de un país, sobretodo si, como era el caso, la mayor parte de la deuda esta denominada en moneda extranjera. Recordemos además que los ingresos gubernamentales entran en moneda local.

29. *Problemas de Información en el periodo de la crisis Baring.* Quisiéramos remarcar, como algunos historiadores (Ferguson, Joslin) argumentan, que la crisis argentina era prevista incluso desde 1888. Sin embargo, como hemos visto en la figura 4, la curva del yield nos sugiere que la crisis tomó al mercado por sorpresa. Cuando la crisis estalló en Argentina en julio de 1890, muchos de los inversionistas voltearon su mirada a Baring. Uno de ellos, Foster & Braithwaite, brokers en Londres, insistentemente pidió a Baring información sobre la *'true financial condition of the Argentine Republic'*⁵. Por medio de esta y otras citas semejantes podemos argumentar que el mercado financiero europeo continuaba viendo a Baring como el banco que ejercía el monitoreo sobre argentina, esto aún ante el estado competitivo del negocio de las emisiones argentinas. Y Baring continuó, hasta 1890, a participar en la emisión de aquellos títulos.

Año	Argentina	Brasil	Chile	Precio gobierno	Precio emisión	Yield emisión	Depreciación Tipo de Cambio (%)	Servicio/ Ingreso
1881	Ferrocarriles 6%			82	91	7,3	-10,44	0,33
1882	Tesorería 6%			90,5	92,5	6,5	-7,4	0,35
1883		Trabajos Públicos 4 ½%		86,75	89	5,1	0,3	0,40
1884	Banco Nacional 5%			79,35	84,5	5,9	2	0,30
	Trabajos Públicos 5%			78,3	84	6		

⁵ Archivos Baring, caja 4.114.

1885		Conversión 4 ½%	85,65	89	5,1	24,86	0,12
1886	Acuerdo 1885 5%		74	80	6,3	0,5	0,34
		Conversión 5%	93,75	95	5,3	-10,7	0,5
		Conversión 4 ½%	96	98	4,6	6,25	0,16
1887	Acuerdo 1885 5%			85	5,9	-2,6	0,28
	Banco Nacional 5% 1886		85	90	5,6		
	Ferrocarriles 1886 5%		89	91,5	5,5		
		Minas 4 ½%	96	97	4,6	-2,29	0,16
1888	Ferrocarriles 1886 5%			94	5,3	9,4	0,36
	Conversión 1887 4,5%		82,5	87	5,2		
		Trabajos Publicos 4,5%	95,2	97	4,6	-11,35	0,33
1889	Conversión 1889 3,5%		98,75	100	3,5	20,8	0,24
	Ferrocarriles 1886 5%			97	5,1		
	Conversión 1889 4,5%		85,5	90	5		
		Conversión 4%	86,8	90	4,4	-7,2	0,33
		Ferrocarriles 4 ½%	97	102	4,4	-1,09	0,16

Tabla 2

30. *Los fundamentos económicos.* Hemos realizado un cuadro en el que mostramos los resultados de las emisiones de títulos argentinos, brasileños y chilenos para la década de 1880. Ya hemos podido constatar que para Argentina el cambio que hubo fue el número creciente de bancos que participaron en alguna etapa de la emisión de sus títulos. No fue el mismo caso para Brasil y Chile. Aquellos países realizaron sus emisiones mediante unos pocos bancos, siendo Brasil el país que contaba con una RB, puesto que el único emisor de sus títulos fue el banco de Rothschild. Podemos ver los resultados del conjunto de emisiones de todos los países en aquellos años. Obviamente, el país más activo en el mercado fue Argentina, con Brasil y Chile teniendo cuatro empréstitos respectivamente. Hacemos, con las dos últimas columnas, un intento por controlar los fundamentos económicos de los países. Argentina aplicó, sobretodo a partir de 1887 (decreto de la ley de “free banking”), políticas monetarias expansivas, contrario a las políticas seguidas por los otros dos países. Por otro lado, el endeudamiento de esos países no llegó a ser tan importante como el argentino. Esto se refleja en la variable servicio de la deuda / ingresos gubernamentales. Chile es el país menos endeudado o con la mayor capacidad de

repago. Argentina y Brasil tienen niveles similares de la variable S/R. No olvidemos, sin embargo, que los ingresos incluyen los fondos provenientes de los empréstitos. Estos valores, en el momento en que los flujos dejaron de arribar, aumentan en Argentina a 0,47 en 1890 y a 0,6 en 1891 (incluyendo el Funding Loan).

31. *Resultados de las emisiones.* Son dos aspectos a los que queremos llamar la atención. Por un lado, los resultados de las emisiones frente al mercado y por el otro, los márgenes de ganancias de los bancos. En cuanto al primero, podemos observar que el gobierno argentino redujo considerablemente el yield de su deuda desde el primer empréstito (7,3) hasta los últimos en 1889 (5,0). Brasil también redujo estos yields aunque no de la misma manera que Argentina (de 5,1 a 4,4) así como Chile. Quisiéramos realizar dos comentarios. Por un lado, el período se caracteriza por la baja general de tasas de interés, sobretodo de la tasa base que en aquel momento son las consols inglesas. Por otro lado, esto no es lo que predicen los fundamentos económicos: las tasas argentinas tienden a converger hacia las tasas brasileña y chilena, no así sus fundamentos. Esto constituye un indicio de una especie de especulación hacia los títulos argentinos.

32. *Los márgenes de ganancias de los bancos.* El otro aspecto son los márgenes de ganancias de los bancos. Argentina comenzó cediendo 9% de ganancias brutas, mientras que para 1889 estas ganancias se reducen a menos de 2%. Chile, a lo largo de las emisiones deja poco margen de ganancia, dejando incluso 1% en uno de sus empréstitos. Brasil se mantiene constante alrededor de 2% a lo largo del período.

V. CONCLUSIONES

33. *Relationship Banking 1880-1913.* Hemos podido constatar que los países que contaban con un solo banquero para la emisión de sus títulos obtuvieron en promedio mejores resultados en sus emisiones. No obstante, cuando miramos más

en detalle unos cuantos países (Argentina, Brasil y Chile) esto no resulta igual de claro. Brasil y Argentina contaban con fundamentos económicos relativamente similares, diferenciándose Brasil con la realización de políticas monetarias más conservadoras, lo que se refleja en la apreciación de su tipo de cambio. Este país, cuya emisión de títulos era realizada únicamente por Rothschild, obtuvo por lo general mejores términos para su endeudamiento. Argentina, por el contrario, recurrió a la competencia, y si bien la evolución de los términos de su deuda mejoró, al final el resultado fue la crisis de 1890. A los ojos del mercado, su relación con Baring parecía ser una RB, con un monitoreo por parte de aquel banco. Con la pérdida del monopolio de las emisiones de los años 1880, Baring dejó de realizar este monitoreo, pero la competencia mejoró artificialmente los resultados de las emisiones argentinas. Los focos de alerta sin embargo se mantenían encendidos: argentina nunca pudo igualar los términos favorables que pudo conseguir Chile, país con fundamentos económicos más sólidos. Claramente, la competencia y el monitoreo sostienen una relación ambigua que merece una investigación más profunda. La pregunta continua abierta: como evitar las *market failures* que afectaron tanto la crisis Baring...o la mexicana de 1994?

Referencias

Archives de la BNP Paribas.

Archives Baring, ING.

Archives Rotschild, London.

Bouvier, Jean. Histoire Economique et Histoire Sociale. Recherches sur le capitalisme contemporain. Genève, 1968.

Cairncross, Alec K. Home and Foreign Investment, 1870-1913, studies in capital accumulation. Cambridge, University Press, 1953.

Cortes Conde, Roberto. Dinero, Deuda y Crisis: Evolucion Fiscal y Monetaria en la Argentina, 1862-1890. Buenos Aires: Ed. Sudamericana, 1989.

The Economist (London, England: 1843). Weekly issues, 1884-1888.

Ferns, H.S. Britain and Argentina in the nineteenth century. Oxford : Clarendon Presse, 1960

H.S. Ferns. The Baring Crisis Revisited. *Journal of Latin American Studies* 24 (1992): 241-73.

Finnie, David. Capital Underwriting. An account of the principles and practice of underwriting capital issues, together with a critical analysis of all the main underwriting and subunderwriting agreements. Sir I. Pitman&Sons: London, 1934.

Flandreau, M. Crises and Punishment: Moral Hazard and the Pre-1914 International Financial Architecture. CEPR Discussion Paper Series, N. 3742, February 2003.

Ford, A.G. The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina. Oxford: Clarendon press, 1962.

A. G. Ford. Argentina and the Baring Crisis of 1890. *Oxford Economic Papers*. 1956, v. 8, June 1956, n. 2.

Jenks, Leland Hamilton. The Migration of British Capital to 1875. New York, A.A. Knopf, 1927.

Jones, Charles A. : European Bankers and Argentine, 1880 –1890, Working Papers, num.3, Business Imperialism Series, Centre of Latin American Studies, University of Cambridge, 1972.

Joslin, David. A Century of Banking in Latin America; to Commemorate the Centenary in 1962 of the Bank of London & South America Limited. New York: Oxford University Press, 1963.

Lewandowski, M. et Martinez, A.B. L'Argentine au XXe siècle, Paris : A. Colin, 1906.

Lotz, Walther. Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts: Anleihen, Konversionen und Gründungen. Duncker und Humblot, Leipzig, 1890.

Mas-Collell, Andreu, et al. Microeconomic Theory. Oxford University Press, Oxford. 1995.

Mosley, Layna. Sovereign Borrowing in the 19TH and Early 20TH Centuries. Article présenté a la conference « Understanding the Gold Standard » University of Notre Dame, mai 2002.

Marichal, Carlos. Los Banqueros europeos y los empréstitos argentinos: rivalidad y colaboracion, 1880-1890. *Revista de Historia Economica (Madrid)* 2, n. 1, 1984.

Mauro, Paolo, Nathan Sussman ; Yishlay Yafeh. Emerging Market Spreads : Then Versus Now. IMF Working Paper WP/00/190.

Mayer, J.D. Le marché de Londres envisage spécialement du point de vue de l'émission des valeurs mobilières. Thèse pour le Doctorat. Université de Paris, Faculté de Droit. Paris, 1913.

Peters, H.E. The Foreign Debt of the Argentine Republic, Baltimore, John Hopkins Press, 1934.

Pena, Jose B. Deuda Argentina. copilacion de leyes, decretos, resolucaiones, notas y contratos sobre la deuda publica Nacional, Buenos Aires: impr.JA Alsina, 1907.

Prebisch, Raul. Obras, 1919-1948. Buenos Ayres: Fundacion Raul Prebisch, 1991-1992

Regalsky, Andrés (1987): Exportaciones de capital hacia los países nuevos: los bancos franceses y las finanzas publicas argentinas, 1881-1887 en Revista de Historia economica, Año V, n.1, pp. 73-97.

Stone, Irving. "British Direct and Portfolio Investment in Latin America Before 1914." Journal of Economic History 37, no. 3 (Sept. 1977): 690-722.

Suzuki, Toshio. Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market, 1870-1913. Athlone Press, 1994.

Tchernoff, Iouda. Les syndicats financiers: syndicats d'émission et de placement, syndicats de blocage, syndicats de résistance, syndicats de bourse, investment trust et holding : suivi de formules d'application. Librairie du recueil Sirey, Paris, 1930.

Tomz, Michael J. How do reputations form ? New and Seasoned Borrowers in International Capital Markets. Article présenté dans la "Annual Meeting of the American Political Sciences Association, august 29-sep.2" San Francisco, 2001.

Triner, Gail D. International Capital and the Brazilian Enilhamento, 1889-1892 : An Early Example of Contagion among Emerginr Markets? . Paper présenté au Seminaire –Convergence en Histoire Economique, Janvier 2002.

Williams, John H. Argentina International Trade under Inconvertible Paper Money, 1880-1900.Harvard, 1920.

Wolff, Henry Drummond. Rambling recollections. Macmillan, London. 1908.