Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"

La colocación de los empréstitos externos: la Argentina y los mercados de capitales

Duggan, Julián Antonio

1963

Cita APA: Duggan, J. (1963). La colocación de los empréstitos externos, la Argentina y los mercados de capitales.
Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios".
Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Tesis Doctoral 001501/0777

Alumno: Julián Antonio Duggan.
Rep: 8671

ORIGINAL

1501/0777
DUGGAN, JULIAN ANTONIO

RESUMEN DE TESIS DOCTORAL

"LA COLOCACION DE LOS EMPRESTITOS EXTERNOS"

La Argentina y los Mercados de Capitales

Los empréstitos son préstamos públicos contraídos por los gobiernos para atender a necesidades financieras del Estado denominándose externos cuando se emiten en mercados de capitales en el extranjero.

Para la mayoría de los autores el empréstito es una obligación contractual. Sin embargo, tratándose de empréstitos externos, es aplicable el principio de la inmunidad de jurisdicción que impide a tribunales de un Estado erigirse en jueces de la conducta de otro Estado, así que únicamente pueden caer reclamos judiciales bajo la jurisdicción del Estado emisor.

Cuando un gobierno desea emitir un empréstito, lo indicado es estudiar cuidadosamente el costo que representará la operación proyectada para las finanzas del estado. Factores fundamentales en este respecto son el precio de emisión, la tasa del interés y las condiciones de rescate.

La era moderna de emisiones públicas en las bolsas de valores se inicia en Londres en 1694 y el primer empréstito extranjero se colocó en dicha plaza en 1706. Actualmente las

emisiones de títulos extranjeros en los mercados suelen efectuarse por medio de las colocaciones públicas o privadas de acuerdo con las conveniencias.

En 1824 fué contraído en Londres un empréstito por un millón de libras por el Gobierno de Buenos Aires al 6% de interés anual y 1/2% de amortización. La colocación se hizo por intermedio del banco Baring Brothers. Hubo que suspender el servicio en 1827 como consecuencia de la guerra con el Brasil, reanudándose parcialmente los pagos en 1844. Finalmente se llegó a un acuerdo con los tenedores de los títulos en 1857.

La Constitución Nacional establece que los empréstitos deben ser sancionados por el Congreso Nacional que suele dejar las condiciones de emisión en manos del gobierno para que tome las medidas más convenientes. Además existen disposiciones legislativas que evitan la necesidad de solicitar autorización al Congreso para cada empréstito.

Por conservar las provincias todo el poder no delegado al gobierno federal, les corresponde la facultad de emitir empréstitos internos o externos. En varias oportunidades la Nación tuvo que intervenir por haber abusado las provincias del crédito externo.

La Argentina emitió su primer empréstito externo en 1868 por 12.000.000 pesos fuertes en el mercado de Londres,

y su segundo en 1871. El período 1875/80, de estancamiento y recesión, fué seguido por una década de desarrollo intenso. Fué la época de los grandes empréstitos que terminó con la crisis de 1890. El empréstito más conocido fué el de obras públicas de 1886/7 por 42 millones de pesos oro, por el que se gravaban las entradas de aduana.

En 1890 hubo que suspender el servicio de la deuda externa y el año siguiente se emitió el "empréstito moratoria" de condiciones muy onerosas. Por el "Arreglo Romero" de 1893, se llegó a un acuerdo más satisfactorio.

La primera guerra mundial cambió las estructuras financieras tradicionales y después de la misma la Argentina recurrió al mercado de Nueva York, emitiendo importantes empréstitos entre 1923 y 1928.

En 1931 empieza un proceso de repatriación y conversiones de la deuda externa que desaparece totalmente en 1950.

En el período de gran auge en el mercado de Nueva York de 1920 a 1930, las emisiones de títulos extranjeros alcanzaron un elevado promedio. En 1929 se produjo la conocida crisis bursátil, seguida por la depresión económica mundial. Disminuyó el volumen de nuevas emisiones de títulos extranjeros y se produjeron numerosos casos de incumplimiento de las deudas externas. Durante los últimos diez años se ha producido una notable expansión del mercado de títulos extranjeros en Nueva

York con marcado aumento en las nuevas emisiones.

En el mercado de Londres los empréstitos extranjeros alcanzaron un gran volumen después de las guerras napoléonicas, demostrándose gran interés en las emisiones latino-americanas. A partir de 1868 la Argentina emitió numerosos empréstitos en Londres hasta la primera guerra mundial, cuando se establecieron restricciones en cuanto a emisiones de títulos extranjeros - restricciones que todavía siguen en vigor.

Actualmente los mercados de capitales de mayor importancia en Europa para títulos extranjeros son los de Zurich y de Frankfurt. El mercado de París tenía gran importancia antes de 1914 y los banqueros franceses participaron activamente en la colocación de muchos empréstitos argentinos pero después de la primera guerra mundial París dejó de ser centro de exportación de capitales.

En 1961 se anuncia la colocación de títulos argentinos en Europa por un total de 25 millones de dólares, lo que marca el retorno de la Argentina al mercado abierto de capitales. Un poco después se emiten títulos por 114.833.000 dólares por compra de acciones SEGBA por el Estado.

Por no existir actualmente la posibilidad de emitir títulos expresados en moneda nacional, quedan las posibilidades de emitir en el mercado interno títulos expresados en moneda extranjera o con garantía de oro o de emitir en los mercados del exterior si las circunstancias son propicias.

En los próximos años la Argentina deberá hacer frente a pagos cuantiosos en el exterior, por cuyo motivo se impone la refinanciación de las deudas externas, pudiendo jugar un papel interesante los empréstitos externos.

Debe evitarse recurrir a los empréstitos externos en forma exagerada para que no superen la capacidad de pago del país, pero se justifican cuando estimulan la producción de bienes que antes se importaban o de bienes para la exportación; o si su producido se invierte en actividades que generen otras actividades económicas; o si se trata de una refinanciación conveniente de deudas existentes.

---------- O ----------

L A C O L O C A C I O N

D E L O S E M P R E S T I T O S E X T E R N O S

- La Argentina y los Mercados de Capitales -

TESIS DOCTORAL

presentada por

Julian Antonio Duggan

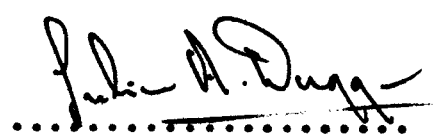
N° de Inscripción 8671

para optar al grado de

Doctor en Ciencias Económicas

Trabajo efectivamente terminado
con fecha 25 de octubre de 1962.

Trabajo presentado
con fecha de enero de 1963.



Firma del autor

Facultad de Ciencias Económicas,
Universidad de Buenos Aires

I N T R O D U C C I O N

Por primera vez en muchos años la Argentina emitió un empréstito externo en 1961 por medio de una colocación de títulos argentinos en Europa. El Gobierno de la Nación ha empezado así a poner en práctica la política declarada de restablecer un mercado para los títulos argentinos en los grandes centros financieros internacionales - meta que una vez lograda permitiría a nuestro país hacer uso regular, siendo las circunstancias propicias, de una fuente de capitales de gran importancia.

Como no se han presentado en los últimos años casos de empréstitos externos argentinos, se ha escrito y publicado, mientras tanto, muy poco en el país al respecto, lo que nos mueve a confiar que este estudio contribuirá a llenar un hueco. Por otra parte ha sido nuestro propósito enfocar los empréstitos externos desde el punto de vista de su colocación en los mercados de capitales, reuniendo y poniendo al alcance del lector la información necesaria, que de otro modo no le resultaría accesible por no encontrarse centralizada en una obra sino difundida en muchas.

Se ha comenzado con una exposición de las características generales de los empréstitos externos, de los factores fundamentales que intervienen en las condiciones de emisión y del mecanismo de la colocación de las emisiones en los mercados de capitales. No nos hemos detenido a analizar la naturaleza jurídica de los empréstitos - para eso el lector puede recurrir a los tratados generales de Finanzas, en los cuales se trata este aspecto en forma

bastante detallada. Sigue después una reseña histórica de la experiencia nacional en materia de empréstitos externos y se traza la evolución de la deuda consolidada externa a través de los años hasta la repatriación de la misma durante y después de la segunda guerra mundial.

Con el fin de proporcionar una información amplia en cuanto a las condiciones imperantes en los mercados de capitales del exterior, se han dedicado dos capítulos a los mercados de Nueva York y de Londres, respectivamente, y otro a los mercados restantes. Finalmente, se trata la situación financiera actual del país y las perspectivas de poder reanudar la vieja tradición de los empréstitos externos.

Debe aclararse que este estudio se concreta a los empréstitos externos emitidos o garantizados por la Nación y solamente se hace mención en forma accesoria de los empréstitos provinciales y municipales que pertenecen a otra categoría, aunque debe admitirse que en ciertos momentos los empréstitos provinciales llegaron a afectar al crédito nacional, alcanzando cifras tan importantes que el Gobierno Nacional se vió obligado a tomar medidas. Tal intervención de las autoridades nacionales evidentemente hace caer a los empréstitos afectados dentro del campo de nuestro trabajo.

Si bien el primer empréstito argentino de 1824 fué contraído por el Gobierno de la Provincia de Buenos Aires, debido a una combinación de factores tuvo desde el primer momento repercusión nacional. Por consiguiente, su inclusión puede considerarse

como indispensable en la exposición de la historia de los empréstitos nacionales.

Aunque el autor comparte el criterio de que los empréstitos externos pueden ser de gran utilidad en estimular el proceso de capitalización, se opone resueltamente al uso indiscriminado de los mismos y ha tratado de señalar en el texto de este estudio los peligros y abusos que deben ser motivo de severa vigilancia.

La bibliografía detalla las obras consultadas, a las cuales podrá recurrir el lector para obtener datos adicionales relacionados con algún punto determinado. En cuanto a los tratados generales de Finanzas de prestigio reconocido, se destaca entre los autores nacionales la obra importante de Ahumada. Con referencia a los mercados de capitales, se han consultado numerosos libros y publicaciones especializadas de carácter financiero, lo que nos ha permitido reunir material de fuentes muy diversas.

Finalmente, el autor quisiera agregar que ha tratado de conseguir que este estudio resulte no solamente de carácter teórico sino también de verdadera utilidad práctica para el lector. Han contribuído a facilitar su tarea en este sentido los conocimientos adquiridos de los medios financieros como resultado de la experiencia propia.

---------- O ----------

C A P I T U L O I

Características de los empréstitos externos.-

Los empréstitos son préstamos públicos contraídos por los gobiernos para atender a las necesidades financieras del Estado, denominándose externos o internacionales cuando se emiten en los mercados de capitales en el extranjero. Algunos autores clasifican los empréstitos en internos y externos según el origen de los capitales que se destinen al empréstito. Esta clasificación es inadmisible porque lo importante es que bajo el aspecto jurídico el régimen de los empréstitos internos está determinado indiscutiblemente y exclusivamente por la legislación del Estado emisor. Por consiguiente, no viene al caso el hecho que pueden concurrir capitales del exterior cuando se emite un empréstito interno. Igualmente, inversores del país pueden tener interés en adquirir títulos emitidos por el Gobierno de la Nación en moneda extranjera en los mercados del exterior, sin que esto afecte el carácter externo del empréstito.

En este respecto reproducimos la opinión autorizada del Comité para el Estudio de los Contratos de los Empréstitos Internacionales constituído por la Sociedad de las Naciones: "Para los fines del informe presente, el Comité ha considerado como empréstito internacional, según el criterio generalmente adoptado, el que ha sido emitido en uno o varios países que no sean el del Estado emisor del empréstito. El hecho que los títulos de un empréstito emitidos en el país deudor hayan sido adquiridos por personas residentes en

otros paises no confiere a dichos empréstitos el carácter de un empréstito internacional". (1)

Otros autores clasifican los empréstitos en internos y externos según la moneda en que se estipula la obligación o según el lugar donde debe efectuarse el pago del servicio de la deuda. El primer criterio debe descartarse porque la estipulación en moneda extranjera no implica necesariamente la emisión en un mercado del exterior ni, por consiguiente, una transferencia de divisas al efectuarse el pago del servicio. El segundo criterio es más aceptable porque si el lugar de pago de la deuda se encuentra en el exterior, se produce en tal caso una transferencia de divisas por tratarse de una obligación financiera internacional, cuyo concepto comprende toda obligación que es adeudada en una o varias plazas extranjeras, siendo pagadera, además, en uno o varios centros financieros del exterior, mediante una transferencia de valores. (2) Pero, generalmente, cuando se emite un empréstito en el exterior, se efectúa el servicio de la deuda también en el exterior. ¿Además, cómo encara esta clasificación un empréstito cuyo servicio se efectúa en Buenos Aires, Paris o Londres, como ha ocurrido con ciertos empréstitos argentinos internos ? Por consiguiente, es también inaceptable este criterio.

Sin embargo, debe reconocerse que los empréstitos internos pueden emitirse en condiciones que los asemejan muchísimo a los externos. Esto sucede cuando el mercado mobiliario interno carece de

---

(1) - Série de Publications de la Société des Nations - Questions économiques et financiéres - Rapport du Comité pour L'Etude des Contrats d'Emprunts Internationaux - Geneve, 1939.

(2) - Schoo - Régimen jurídico de las obligaciones monetarias internacionales - pag. 65/66.-

capacidad de absorción y los títulos internos se emiten con el objeto de atraer capitales del exterior. Evidentemente las consecuencias financieras de un empréstito emitido en estas condiciones son muy diferentes de cuando el mercado interno absorbe la emisión y no se producen efectos inmediatos o posteriores sobre la balanza de pagos. Si la mayor parte de la emisión queda en manos extranjeras, la balanza de pagos se verá afectada en la misma forma como si se trata de un empréstito externo. En ciertas épocas la Argentina ha emitido empréstitos internos de tal índole como veremos más adelante en este estudio.

En cuanto a la naturaleza jurídica del empréstito, se trata de una cuestión doctrinaria que no entraremos a analizar, limitándonos a comentar que para la mayoría de los autores es una obligación contractual mientras que para otros la obligación es de carácter unilateral y emana de un acto de soberanía. (1) La distinción tiene importancia jurídica puesto que si el empréstito es un contrato, el cumplimiento de las obligaciones estipuladas puede ser exigido ante autoridades jurisdiccionales. (2) De cualquier modo, tratándose de empréstitos internacionales, casi todod los países reconocen que es aplicable el principio de la inmunidad de jurisdicción que impide a los tribunales de un Estado erigirse en jueces de la conducta de otro Estado, así que el tenedor de un título o cupón pagadero en el extranjero no puede en la práctica reclamar judicialmente en un país que no es el del Estado emisor. Como excepción Suiza admite que un

---

(1) - Ver Schoo - op.cit. pág.201; Giuliani Fonrouge - Derecho Financiero II pág. 888/99 - Buenos Aires, 1962; Van Hecke- Problémes juridiques des emprunts internationaux pág. 17/20 Leiden, 1955.

(2) - Ver Apéndice referente al carácter contractual del empréstito.

Estado extranjero puede ser enjuiciado ante los tribunales suizos si el empréstito ha sido emitido y es pagadero en Suiza. (1)

Se denomina Bono General al documento en el que se especifican las disposiciones legales en virtud de las cuales se emite el empréstito, las condiciones de emisión, pagos de intereses, rescate y demás acciones operativas emergentes del mismo. Es usual incluir en el Bono de un empréstito externo una cláusula referente a la jurisdicción aplicable a cualquier problema de interpretación del texto del Bono. Además, es recomendable una cláusula estableciendo el arbitraje para solucionar los problemas que pudieran surgir. Tales cláusulas no son aceptables para los autores que niegan el carácter contractual de los empréstitos porque sostienen que un Estado no puede someter un acto de soberanía a tribunales u organismos ajenos a él, aunque fueren internacionales, y aún así, las decisiones no serían ejecutables. (2)

En la mayoría de los casos los empréstitos externos representan una obligación estipulada en la moneda del país donde se encuentra el mercado de emisión. En otras palabras los empréstitos emitidos en Nueva York se contraen en dólares y los que se emiten en Londres en libras esterlinas. La emisión de empréstitos en un mercado determinado en la moneda de otro país no es práctica corriente en los centros financieros internacionales. Sin embargo, es frecuente que se estipule el empréstito en varias divisas, moda-

---

(1) - Van Hecke - op.cit. pag. 274

(2) - Giuliani Fonrouge - op. cit. II pag. 927.

lidad que en la actualidad es popular con los inversores debido a la mayor seguridad que ofrece contra la desvalorización monetaria. Habiéndose estipulado el empréstito en varias divisas, el riesgo para el inversor es obviamente menor y se limita a la posibilidad de que se produzca una desvalorización general de todas las monedas pertinentes.

Cuando regía en la mayor parte del mundo el sistema del patrón oro, las monedas de todos los países principales, donde se encontraban los grandes mercados de capitales, eran convertibles a oro y existía, por lo tanto, una mayor confianza con respecto a las monedas que circulaban en esos países. No obstante, era muy común la inserción en los empréstitos de la cláusula oro por medio de la cual se buscaba evitar las posibles pérdidas que pudieran surgir como consecuencia de una variación eventual en el valor de las unidades monetarias.

La cláusula oro consiste en especificar una obligación en una moneda determinada, vinculando aquella simultáneamente a una estipulación en oro. La redacción de esta cláusula debe ser muy clara para no dar lugar a ambigüedades en cuanto a su interpretación. Como resultado de la primera guerra mundial se repitió una vez más la experiencia de todas las grandes guerras, quedando considerablemente o totalmente reducido el valor del papel moneda de la mayor parte de los países beligerentes. Bajo estas circunstancias la mayoría de los países sancionaron leyes abrogatorias de la cláusula oro. Pero el caso más conocido de abrogación se produjo unos años después. Después de 1914 numerosos empréstitos de gobiernos extranjeros fueron emitidos en los Estados Unidos de Norteamérica con

la promesa de efectuar el servicio de la deuda en dólares oro. Si bien la Unión entró en la guerra en 1917, al finalizar la misma se encontraba con una economía floreciente y una moneda sana convertible a oro y, debido a la confianza general existente en cuanto al dólar, siguieron las emisiones de empréstitos estipulados en dólares oro. Como consecuencia de la depresión económica que comenzó en el año 1929 los Estados Unidos abandonaron el patrón oro y el 5 de junio de 1933 se produjo la famosa "Joint Resolution" del Congreso, por la cual se declaró la abrogación de la cláusula oro, desapareciendo la paridad existente del dólar con respecto al oro. Como bien dice Schoo "la importancia financiera y la repercusión extraterritorial de la "Joint Resolution" no tienen precedentes en los anales jurídicos." (1)

La cuestión entonces surgió en cuanto al efecto de la legislación norteamericana sobre los empréstitos estipulados en dólares oro. ¿ Podía un gobierno deudor basarse en las leyes norteamericanas para no pagar a sus acreedores más que un número de dólares papel igual al inscripto sobre el título, o bien debía abonar un número de dólares suficiente para comprar el peso de oro correspondiente al número de dólares anteriores ? Las cortes americanas resolvieron que, por ser las leyes de anulación de orden público, podían ser invocadas por cualquier deudor, fuera lo que fuera su nacionalidad. Algunos países como Francia, Suiza y Holanda siguieron cumpliendo los servicios de sus empréstitos en base al antiguo dólar oro como si la ley americana abrogatoria de la cláusula

---

(1) - Schoo - La Cláusula Oro - pag.430 - Buenos Aires, 1937.

oro no hubiera sido sancionada. Otros Estados se ampararon en las disposiciones de la ley, planteando cuestiones jurídicas en cuanto a su aplicabilidad. (1)

En la Argentina las leyes monetarias de emergencia de 1914 y disposiciones posteriores impidieron la libre conversión a oro del papel moneda. En cuanto a los empréstitos argentinos emitidos a oro, la Corte Suprema sentó la doctrina de que los cupones presentados al cobro en el país debían pagarse a la paridad legal de la Ley 3871, o sea al cambio de $ 2.2727 moneda nacional de curso legal por cada peso oro, por haberse convenido el oro como "moneda de cuenta" y no como "moneda especial metálica de oro efectivo", tanto más si el acreedor había aceptado sin discusión reiterados pagos en moneda nacional de los servicios del empréstito. (2)

Si un empréstito se ha emitido con cláusula de opción de cambio, existe una obligación alternativa de efectuar el pago en una de dos o más monedas. Tratándose de una cláusula de opción de plaza, el pago debe efectuarse en una moneda pagadera en varias plazas. Ambas cláusulas pueden combinarse en distintas formas. La doctrina y la jurisprudencia - y en nuestro país la Corte Suprema - reconocen que corresponde al acreedor, y no al deudor, el derecho de elección de plaza o de moneda, según el caso.

En 1923 se presentó el caso de un empréstito de la Provincia de Mendoza cuyos cupones eran pagaderos en Buenos Aires en

---

(1) - Sobre jurisprudencia al respecto, ver Schoo - La Cláusula Oro - pag. 448/62.

(2) - Giuliani Fonrouge - op.cit. II. pag. 911.

pesos oro o en París en francos. A raíz de la depreciación del franco, el gobierno provincial pretendió efectuar el pago en París mientras que el acreedor exigió el pago en Buenos Aires por el equivalente del oro en moneda nacional. La Corte sostuvo que el acreedor tiene el derecho de elegir el lugar y la moneda de pago entre los enunciados en el título. Sin embargo, el acreedor debió recibir el equivalente del oro en pesos papel al cambio de $ 2.2727 c/l. por peso oro, perdiendo así parte de su capital original. (1)

Habiéndose redactado en forma clara la cláusula oro, nunca puede existir duda sobre su validez jurídica cuando se trata de un empréstito emitido por un Estado. Sin embargo, como consecuencia de la legislación abrogatoria y la desaparición del patrón oro como sistema monetario, hoy día pocos empréstitos externos se emiten con la cláusula oro. Algunas veces se suele recurrir a la misma en casos de empréstitos internos, por no haber mercado para emisiones de títulos expresados en papel moneda.

Cuando un Estado incurre en la falta de pago de las obligaciones asumidas al emitir un empréstito, se dice que hay incumplimiento. (2) Este puede ser total o parcial y puede tener como motivo una actitud deliberada o la carencia de medios, lo que implica la bancarrota del Estado. El peligro de incumplimiento es de importancia fundamental para los inversores que tienen muy en cuenta las dificultades económicas o políticas imperantes en los distintos países emisores de títulos. Se trata de un peligro más o menos

---

(1) - Schoo - La Cláusula Oro - pag. 385/7.

(2) - Giuliani Fonrouge - op.cit. II. pag. 923.

remoto según el prestigio financiero y político de los países, pero que potencialmente existe, sea cual sea la moneda en que se ha estipulado la obligación. El juicio favorable o desfavorable que merecen para los inversores los títulos de un Estado determinado se refleja en los precios en bolsa de los mismos en los mercados de capitales.

El inversor prudente analiza objetivamente las nuevas emisiones de títulos que se ofrecen en suscripción al público. Muchas veces en la historia los gobiernos han emitido títulos a precios e intereses que a primera vista parecían muy atrayentes pero que se debían a su fuerte carácter especulativo. En casos así, casi siempre ha llegado después el día nefasto cuando se suspende el servicio del empréstito y comienzan los reclamos de los tenedores de los títulos, quienes, olvidándose del riesgo especulativo expresado evidentemente en las condiciones de emisión, suelen considerarse como inversores virtuosos que han sido víctimas de un engaño. (1)

Cuando un Estado deja de pagar sus obligaciones externas, surge una cuestión difícil que debe solucionarse por medio del Derecho Internacional Público. Puede recordarse lo ocurrido en el año 1903 cuando Alemania, Inglerra e Italia quisieron imponer por la fuerza que Venezuela pagase sus obligaciones, mientras que los países sudamericanos sostenían la doctrina del ministro argentino de relaciones exteriores, Dr. Luis María Drago, proscribiendo todo empleo de la fuerza para el cobro de las deudas entre los Estados. (2) El

---

(1) - Withers, H. - The Business of Finance - ver pag. 193 y siguientes sobre los errores en que acostumbran caer tanto acreedores como deudores.

(2) - Podestá Costa, L.A. - Derecho Internacional Público - ver I. pag. 457/61 sobre Doctrina Drago.

Tribunal de la Haya admitió la doctrina Drago sólo parcialmente, ya que decidió su no aplicación "cuando el Estado deudor se niega al arbitraje o no contesta la proposición, o después de haberlo aceptado, hace imposible su cumplimiento o se niega a someterse a la sentencia arbitral". Hoy día, es generalmente rechazado el procedimiento de la compulsión y la experiencia ha demostrado que la intervención extranjera para el cobro compulsivo de las deudas da origen a males y abusos de toda naturaleza. En nuestra opinión parece evidente que el acreedor ha asumido ciertos riesgos - entre los cuales quedan incluídos los riesgos políticos - en el momento de adquirir los títulos y, si posteriormente se presentan dificultades, no puede tomar otro camino que lamentar su falta de perspicacia. Por otra parte, cuando un país incurre en la falta de pago de su deuda externa, tampoco tiene motivo de queja si el país acreedor toma a su vez contra-medidas económicas. La historia financiera ha demostrado que el peor castigo para el Estado que no cumple con sus obligaciones externas es la falta de crédito de que sufre como consecuencia inevitable, y que con el tiempo las partes interesadas tendrán un interés mutuo en llegar a una solución equitativa.

Se llega al repudio de la deuda cuando un Estado desconoce o niega íntegramente la obligación derivada del empréstito, actitud que a veces ha sido adoptada por un nuevo régimen de gobierno que no reconoce las obligaciones asumidas por su predecesor. Este procedimiento es contrario al principio de buena fé y constituye una verdadera estafa a costas de los acreedores. El caso más notorio ha sido el repudio de las deudas contraídas por el régimen zarista por el gobierno bolchevique que asumió el poder en Rusia en 1917.

Pasamos a considerar los efectos de los empréstitos externos sobre la economía del Estado emisor. Si bien la balanza de pagos se beneficia en el momento de contraerse el empréstito al ingresar nuevos capitales al país, en todos los años posteriores, durante la duración del empréstito, se hará sentir el drenaje de divisas inevitable al ir cumpliendo con el servicio de la deuda. Bajo otro aspecto, los recursos obtenidos por vía del empréstito externo pueden suplir la falta de capitales nacionales. Llegamos a la conclusión que cuando se trata de justificar un empréstito externo, todo depende del destino que se proyecta dar a los fondos resultantes. Si un gobierno no administra en forma prudente y correcta las finanzas nacionales y recurre continuamente a nuevos empréstitos para ir postergando las reformas necesarias, inevitablemente se llegará a una situación angustiosa y probablemente se terminará por incurrir en la falta de pago de las obligaciones externas. Por supuesto, no faltarán en esas circunstancias las recriminaciones mutuas, contestando una de las partes los cargos de irresponsabilidad financiera y derroche por acusaciones de explotación y abuso. En el pasado las grandes casas financieras de los mercados de capitales del exterior solían rechazar las colocaciones de emisiones que a su juicio no se basaban sobre factores económicos de solidez. No obstante, si se justificaba la operación desde un punto de vista económico, no era incumbencia de la casa financiera insistir en que los fondos deberían destinarse a fines productivos. Tal pretensión podría ser rechazada por el Estado solicitante como atentatoria a su soberanía y es innegable que los Estados son notoriamente cosquillosos en cualquier asunto relacionado con sus responsabilidades financieras. Además, nunca han faltado

las casas financieras y los financistas de segunda categoría, más interesados en llevar a cabo una operación lucrativa que en las consecuencias a largo plazo de una emisión fundamentalmente difícil de justificar. En fin, los malos gobiernos pueden abusar de los empréstitos externos y en la historia pueden encontrarse muchos ejemplos de prácticas condenables. Entre los casos más conocidos podemos citar las contorsiones financieras de los gobiernos egipcios en la segunda mitad del siglo XIX que finalmente llevaron su país a la bancarrota y a la ocupación extranjera.

Se ha objetado que los empréstitos externos afectan a la soberanía del país. Como bien dice Ahumada (1) no debe aceptarse esta argumentación sentimental. Las relaciones del Estado deudor con sus acreedores son puramente económicas y el acreedor tiene más que nadie interés en la prosperidad económica del deudor, que es la mejor garantía para su crédito. Pero no debe subestimarse el peligro, ya comentado, del abuso del empréstito que puede llevar al Estado a una situación ruinosa, trayendo inevitablemente consecuencias políticas y, muchas veces, rozamientos en el campo de las relaciones exteriores. Por consiguiente, todo depende de la capacidad administrativa de los gobiernos; con una administración eficiente un empréstito externo bien utilizado puede resultar de gran beneficio para un país que pasa por un proceso de capitalización; una administración deficiente malgastaría los fondos obtenidos y dejará una herencia de deudas externas que deberán afrontar los gobiernos

---

(1) - Ahumada - Tratado de Finanzas Públicas - II. pag. 1208.

siguientes. Está demás que agreguemos que nunca deben contraerse empréstitos externos bajo condiciones leoninas, que ninguna emergencia financiera puede justificar.

Entran, evidentemente, en otra categoría los empréstitos nuevos que se contraen con el fin de cancelar o refinanciar deudas externas ya existentes. Tratándose de la deuda consolidada, tal procedimiento es meramente un asunto de técnica financiera que probablemente tenga por objeto escalonar en forma más conveniente las fechas respectivas de vencimiento de las obligaciones. Cuando se trata de deuda flotante, debe condenarse enérgicamente la práctica continuada de ir consolidando la deuda por medio de empréstitos externos ya que sus efectos no dejarán de ser perniciosos y contrarios a los intereses del país.

En cuanto a las ventajas relativas de los empréstitos internos y externos, lo indicado es comparar las condiciones imperantes en el mercado interno con las vigentes en los mercados del exterior. Si sobran capitales nacionales que buscan inversión, es más conveniente que el Estado cubra sus necesidades en el mercado interno sin privar a las actividades industriales y comerciales de capitales necesarios. Si faltan capitales disponibles, puede ser inconveniente que el Estado compita en el mercado interno con las actividades privadas para no elevar exageradamente la tasa de interés en plaza. Frecuentemente, la tasa del interés es menor en el exterior que la que un Estado puede obtener para sus empréstitos internos.

Se ha argumentado que la emisión de empréstitos en el mercado interno no tiene importancia por cuanto se produce una simple

transferencia de fondos entre ciudadanos mientras que el empréstito externo crea una obligación financiera de carácter internacional. Si bien esto es cierto, puede contestarse que los empréstitos externos, bien utilizados, son más productivos que los internos, los cuales no proporcionan nuevos capitales a los factores de producción. Es que el empréstito externo tiene su justificación cuando la renta generada por los nuevos capitales supera al servicio de la deuda.

Numerosos países tienen un mercado mobiliario interno cuya capacidad para absorber emisiones de títulos públicos es muy limitada. Esta situación suele presentarse cuando se trata de países jóvenes que están pasando por un proceso de desarrollo y encuentran que no pueden colocar títulos por un volumen suficiente en su mercado interno. Es el caso de Australia, Canadá y, también, de la Argentina. En cuanto a nuestro país, si bien es posible llevar a cabo la capitalización nacional sin recurrir al capital extranjero, tal política implicaría una carga sumamente pesada para las generaciones presentes mientras que la utilización prudente del crédito externo a mediano y largo plazo puede atenuar en forma considerable el peso de las obligaciones que debe afrontar el país en los años próximos.

Las condiciones de emisión.-

Cuando un gobierno desea emitir un empréstito, lo indicado es estudiar cuidadosamente el costo que representará la operación proyectada para las finanzas del Estado. Factores fundamentales en este respecto son el precio de emisión, la tasa del interés y las condiciones de rescate.

Debe distinguirse la tasa nominal del interés de la tasa real. Si el empréstito se emite a la par, son idénticas la tasa nominal y la tasa real. Si se emite a un precio debajo de la par, la tasa real es mayor que la tasa nominal, lo que implica que el rendimiento efectivo es mayor para el inversor y el costo del servicio mayor para el Estado. (1) Claro que el Estado podría elevar la tasa nominal del interés y lanzar la emisión a la par. Pero por motivos psicológicos los gobiernos tratan de evitar este camino y generalmente prefieren emitir debajo de la par con una tasa nominal más discreta - aunque la tasa real siempre demuestra el verdadero interés que abona el Estado. Las emisiones a precios arriba de la par son mucho menos frecuentes e implican que la tasa real del interés es menor que la tasa nominal. (2)

La tasa que se fija para un empréstito debe estar evidentemente en relación con los intereses que pueden obtener los inversores adquiriendo títulos de características comparables en el mercado donde se coloca la emisión. Tratándose de un mercado en el extranjero, los inversores locales esperan un rendimiento mayor de los títulos extranjeros que de los títulos nacionales, y ese rendimiento varía según el prestigio económico y político del Estado emisor. Por ejemplo, el Canadá recurre regularmente a los empréstitos externos y los títulos canadienses han encontrado gran aceptación debido a las condiciones de estabilidad política y buena

---

(1) - Al recurrir el Gobierno Nacional en Agosto de 1960 nuevamente al mercado interno después de muchos años con la emisión de títulos del Crédito Argentino Interno - 8% - 1960, la tasa nominal del interés fué del 8%, pero al precio de emisión de 92% la tasa real fué alrededor del 8.7%.

(2) - Ver Ruzo - Curso de Finanzas; Ahumada - op. cit; Jéze - Les emissions au dessoùs du pair.

administración financiera predominantes durante muchos años en dicho país. En consecuencia, los inversores aceptan un rendimiento menor de los títulos canadienses que de los títulos extranjeros en general y los empréstitos pertinentes se emiten a precios que reflejan este criterio.

Pasamos ahora a considerar las condiciones de rescate. En principio la norma es que, mayor el plazo del empréstito, mayor será la tasa real del interés. Esto es meramente un ejemplo de la realidad financiera ya que las colocaciones de fondos a corto plazo siempre reditúan un interés menor que a largo plazo. Los empréstitos a largo plazo eran mucho más frecuentes antes que hoy día cuando la mayoría se emite a corto o mediano plazo. De acuerdo con el principio financiero citado, un empréstito redimible en ocho años puede emitirse con una tasa de interés más baja que uno redimible a los quince años. Otro factor fundamental es el precio de rescate. Si un empréstito se emite debajo de la par y se rescata a la par, el tenedor de los títulos se beneficia al recibir la "plus-valía" resultante. Tan importante es este factor que, al estudiar el rendimiento de un título determinado, el inversor nunca debería concretarse a calcular la tasa real del interés. Debe también tomar en cuenta la posible "plus-valía", pudiendo, entonces, calcular perfectamente el rendimiento exacto de cualquier título. Esta "plus-valía" tiene en ciertos países, desde un punto de vista impositivo, el carácter de una ganancia de capital y no de rédito, lo que puede hacer el empréstito más atractivo para los suscriptores que buscan una ventaja impositiva de esta índole.

Los bonos generales de los empréstitos casi siempre incluyen cláusulas referentes al sistema de amortización de la deuda. (1) El procedimiento más simple consiste en devolver a los tenedores de los títulos anualmente una suma en concepto de capital y el interés debido, que se incluye en la anualidad de amortización. Este sistema es muy lento puesto que con el 1% de amortización anual pasarían muchos años antes de extinguirse la deuda, por cuyo motivo no suele aplicarse en la práctica. Lo usual es adoptar el sistema de amortización acumulativa con una anualidad de amortización fija o variable según sea o no constante durante todo el período de rescate. El Estado se obliga a una política de amortización permanente y figura en el presupuesto nacional el gasto obligatorio destinado a reducir la deuda. Es costumbre que el Estado se reserve el derecho de proceder al reembolso en cualquier momento una vez transcurrido cierto número de años. Ha sido tradicional incluír una cláusula a tal efecto al emitirse empréstitos externos argentinos.

La conversión de un empréstito consiste en transformarlo en otro con distintas modalidades con el fin de aligerar el peso de las obligaciones del Estado. Jurídicamente, implica la desaparición del primitivo impuesto y el nacimiento de otro en su reemplazo. (2)

Generalmente el motivo de la conversión es bajar la tasa del interés pero también puede tener por objeto extender los plazos de amortización o reducir los servicios de la deuda. (3)

---

(1) - Sobre distintos sistemas de amortización, ver Ahumada - op. cit. II pag. 1233 y sig.

(2) - Giuliani Fonrouge - op. cit. II pag. 920.

(3) - Sobre distintos tipos de conversiones ver Oriá - Finanzas III pag. 241 y sig. Buenos Aires 1948.

La conversión de los empréstitos amortizables no es factible en ausencia de una cláusula específica en el Bono General del empréstito. El Estado debe respetar el compromiso asumido de no reembolsar y tampoco puede convertir, lo que significaría una modificación unilateral de las condiciones de emisión.

La posición es distinta cuando el Estado puede proceder con el reembolso por haber transcurrido el tiempo estipulado. Entonces, si todavía faltan unos años para la extinción de la deuda, puede encarar una conversión si las condiciones del mercado son favorables, reemplazando un empréstito por otro a una tasa menor de interés o de mayor plazo en cuanto a su vencimiento.

Ya pertenecen a otras épocas los sistemas de garantías personales y reales de los empréstitos que antiguamente se practicaban con frecuencia. El sistema de garantías personales se aplicaba a los empréstitos internos, otorgando otro Estado su garantía al empréstito lanzado por el Estado emisor. El sistema de garantías reales se aplicaba también a los empréstitos externos. La garantía consistía en la afectación del producido de algún impuesto en particular al servicio de la deuda; por ejemplo, los derechos de aduana, los impuestos internos al consumo, etc. (1)

Aunque hoy día el sistema de garantías reales es más bien de interés histórico, es interesante recordar que existen casos de

---

(1) - Las garantías personales y reales han sido analizadas detalladamente en la obra de Jéze - La garantie des emprunts publics d'Etat.

su aplicación práctica en la historia de las finanzas nacionales y pasaremos a comentar a continuación algunos empréstitos que se han emitido con tales garantías.

En el año 1870 el Congreso Nacional autorizó al Poder Ejecutivo a contraer un empréstito, estipulándose en el Artículo 2° de la Ley N° 387 : "El pago de este empréstito será garantido con las rentas generales de la Nación y especialmente con el producto del 5% adicional de los derechos de importación en las Aduanas Nacionales, y del 2% a los de exportación, luego de cancelados los empréstitos contraídos con el Banco de la Provincia de Buenos Aires, a cuyo reintegro están afectados esos impuestos."

En 1885 el Congreso Nacional autorizó al Poder Ejecutivo a contraer un empréstito de obras públicas, estableciéndose que sus servicios se pagarían con rentas generales y que quedaban afectadas especialmente las rentas de aduana. En este respecto el Artículo 4° de la Ley N° 1737 (21 de Septiembre de 1885) decía: "El Banco Nacional de Buenos Aires, encargado de la recaudación de todas las rentas de la Nación y especialmente de las entradas de los derechos de aduana destinados a garantizar el empréstito, remitirá al fin de cada mes, a razón de una doceava parte de la anualidad total, en nombre y por cuenta del Gobierno de la Nación, al Banco de Paris y de los Países Bajos en París, la suma necesaria, en libras esterlinas, para el servicio de este empréstito, debiendo estar la suma total a pagarse en poder de esos bancos, a lo menos un mes antes del vencimiento semestral."

Bajo circunstancias muy difíciles para el país, que sufría las consecuencias muy agudas de la crisis de 1890, habiéndose llegado

prácticamente a un estado de cesación de pagos, el Congreso autorizó al Gobierno para ofrecer en garantía de un empréstito externo la renta de aduanas. La cláusula pertinente de la Ley 2770 (23 de enero de 1891) expresaba "el Gobierno procederá inmediatamente a extender y entregar a los señores J.S. Morgan & Cía. dicho bono, por el importe íntegro de 75 millones de pesos oro, cuyo capital y los intereses correspondientes a la tasa antes mencionada, (1) se declaran garantidos de una manera general con todas las rentas de la República Argentina y especialmente con los derechos de aduana sobre la importación, hasta la suma necesaria, que serán especialmente hipotecados y depositados en cuenta especial en el Banco Nacional y por este Banco remesados a los señores J.S. Morgan & Cía." Debe mencionarse que no se produjo la intervención y control del acreedor para vigilar el cumplimiento de las condiciones estipuladas por estas dos leyes, siendo la garantía de índole moral o sea confianza en la voluntad de pago del país.

En el orden nacional no se han producido otros casos de garantías reales y no vamos a considerar los distintos ejemplos en el orden federal ya que existen numerosos casos cuando las provincias y municipios han afectado al servicio de sus empréstitos el producido de algunos impuestos, tratando de infundir una mayor confianza en el acreedor sobre las seguridades de su inversión.

Es corriente que se concedan privilegios fiscales y jurídicos a los empréstitos públicos aunque existen fundadas objeciones a

---

(1) - El interés anual estipulado era del 6%.

la inmunidad fiscal de la deuda pública. Las exenciones tributarias otorgadas en nuestro país se establecen por lo general por medio de una cláusula en la ley o decreto que dispone la emisión de un empréstito o en el Bono General del mismo. Por ejemplo, queda establecido que el capital e intereses de los títulos del Empréstito Externo de la República Argentina 1961/73 se encuentran exentos de toda contribución o impuesto argentino, presente o futuro, hasta su completo rescate o pago, y se pagarán en tiempo de paz o guerra a súbditos de naciones amigas o enemigas.

Las disposiciones legales vigentes comprenden las siguientes exenciones : (1)

a) La transmisión de títulos, cédulas, bonos y valores similares, emitidos por la Nación, las provincias y las municipalidades, está exenta del impuesto a la transmisión gratuita de bienes (ley 11.287 art. 6, inc.j.);

b) Los intereses producidos por esos valores están exentos del impuesto a los réditos, cuando una Ley general o especial así lo disponga (ley 11.682, art. 19, inc. k);

c) Los beneficios provenientes de la venta, cambio o permuta de títulos están eximidos del impuesto a las ganancias eventuales (ley de la materia, art. 4, inc. f.).

---

(1) - Giuliani Fonrouge - op. cit. II pag. 916/7.

Los mercados de capitales.-

La historia de los empréstitos comienza con la historia de los Estados, pero recién a fines del siglo XVII, cuando se funda el Banco de Inglaterra en el año 1694, se inicia la era moderna de emisiones públicas de títulos en las bolsas de valores. En el año 1706 en el mercado de Londres se coloca un empréstito a ocho años al 8% por cuenta del Emperador de Alemania, garantizado por las rentas de la Silesia. Esto fué el primer empréstito extranjero emitido en Inglaterra. (1) Más adelante nos dedicaremos a los principales mercados de capitales, por cuyo motivo nos concretaremos a describir en este capítulo el mecanismo de la colocación de los empréstitos.

Cuando se trata de un empréstito interno el procedimiento hoy día generalizado es que el Estado recurra a la suscripción pública directa sin valerse de intermediarios, evitando de este modo los gastos por comisión, etc. que lógicamente se presentan si intervienen las casas financieras. No siempre fué así, porque muchas veces el crédito público no se encontraba bien cimentado y en esas circunstancias los gobiernos solían recurrir a las entidades bancarias.

En el caso de los empréstitos externos, no resulta factible en la práctica para el Estado emisor despertar el interés de los inversores que operan en el mercado en el extranjero donde

---

(1) - Ripley - A Short History of Investment - pág. 50.

se proyecta efectuar la emisión y el procedimiento corriente es lanzar la misma bajo los auspicios de una casa financiera de prestigio reconocido. Puede efectuarse una colocación privada de los títulos, los cuales la casa financiera toma al firme, entregando al Estado el producido de la operación y corriendo con el riesgo ulterior de colocación. Contra este riesgo la casa financiera puede contar con su propia clientela y el prestigio de su nombre en el mercado de emisión. Este procedimiento asegura la colocación total en forma rápida pero debe abonarse una comisión más elevada en compensación del riesgo asumido por la entidad financiera. Por supuesto, el Estado puede convenir con los banqueros la colocación de los títulos en el mercado por su cuenta, encargándose el banco de la gestión de la emisión y la cobranza y entrega de los fondos. En este caso el banco es un mero intermediario y la comisión que percibe por su intervención es menor. Sin embargo, el procedimiento no es popular porque el Estado prefiere poder contar con el producido de la emisión y no quedar expuesto a las alternativas del mercado.

Cuando el banco o sindicato bancario toma al firme la emisión, se acostumbra celebrar un contrato, estableciendo las obligaciones del Estado y de los tomadores. Esto implica que surgen dos vínculos jurídicos independientes: uno entre el Estado y el banco y otro entre el Estado y los tenedores de los títulos. La Corte Suprema de la Nación ha fallado que las relaciones entre el gobierno emisor y los tenedores de los títulos se rigen por las estipulaciones contenidas en éstos, cualesquiera sean las diferencias que existen con las estipulaciones del contrato celebrado

con los banqueros encargados de su colocación. (1)

Al efectuarse una colocación pública, la casa financiera ofrece los títulos al público inversor, habiendo obtenido previamente la autorización para cotizar los mismos en bolsa. El respaldo de la casa financiera es muy importante, sobretodo porque puede interesar a los clientes denominados institucionales, tales como las compañías de seguros, fondos de inversión, bancos, etc. en efectuar una adquisición de títulos extranjeros, operación que posiblemente no encararían si no fuera por su asesoramiento y recomendación.

La actuación y comisión de los intermediarios ha sido muchas veces objeto de crítica pero en la mayoría de los casos los gastos se compensan por la tasa de interés, más baja en un mercado con grandes capitales disponibles que en el mercado interno. Además, como ya hemos comentado, no hay otro camino en la práctica puesto que de otro modo no se podría contar con los inversores necesarios para asegurar el éxito de la emisión. No queremos implicar con esto que un gobierno debe seguir ciegamente el asesoramiento de una determinada casa financiera, por más prestigio que tenga. Lo aconsejable y correcto es tomar en cuenta las condiciones imperantes en el mercado donde se proyecta colocar la emisión y consultar con dos o más casas financieras con el fin de poder elegir las condiciones más convenientes.

---

(1) - Giuliani Fonrouge - op. cit. II pág. 902

A veces los gobiernos contraen los empréstitos con un consorcio o sindicato financiero que se ha formado especialmente por tal motivo. Tratándose de emisiones públicas, suelen celebrarse contratos de "underwriting" con un consorcio que por una comisión especial garantiza la colocación del empréstito. Es decir que si los inversores no llegan a suscribir la totalidad del empréstito, el "underwriter" asume la obligación de cubrir el remanente. Este procedimiento, siempre que sea de un costo razonable y proporcionado a operaciones similares efectuadas en el mercado pertinente, puede considerarse como práctico puesto que el Estado emisor cuenta con la seguridad de percibir el valor total del empréstito y no queda pendiente del éxito o fracaso de la emisión.

Antes de la primera guerra mundial los mercados de capitales podían clasificarse en mercados económicos puros y mercados político-financieros. Países como Inglaterra, Estados Unidos, Suiza, Holanda y Bélgica pertenecían al primer grupo, en los que los empréstitos se colocaban teniendo en cuenta las conveniencias económicas e intereses de las partes. En cambio, otros países, como Francia, se caracterizaban por las influencias políticas y la autorización para cotizar títulos extranjeros en la Bolsa de París únicamente se otorgaba a los títulos de países aliados o neutros. Por supuesto, la conveniencia del Estado emisor siempre está en los mercados exclusivamente económicos. En los mercados político-financieros la tasa del interés puede ser más baja pero es preferible pagar una tasa más alta que contraer deudas externas acompañadas por condiciones políticas. (1)

---

(1) - Ver Ahumada - op. cit. pág. 1210 y sig.

Finalmente, debemos tener presente las condiciones actuales que imperan en el mundo en cuanto a inversiones de capital. En todas partes se trazan planes muy importantes de desarrollo, para llevar a cabo los cuales se deberá contar con grandes capitales. Esta demanda de capitales se nota tanto en los países industrializados como en los países designados "sub-desarrollados". Una consecuencia de esta situación se nota en la suba de las tasas de interés en los mercados de capitales y hoy día ya no se puede obtener en préstamos dinero barato - a menos que se trate de operaciones concertadas con ciertas instituciones tales como el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo, el Banco Interamericano de Desarrollo, etc. Por consiguiente, los gobiernos que desean efectuar emisiones de títulos tienen que competir en los mercados de capitales con numerosas emisiones efectuadas por otros gobiernos y, sobre todo, por empresas industriales y comerciales que recurren a las bolsas de valores para obtener los fondos que necesitan. Por su parte, los inversores se cuidarán de elegir títulos o acciones que pueden compararse satisfactoriamente con los valores mobiliarios que ya se cotizan en el mercado.

Más adelante nos ocuparemos de los mercados de capitales de mayor ascendencia, proporcionando al lector mayores detalles referentes al desarrollo y a las características de los mismos y enfocando la relación entre los mercados y la colocación de los empréstitos argentinos, puesto que la importancia creciente de los mercados de valores para emisiones de acciones industriales y comerciales es asunto ajeno al objeto de este trabajo.

----------o----------

C A P I T U L O II

Antecedentes nacionales.-

Proclamado el gobierno propio en 1810 y la independencia definitiva en 1816, la nueva nación debió afrontar grandes dificultades financieras motivadas por los escasos recursos y los gastos urgentes y cuantiosos que eran indispensables para llevar a cabo exitosamente la campaña emancipadora. La fuerza de las circunstancias no permitió el mantenimiento de las normas y principios financieros que nuestro país había adoptado basándose en la experiencia de otros pueblos. En esta época de desorganización financiera, el gobierno patrio se vió precisado a recurrir a los empréstitos forzosos como único sistema práctico del crédito público.

El gobierno del Director Supremo de las Provincias Unidas del Río de la Plata, D. Juan Martín de Pueyrredón, tomó las primeras medidas para ordenar las cosas. Por decreto del 29 de marzo de 1817 se abrió una cuenta de amortización especial y se autorizó al comercio y al público que tuviera que pagar derechos de aduana entregar papeles o documentos por las obligaciones contraídas por los gobiernos anteriores durante el período desde mayo 1810 hasta diciembre de 1816 hasta el 50% del impuesto pagadero, debiendo abonarse el otro 50% en moneda metálica. Se pensó organizar de este modo la amortización de la deuda atrasada, pero el estado de guerra y las dificultades económicas llevaron al fracaso este plan bien intencionado.

Mientras tanto el Coronel Juan Devereux, ciudadano norteamericano, había presentado al gobierno de las Provincias Unidas una oferta de un empréstito de dos millones de dólares o alguna suma menor. (1) El gobierno elevó la proposición al Congreso con fecha 3 de agosto de 1916 y, poco tiempo después, otra propuesta de empréstito, también presentada por un ciudadano norteamericano, David Deforest, quien pedía autorización para actuar como Agente del Gobierno de las Provincias Unidas para obtener un empréstito de un millón de pesos en los Estados Unidos.

Con fecha 31 de enero de 1817 el Director Supremo escribió al Presidente de los Estados Unidos, James Madison, aceptando el ofrecimiento de un empréstito de 2 millones de pesos hecho por Juan Devereux, manifestándole sus deseos de que se materializara lo antes posible en virtud de las dificultades financieras del gobierno. Acompañaba a esta comunicación el pliego de condiciones para la suscripción del empréstito, según el cual el Gobierno de las Provincias Unidas aceptaría el empréstito de 2 millones de pesos y abonaría el 9% de interés; se gratificaría a Juan Devereux con el 8% de comisión, por una sola vez, sobre los 2 millones de pesos; el gobierno no tendría obligación de reembolsar el empréstito hasta diez años después de concluída la guerra pero podría amortizar la deuda en un plazo menor si quisiera.

El ofrecimiento de Devereux no prosperó porque no contaba

---

(1) - Una información detallada referente a la oferta de Devereux y el fracaso de las primeras gestiones para un empréstito inglés puede encontrarse en "Primeras tentativas tendientes a concertar empréstitos con el exterior" de Alfredo Estévez y Oscar Horacio Elía - Revista de Ciencias Económicas, Oct.-Nov.-Dic. 1960.

con el consentimiento del gobierno norteamericano que debido a su condición de neutral no deseaba intervenir en el conflicto entre España y sus colonias. Tampoco prosperó la propuesta hecha por Deforest. En este respecto debe destacarse que ni una ni otra propuesta fué solicitada por el gobierno nacional, tratándose en ambos casos de ofertas espontáneas que le fueron elevadas por ciudadanos extranjeros.

En el año 1819 se suscribe la alianza entre las Provincias Unidas y Chile para llevar a cabo la liberación del Perú y se presenta el problema de financiar el equipamiento de las fuerzas navales y militares destinadas a esta campaña. En vista de estas circunstancias los dos gobiernos impartieron instrucciones a sus representantes en Londres, Bernardino Rivadavia y Antonio José de Irisarri, para iniciar gestiones con el fin de obtener un empréstito en el mercado británico, el más indicado en esa época por su importancia y por el interés suscitado por las nuevas naciones americanas. En enero de 1820 Rivadavia envió a su gobierno una copia de las bases de un empréstito a concertar con los banqueros Hullet Brothers de Londres, casa que mantenía una estrecha vinculación con las Provincias Unidas y que seguía de cerca la situación política y económica reinante. Las negociaciones con Hullet Brothers no llegaron a concretarse. Existe un impreso en inglés de la época relativo a un empréstito a las Provincias Unidas y Chile, equivalente a 6 millones de dólares a nombre conjunto de los dos gobiernos. Las condiciones detalladas en el impreso son extremadamente onerosas, lo que probablemente fué motivo para el fracaso de las gestiones.

Pocos años después Chile colocó un empréstito en el mercado de Londres bajo condiciones parecidas a las ofrecidas a las Provincias Unidas, dando origen esta operación a fundadas críticas en el país hermano.

Con fecha 3 de noviembre de 1821, bajo el gobierno de Martín Rodríguez y siendo Ministro de Hacienda Manuel García, la Legislatura de Buenos Aires creó el Libro de Fondos y Rentas Públicas, en el cual se asentaban las obligaciones asumidas, quedando garantizadas éstas por todas las rentas directas e indirectas de la Provincia de Buenos Aires. Por la misma ley se creó también la Caja de Amortización, cuyo Artículo 6° precisa sus objetivos "Todas las administraciones y cajas quedan obligadas a entrar en la Caja de Amortización cualquier cantidad que resulte de los fondos expresados, dentro de las 24 horas de haberla recibido sin necesidad de orden alguna ni de más formalidad que la correspondiente toma de razón." Esta institución digna de elogio terminó su existencia poco después como resultado de la guerra con el Brasil y la desorganización financiera, las que impidieron el cumplimiento de sus fines. En vez de ingresar los recursos a la Caja, las autoridades se vieron precisadas a destinarlos a cubrir otras necesidades, procedimiento que convirtió en letra muerta las normas adoptadas.

<u>El primer empréstito argentino</u>.-

Se comenzó a hablar nuevamente de la conveniencia de obtener un empréstito en el año 1822 y el 20 de agosto del mismo año la Legislatura de Buenos Aires sancionó la ley facultando al

gobierno para negociar dentro o fuera del país un empréstito de tres a cuatro millones de pesos. En el mes de diciembre otra ley reconoció un capital de cinco millones en el Libro de Fondos Públicos.

Según la ley el empréstito debía ser de cinco millones de pesos oro o £ 1.000.000.- al interés del 6%, fijándose un precio mínimo de emisión del 70%. El gobierno esperó hasta 1824 antes de hacer uso de la autorización. El 5 de marzo de dicho año un grupo de cuatro capitalistas y comerciantes de Buenos Aires convinieron hacerse cargo de la negociación del empréstito y adelantaron 250.000 pesos al 8% de interés anual por el término de 9 meses, que sería reembolsado con los fondos del empréstito. Dos de los negociadores, Félix Castro y Juan Parish Robertson, fueron comisionados por el Ministro de Hacienda, Manuel José García, para que se trasladasen a Londres, único mercado en el mundo donde era factible colocar el empréstito, concediéndoles un plazo de cuatro meses para llevar a cabo las gestiones necesarias, las que resultaron exitosas y culminaron con la colocación del empréstito con la casa bancaria de Baring Brothers.

El Bono General fué firmado en Londres el 1° de julio de 1824 por los señores Castro y Parish Robertson en representación del Estado de Buenos Aires. De acuerdo con la ley el empréstito se contrató por un millón de libras al 6% de interés anual y 1/2% de amortización, fijándose el precio de emisión en el 70%. Como se pagaba el interés sobre el valor nominal, el interés real a cargo del gobierno era del 8,5%. Además se convino la deducción por anticipado de dos años de interés y amortización, así que se recibió en definitiva £ 570.000.-.

Se colocaron los títulos entre los suscriptores al 85%, dividiéndose la diferencia de 15 puntos entre los negociadores y la casa bancaria. Debe considerarse excesiva esta diferencia aunque era costumbre de la época conceder porcentajes elevados a los Agentes. Asimismo debe admitirse que las circunstancias reinantes con el peligro de una ayuda a España por parte de la Santa Alianza no eran del todo propicias para una nueva emisión. Todo esto quedó reflejado en las condiciones onerosas de la operación.

De los asientos en los libros de Baring se desprende que el 6 de abril las suscripciones completaron el total de £ 1.000.000.-; el 7 de abril se presentaron nuevas suscripciones y el 13 se efectuó una reunión para decidir la forma de adjudicar los pedidos, lo que confirma que el empréstito fué cubierto con exceso. (1)

La inversión del producido del empréstito estaba fijada por ley: construcción del puerto de Buenos Aires, provisión de agua corriente a la ciudad de Buenos Aires, fundación de pueblos en la nueva frontera y creación de tres ciudades sobre la costa atlántica. La intención de las autoridades al contraer el empréstito era de aumentar la capacidad productiva del país, lo que a su vez originaría recursos suficientes para atender tanto al servicio de la deuda como asimismo su amortización. Debe destacarse que el gobierno había anticipado en primer lugar que los gastos militares y navales se reducirían después de la terminación de las hostilidades con

---

(1) - Leguizamón, Guillermo E. - El primer empréstito argentino - Revista de Economía Argentina - 1924 - pág. 191/209.

España y el reconocimiento de la independencia; y en segundo lugar que se aumentarían - o en el peor de los casos se mantendrían - los niveles existentes del intercambio comercial con el exterior. Estas ideas fueron compartidas por el señor Woodbine Parish, Cónsul Británico en la República, y un hombre de criterio sólido y prudente, cuyos informes a Londres reflejaron sus opiniones en este sentido. (1)

Lamentablemente la marcha de los acontecimientos no siguió el curso previsto y se cambió de destino al empréstito. El Banco de Descuentos, fundado en junio de 1822, se encontró en una situación muy crítica y, después de muchas vacilaciones y con el fin de salvar de la bancarrota al primer banco fundado en el país, el Congreso Constituyente de las Provincias Unidas del Río de la Plata sancionó con fecha 28 de enero de 1826 la creación del Banco Nacional. Entre los recursos asignados a la nueva institución figuraban 3.000.000 pesos provenientes del empréstito de 1824, fondos que ya estaban colocados en letras o créditos cuando el Banco de Descuentos hizo el traspaso de su cartera.

A fines de 1825 el Gobierno de Buenos Aires autorizó otro empréstito por 15.000.000.- pesos valor nominal, el cual produciría unos 9.000.000.- ó 10.000.000.-, pero nunca se concretó su colocación en el mercado de Londres.

Para afrontar el servicio del empréstito de 1824, era necesario destinar de las rentas generales de la Provincia de Buenos

---

(1) - Ferns - Britain and Argentina in the Nineteenth Century, pág. 142.

Aires 300.000 pesos anuales para pagar intereses y otros 25.000 en concepto de amortización, o sea alrededor del 13% de los ingresos de la Provincia. Se suspendió el servicio en 1827 como consecuencia de la guerra con el Brasil que repercutió severamente sobre las finanzas de la joven nación y sobre el volumen del intercambio comercial por intermedio del puerto de Buenos Aires. Debe recordarse que se trataba de una época llena de dificultades para las nuevas repúblicas americanas recién emancipadas. También incurrieron en la falta de pago del servicio de sus empréstitos externos Chile, Colombia, Méjico, Perú y Guatemala.

Debido a la suspensión de los pagos correspondientes a este primer empréstito argentino, no era posible recurrir nuevamente a Europa para concertar otras operaciones de crédito. Por otra parte la carencia de capitales disponibles en el país imposibilitaba pensar en empréstitos internos, así que el uso del crédito por la Nación quedó paralizado durante un largo período hasta el año 1866 en que se comienza hacer uso del mismo nuevamente.

Al llegar Rosas al poder, el único medio de poder pagar reclamos e intereses era obtener un superávit en el intercambio con el exterior motivado por un exceso de las exportaciones sobre las importaciones además de un superávit en las rentas públicas después de pagar los gastos de la administración. El servicio anual del empréstito alcanzaba aproximadamente a 65.000 libras esterlinas por año. En un año que podría considerarse como bastante bueno, por ejemplo el año 1832, este importe de £ 65.000.- representaba a $ 2.250.000.- pesos papel. En ese año los recursos totales de la Provincia de Buenos Aires alcanzaron únicamente a $ 10.657.322,

mientras que los gastos alcanzaron a $ 12.200.397. En años malos de bloqueo o de sequía el valor del peso bajó, llegando hasta 2 peniques, lo que implicaba que el servicio de la deuda absorbería unos $ 6.500.000.- (1) Es fácil llegar a la conclusión que el pago de intereses más amortización más los atrasos de pago ya incurridos muy difícilmente podían haberse efectuado dadas las circunstancias.

Es interesante notar que Rosas mismo siempre reconoció la conveniencia de buscar una solución al problema que presentaba el servicio del empréstito y confiaba en restablecer el crédito del país en el extranjero. Eventualmente, en 1844, el gobierno de Rosas empezó a pagar un importe de 5.000 pesos plata por mes a partir del 1° de mayo de 1844 hasta tanto se llegara a un acuerdo definitivo. Los $ 60.000 pesos anuales representaban una quinta parte de los intereses corrientes de la deuda. Un año más tarde se suspendió nuevamente el pago del servicio como consecuencia del conflicto con Inglaterra y Francia. Cesado el bloqueo, se reanudaron los pagos en julio de 1849, entregándose el importe de $ 30.000.- pesos como correspondiente al primer semestre de ese año. Estos pagos mensuales continuaron efectuándose hasta diciembre de 1855.

En distintas oportunidades los tenedores de los títulos del empréstito reclamaron a las autoridades británicas representaciones oficiales ante el Gobierno de Buenos Aires pero sus pretensiones fueron rechazadas por el Ministro de Relaciones Exteriores, y

---

(1) - Ferns - op. cit. pág. 222.

posteriormente Primer Ministro, Lord Palmerston, quien en 1831 sostuvo que se trataba de una inversión de índole meramente privada. En 1836 el encargado de negocios británico en Buenos Aires, Mr. Gore, presionó al Gobierno de Buenos Aires en este respecto, y su intervención fué reprobada por Palmerston por haber excedido sus instrucciones. En 1849 Palmerston, en su carácter de Primer Ministro, redactó una Circular en la cual definió la política general del gobierno británico en cuanto a los empréstitos a países extranjeros, confirmando la necesidad de adoptar el criterio de la no intervención. (1)

Después de la caída de Rosas se hicieron nuevos esfuerzos para solucionar el problema de la deuda, cuyo estado en 1853 se detalla a continuación :-

Saldo de £ 1.000.000 del empréstito		£ 977.000.-
Intereses del 6% atrasados hasta el 12 de julio de 1853 ..	£ 1.465.500	
Menos : lo pagado	" 58.620	£ 1.406.880.-
Deuda total		£ 2.383.880.- (2)

Pagado a los tenedores por cuenta del Gobierno de Buenos Aires :

Importe de 1.954 títulos a £ 7.10.0d c/u	£ 14.655.-	
Importe de la comisión (1%)	" 146.11.0d	£ 14.901.11.0d

(1) - Ferns - op. cit. pag. 306

(2) - Leguizamón, Guillermo E. - op. cit.

Las rentas de Buenos Aires en ese tiempo alcanzaban a aproximadamente 3 1/4 millones de pesos fuertes por año, mientras que la deuda pública era de aproximadamente 30 millones de pesos fuertes, de la cual más que una tercera parte correspondía al empréstito de 1824 más los atrasos de intereses. Evidentemente las finanzas de la Provincia no permitían afrontar los fuertes pagos que implicaría un acuerdo sobre el empréstito.

En 1854 el Ministro de Hacienda de Buenos Aires propuso la capitalización de la mitad de los intereses atrasados, que representaban un millón y medio de libras esterlinas, en títulos del 6% y la cancelación de todo otro reclamo inclusive el monto principal de la deuda. Esta proposición fué rechazada. El agente de los tenedores de títulos insistió en que cualquier acuerdo debería basarse en el acuerdo que había convenido Chile en 1844, por el cual se pagó todo el servicio sobre la deuda original y fueron consolidados los intereses atrasados en títulos del 3%.

Al llegar a 1856, había mejorado notablemente la situación económica de la Provincia de Buenos Aires y se elevó el pago mensual a 10.000 pesos mensuales a partir del mes de enero de dicho año. Ya estaba la provincia en condiciones de haber pagado el servicio de la deuda original con una décima parte de sus ingresos.

Finalmente se llegó a un acuerdo en 1857. Se hicieron las provisiones necesarias para el servicio en pleno sobre el monto principal a partir de 1861 y se reconoció la deuda de los intereses atrasados, emitiéndose títulos pagaderos en libras esterlinas que percibirían un interés del 1% de 1861 a 1865, del 2% de 1865 a 1870 y del 3% a partir de 1871 hasta su amortización.

Durante la presidencia del General Mitre, el gobierno de la Provincia reclamó se le descargase de la obligación de continuar atendiendo el servicio de un empréstito contraído para fines provinciales, pero cuyo producido fué invertido en objetivos nacionales, por haberse incorporado al activo del Banco Nacional en 1826 por ley del Congreso Constituyente. Como la situación financiera de la Nación era más precaria que la de la Provincia, este proyecto tropezó con la resistencia de los representantes del interior pero finalmente la ley fué sancionada por el Congreso el 3 de Octubre de 1866, tomando la Nación a su cargo a partir del 25 de Mayo de 1867 el pago del empréstito.

Casi se produce nuevamente una suspensión en el pago de los servicios como resultado de la crisis financiera de 1890, pero pudieron continuarse los pagos por haberse hecho las provisiones necesarias por medio del empréstito de "moratoria", con cuyo resultado se atendió el servicio de la deuda externa durante 1891, 1892 y 1893.

La cancelación definitiva del empréstito se efectuó en el año 1904, retirándose totalmente los títulos emitidos en 1857.

La Organización Nacional.-

Como resultado de la revolución de Septiembre de 1852, se produce la separación de Buenos Aires de la Confederación Argentina, que pierde en esta forma la provincia más importante y más rica del país. Por otra parte existe un contraste marcado entre las finanzas de Buenos Aires y las nacionales. La Provincia de Buenos Aires

contaba con una renta considerable proveniente de sus entradas de aduana y podía atender sus gastos de administración sin dificultades, mientras que el Gobierno Nacional no podía contar con recursos regulares de consideración y debía hacer frente a gastos cuantiosos.

Dadas estas circunstancias, la Confederación no tenía más remedio que recurrir al crédito público. No siendo factible el uso del crédito interno, el Director Provisorio de la Confederación, General Urquiza, entró en negociaciones con el Sr. José Buschenthal, financista alemán, quien realizaba en esa época numerosas operaciones comerciales y financieras en el Brasil, Uruguay y nuestro país. Fué contraído un empréstito por 300.000 pesos fuertes, firmándose el contrato en Montevideo el 14 de febrero de 1853. Esta fecha es ánterior a la fecha de la ley pertinente que fué sancionada por el Congreso el 26 de febrero.

Las condiciones de este empréstito pueden considerarse como exorbitantes, lo que se explica por la situación financiera angustiosa de la Confederación y la hostilidad económica y política entre la misma y el Gobierno de Buenos Aires. (1) Se emitieron bonos del tesoro al 75% de su valor nominal al 1% de interés mensual, comprometiéndose Buschenthal a pagar el importe resultante en cuatro partes iguales en cuatro meses corrientes. Los bonos serían admitidos en las Aduanas de la Confederación Argentina como dinero efectivo por su valor escrito más los intereses devengados. Al terminar el año 1854 el Tesoro Nacional abonaría los bonos que no

---

(1) - Ver Alfredo Estevez - "El Primer Empréstito Exterior de la Confederación Argentina" - Revista de la Facultad de Ciencias Económicas - Nov. 1950.

se hubiesen pagado en las Aduanas. La deuda estaba garantizada por las rentas existentes de la Confederación y las que en adelante se creasen, así como por las tierras y propiedades de la Nación. Por uno de los artículos el prestamista se reservaba el derecho de negociar futuros préstamos.

Se presentaron serias dificultades en el cumplimiento de este contrato debido a la morosidad de Buschenthal en efectuar las entregas en efectivo en la forma convenida. Por otra parte el prestamista no pudo descontar los bonos en las Aduanas de Buenos Aires. Unicamente después de negociaciones complicadas pudo llegarse a un acuerdo final.

En 1855 el Gobierno de la Confederación confió a Buschenthal una misión a Europa con el objeto de conseguir un empréstito de cinco millones de pesos - operación que no se realizó.

Los años 1852 - 1862 fueron testigos de acontecimientos de la mayor importancia para la futura evolución del país. Entra en vigor la Constitución de 1853 y en julio del mismo año el General Urquiza firma el Tratado de Libre Navegación de los Ríos. A pesar de la hostilidad reinante, se evita una guerra devastadora entre Buenos Aires y la Confederación, lo que podía haber retardado el progreso de la Nación por muchos lustros. Se acentúa la prosperidad de la Provincia de Buenos Aires que logra un convenio definitivo - como hemos visto - sobre el empréstito inglés de 1824.

Finalmente se concreta la unión nacional con la incorporación de Buenos Aires a la República. La Provincia acepta la Constitución de 1853 y sus recursos financieros se colocan a

disposición de la Nación. Se nacionalizan los derechos de aduana y, en compensación, se extiende una garantía a las finanzas provinciales.

Por la Ley 79 del 16 de noviembre de 1863 se establece un registro oficial de todas las deudas del Estado denominado Gran Libro de Rentas y Fondos Públicos. Los capitales y réditos anotados en él quedan garantidos por las rentas de la Nación, sus créditos activos y sus inmuebles. Se establece también una Caja de Amortización.

Por otra parte se declaran pagaderas en Londres - a falta de una disposición en sentido contrario - todas las deudas públicas al cambio de 65 1/2 chelines por onza de oro.

Antes de proseguir con el análisis de las disposiciones constitucionales referentes a los empréstitos, hacemos mención de las opiniones opuestas de dos hombres prominentes de la época en cuanto a los empréstitos externos. En sus escritos Juan Bautista Alberdi defiende con entusiasmo tales empréstitos que considera altamente beneficiosos para el país. El criterio opuesto fué sustentado por Nicolás Avellaneda y otros contemporáneos quienes eran contrarios a los empréstitos externos por considerar la finalidad de los mismos de dudosa realización mientras que lo único ineludible era la obligación de pagar los intereses y reembolsar el capital. Además opinaban que existía un peligro en la posible intervención del país acreedor para el cobro compulsivo de las deudas a su favor. Sin embargo, Avellaneda consideraba justificado el empréstito externo en el caso de una verdadera emergencia nacional.

El criterio de Alberdi no prestaba la importancia necesaria al peligro que representaban el mal uso de los empréstitos y los abusos que se pueden cometer en este sentido. Sin embargo, el criterio de Avellaneda era también exagerado puesto que no cabe duda que los empréstitos externos contraídos por la República Argentiha desde 1868 en adelante dieron un enorme impulso al desarrollo nacional. Si bien es cierto que se exageró la nota y se cometieron errores, puede considerarse el saldo como definitivamente beneficioso para el país.

Disposiciones constitucionales.-

Dos Artículos de la Constitución Nacional se refieren específicamente a los empréstitos.

El Artículo 4° enumera los recursos del Estado e incluye "empréstitos y operaciones de crédito que decrete el mismo Congreso para urgencias de la Nación o empresas de utilidad nacional."

El Artículo 67, al referirse a las facultades del Congreso, fija en su inciso 3° la de "contraer empréstitos en dinero sobre el crédito de la Nación."

Por lo tanto, se establece en forma terminante que los empréstitos deben ser sancionados por el Congreso Nacional. Estas disposiciones de la Constitución obedecen al principio fundamental que los representantes elegidos del pueblo deben autorizar el uso del crédito público, principio universalmente aceptado en los países de régimen democrático y que en la historia vino a reemplazar las costumbres antiguas cuando el soberano, personificación jurídica del Estado, contraía personalmente los empréstitos.

La intervención de las Cámaras para conceder formalmente la autorización necesaria es, por consiguiente, condición indispensable para la validez de los empréstitos. Los términos precisos de las disposiciones constitucionales excluyen cualquier posible tentativa de un poder ejecutivo prepotente de atribuírse una facultad que ha sido reservada expresamente al poder legislativo.

En esta materia las Constituciones de algunos países hasta han llegado a limitar al mismo poder legislativo los casos en que puede votar empréstitos o han impuesto otras restricciones. Por ejemplo, algunos Estados Federales de los Estados Unidos de Norteamérica tienen Constituciones que exigen que la votación de los empréstitos en las cámaras debe contar a su favor con los dos tercios o las tres cuartas partes de los votos presentes.

Si llega al poder un gobierno "de facto" y contrae un empréstito, dejando de lado las disposiciones constitucionales, se presenta un problema con un aspecto político y otro jurídico en cuanto a la validez del acto. Del punto de vista jurídico, un empréstito contraído violando principios constitucionales carece de validez y no puede obligar a la Nación. Pero desde el punto de vista político las obligaciones del Estado no pueden desconocerse y no puede negarse validez a los actos de un gobierno "de facto" que ejerce el poder en forma efectiva y en condiciones de estabilidad. Es que no pueden ignorarse ni el interés legítimo de los terceros de buena fé ni la imperiosa necesidad de la buena marcha de la administración pública, factores que exigen la validez en cuanto a terceros de los actos realizados por los funcionarios de hecho. Por supuesto, la irregularidad de la investidura de dichos funcionarios los expone a una sanción proporcionada a los daños

sociales ocasionados por sus actos. La conclusión es que no puede quedar afectado el crédito de la Nación aunque las obligaciones del Estado hayan sido contraídas en condiciones de anormalidad.

Refiriéndonos nuevamente al texto constitucional, el Artículo 67 determina que se utilizará el producido de los empréstitos para "urgencias de la Nación o empresas de utilidad nacional." Debe interpretarse que la frase "urgencias de la Nación" se refiere a necesidades imprevistas que no pueden cubrirse con los recursos ordinarios del presupuesto. En cuanto a la frase "empresas de utilidad nacional," estos términos son suficientemente amplios para justificar una aplicación extensiva. Dice Gonzalez Calderón: "Los fundamentos del poder inherente a la naturaleza de todo gobierno para hacerse de recursos mediante el uso de su crédito, interior y exterior, en casos determinados, son bien conocidos y por todos los autores aceptados. Esos fundamentos son la justicia y la conveniencia que hay en hacer gravitar sobre las generaciones futuras parte de las cargas y responsabilidades que pesan sobre la actual, en consecuencia de las erogaciones que importa la realización de obras de defensa, o de progreso social, porque esas futuras generaciones aprovecharán, quizás más completamente aún, los beneficios que aquellas entrañan." (1)

Si bien se ha discutido la constitucionalidad de la utilización del producido de los empréstitos para cubrir los déficits de los presupuestos, corresponde interpretar el texto constitucional con elasticidad, teniendo presente los términos amplios del Preámbulo

---

(1) - Gonzalez Calderón, Juan A. - Derecho Constitucional Argentino III pag. 103.

que habla de "consolidar la paz interior, proveer a la defensa común, promover el bienestar general y asegurar los beneficios de la libertad," y del inciso 16 del citado Artículo 67 que impone al Congreso el deber de "arbitrar los medios conducentes a la prosperidad del país, al adelanto y bienestar de todas las provincias, promoviendo la industria, inmigración, construcción de ferrocarriles y canales navegables, la colonización de tierras de propiedad nacional, la importación de capitales extranjeros y la exploración de ríos interiores." (1)

En nuestra historia financiera se ha recurrido a los empréstitos para cubrir los déficits de presupuesto en numerosas ocasiones - a pesar de las críticas suscitadas - y este procedimiento fué durante ciertas épocas una de las causas principales del crecimiento exagerado de la deuda pública.

La doctrina según la escuela clásica condenaba severamente el uso del crédito público para cubrir los déficits, pero hoy día la mayoría de los tratadistas aceptan la emisión de empréstitos no sólo para financiar inversiones de capital sino para cubrir gastos de otra índole, incluído el déficit del presupuesto, siempre que la economía del país se encuentre en estado de infraocupación. Sea o no aconsejable esta doctrina para países que ya han alcanzado un grado de desarrollo muy avanzado, bajo ningún concepto puede considerarse aplicable a países como el nuestro que no solamente afrontan un problema de desarrollo sino también sufren las consecuencias de la inflación, la cual queda estimulada acentuadamente por los

---

(1) - Ver Ruzo - Curso de Finanzas III - Pág. 44.

déficits crónicos del presupuesto. Sin embargo, debemos reconocer que en la práctica se producen situaciones cuando es necesario acudir al empréstito para pagar los déficits - ya que no puede aceptarse que un país deje de pagar sus deudas aunque haya llegado a situación tan precaria debido a una administración deficiente. Es decir, puede admitirse el uso del crédito público como remedio heroico para solucionar una situación transitoria, pero nunca puede justificarse tal procedimiento como práctica corriente cuando existen en un país síntomas crónicos de inflación.

Como hemos visto en el Capítulo I, las consecuencias de los empréstitos externos son muy diferentes de las de los internos, por cuyo motivo debe recurrise a los mismos únicamente en casos que justifican los efectos posteriores de la deuda sobre la balanza de pagos.

Por tratarse de la afectación de un recurso, el Congreso debe fijar el destino específico de los fondos del empréstito pero puede dejar las condiciones de emisión en manos del gobierno para que se resuelvan de acuerdo con las circunstancias de conveniencia técnica. Esto involucra la forma de negociación y emisión del empréstito; la forma de los títulos, que pueden ser nominativos o al portador; los detalles en cuanto al reembolso, etc.

Existen disposiciones legislativas que evitan la necesidad de solicitar al Congreso una autorización especial para cada empréstito. El Artículo 33 de la Ley 11.672, complementaria permanente del presupuesto, modificada por el Decreto Ley 5.169/58 y por la Ley 14.794 dice: "Para la atención de los gastos que por disposición legal deben cubrirse con el producido de la negociación

de empréstitos, el Poder Ejecutivo emitirá anualmente, con mención de las leyes que faculten su emisión, la cantidad necesaria de títulos de deuda pública interna o externa que serán amortizados mediante sorteo a la par o sobre la par, y licitación o compra cuando la cotización sea abajo de la par, pudiendo realizar asimismo las operaciones de financiación transitoria que resulte necesaria, inclusive con el Banco Central de la República Argentina, y demás instituciones bancarias oficiales mediante la utilización por parte de éstas de fondos que obtengan de préstamos o colocaciones provenientes del exterior. A los efectos de lo dispuesto en este artículo, facúltase a dichas instituciones bancarias para celebrar con el gobierno nacional los convenios respectivos, en forma independiente y al margen de las otras operaciones de crédito que puedan realizar con dicho gobierno, de acuerdo con las autorizaciones y limitaciones contenidas en las cartas orgánicas correspondientes."

Por otra parte es práctica corriente incluír en las leyes anuales de presupuesto que se someten al Congreso artículos que autorizan la emisión de títulos de la deuda pública para atender las erogaciones correspondientes a inversiones patrimoniales que se financian con recursos del crédito. Asimismo en las leyes anuales sobre el déficit de las empresas del estado, se acostumbra autorizar el uso del crédito hasta un monto máximo establecido por la ley pertinente para cubrir el déficit de explótación de las empresas del estado y la financiación de sus planes de inversiones patrimoniales. A veces la ley de presupuesto autoriza la emisión de títulos de la deuda pública para consolidar la deuda flotante que se origine por el déficit que arroje el presupuesto general de la administración nacional.

Terminaremos este capítulo con algunos comentarios referentes a los empréstitos provinciales y municipales. Partiendo de la base que las provincias conservan todo el poder no delegado al gobierno federal, evidentemente les corresponde la facultad de emitir empréstitos ya sea dentro del país o en el exterior. En cuanto a empréstitos externos, la Provincia de Buenos Aires emitió en 1824 el empréstito cuya historia ya hemos visto. En 1870 y 1873, respectivamente, Buenos Aires emitió dos empréstitos externos que se cotizaron en Londres. Otras provincias siguieron el ejemplo y en 1872 la Provincia de Entre Ríos efectuó una pequeña emisión y en 1874 hizo lo mismo la Provincia de Santa Fé. Estas emisiones y las que las siguieron tenían su importancia puesto que la cotización en Londres de los títulos provinciales afectaba indirectamente al crédito nacional.

También emitieron empréstitos externos las ciudades de Buenos Aires, Rosario, Córdoba, Paraná y Santa Fé. Entre los empréstitos municipales siempre se han destacado las emisiones efectuadas por la Ciudad de Buenos Aires debido al carácter federal de la misma y la consecuente relación estrecha con el Gobierno de la Nación, a lo que habría que agregar el gran prestigio internacional de la Capital de la República.

Las emisiones provinciales siguieron efectuándose en forma razonable hasta la sanción de la ley de Bancos garantidos el 3 de noviembre de 1887, ley funesta que impulsó a las provincias a usar del crédito externo en proporciones tales que los empréstitos contraídos antes de la crisis de 1890 llegaron a representar cantidades que excedían el límite de su capacidad financiera.

Efectivamente los empréstitos provinciales alcanzaban un total de 143.315.500 pesos oro en 1891 y los municipales a 24.596.000 pesos oro en comparación con un total de 205.700.000 pesos oro para los empréstitos nacionales.

La intención de la ley de Bancos garantidos había sido imponer una reforma monetaria, limitando el poder de emisión a los bancos que llenaban ciertos requisitos, entre los cuales se destacaban los siguientes: a) para poder emitir, los bancos tenían que adquirir títulos nacionales internos a oro como garantía de la emisión de billetes; b) los títulos internos tenían que pagarse en oro a no menos del 85%; c) el monto de la emisión de billetes no debería exceder el 90% del capital del banco, que a su vez debería ser superior a 250.000 pesos. Todas las provincias menos Jujuy tomaron medidas para obtener un empréstito externo con el fin de adquirir oro con que podrían comprar títulos internos. Ahora bien, el servicio de los empréstitos externos provinciales dependía de la renta que percibían las provincias de sus tenencias de títulos nacionales. Cuando se produjo la crisis de 1890 y la Nación tuvo que suspender el servicio de sus títulos, todas las provincias suspendieron de inmediato el pago de sus obligaciones externas. Se arribó así al incumplimiento, causando un daño grave a la República desde que los empréstitos provinciales se cotizaban en Europa donde existía gran ignorancia sobre la organización política de la Argentina, lo que hacía confundir las deudas provinciales con las nacionales.

Estas circunstancias determinaron la sanción de la ley N° 3378, del 8 de agosto de 1896, que autorizó al Poder Ejecutivo

para celebrar arreglos en la forma siguiente. El artículo 1° de la ley facultó al Poder Ejecutivo para celebrar acuerdos ad referendum con los acreedores de la Nación para unificar las deudas exteriores de la misma, provenientes de autorizaciones precedentes y de los títulos que debían nuevamente emitirse para el pago de las deudas externas de las provincias. La ley contempló la situación especial de algunas provincias, pero en general dispuso el reemplazo de los títulos provinciales por otros nacionales del 4% de interés y 1/2% de amortización. Sobre estas bases se celebraron acuerdos con varias provincias, los que luego se sometieron a la aprobación del Congreso.

No obstante ese precedente las provincias continuaron con la misma práctica sin que el volumen de sus empréstitos llegara a grandes cifras. En 1925, en pleno auge bursátil en la plaza de Nueva York, se colocaron en dicho mercado numerosas emisiones de valores extranjeros, mostrándose gran interés en posibles emisiones argentinas. En estas circunstancias se emitieron varios empréstitos argentinos provinciales y municipales. Para las opiniones más prudentes de la época estos empréstitos no eran ventajosos ni para acreedores ni deudores y únicamente representaban el deseo de algunos gobiernos provinciales de hacerse de fondos disponibles. Como había hecho antes en diversas ocasiones, el Gobierno de la Nación llamó explícitamente la atención a los prestamistas, acerca de que la Nación no garantizaba tales deudas. Esta preocupación era muy justificada puesto que los prestamistas de las provincias empeñadas en llevar a cabo tales empréstitos tenían la costumbre de pretender que los agentes diplomáticos de la Nación intervinieran en los contratos correspondientes, investidos de su representación.

En vista de las dificultades financieras de toda índole que surgieron en el país como resultado de la depresión económica, hubo que encarar también el problema de las deudas contraídas por las Provincias, cuyo monto había llegado a superar los 1.000 millones de pesos, cifra muy considerable para la época. Por medio de la Ley 12.139 (24 de diciembre de 1934) de Unificación de Impuestos internos nacionales al consumo, se ofreció a los tenedores de títulos provinciales la oportunidad de reinvertir su capital en títulos nacionales del Crédito Argentino Interno 4 1/2%. Todas las provincias sin excepción se acogieron a los beneficios de la Ley y la Nación se hizo cargo de las deudas provinciales. Las provincias a su vez cedieron a la Nación una parte de su cuota en el producido de los impuestos unificados, suficiente para cubrir en su integridad los servicios de la deuda traspasada y se comprometieron a no contraer nuevas deudas externas. Las conversiones respectivas de los títulos provinciales se efectuaron exitosamente, aceptando los tenedores de los mismos los títulos nacionales por ser ventajosas las condiciones ofrecidas en cada caso.

---------- O ----------

C A P I T U L O III

Evolución de la deuda consolidada externa.-

Al producirse la Guerra del Paraguay, el Gobierno de la Nación tuvo que afrontar una situación financiera difícil y resultó necesario recurrir al crédito como único recurso extraordinario. El Congreso Nacional autorizó la emisión de un empréstito externo por 12.000.000 pesos fuertes, el cual fué realizado parcialmente en 1866 y definitivamente en 1868, siendo el primer empréstito externo emitido por la República Argentina. La colocación del empréstito se efectuó en el mercado de Londres por intermedio de la casa Baring Brothers. (1)

En 1871 se emitió en Londres un nuevo empréstito nacional por el equivalente de 30.000.000 pesos fuertes, destinados a la construcción de ferrocarriles y a cancelar la deuda nacional al Banco de la Provincia de Buenos Aires.

El Gobierno Nacional también emitió títulos de la deuda interna en pesos oro, cuyo producido se utilizó para pagar gastos ocasionados por la guerra. Estos títulos, que se denominaban "hard dollars", tenían muchas de las características de un empréstito

---

(1) - Para mayores detalles referentes a esta colocación, ver Capítulo V de este estudio.

externo, puesto que se negociaron ventas directas a bancos del exterior, que posteriormente colocaron los títulos en Londres, donde obtuvieron cotización para los mismos.

Como resultado de estas emisiones la deuda consolidada pasó de 39.741.000 pesos al 31 de diciembre de 1869 a 68.416.000 al 31 de diciembre de 1874, figurando en esta última cifra 21 millones correspondientes a deuda interna. (1)

Los años 1875/80 eran de estancamiento y recesión. Los precios de la lana y de los cueros declinaron, no había llegado la época de las grandes exportaciones de cereales y no se contrajeron empréstitos externos mientras que las inversiones privadas de capital extranjero se efectuaron en una escala muy reducida. En 1876 el déficit acumulado superaba los 100 millones de pesos y se produjo una seria crisis financiera. Se pensó que sería necesario solicitar a los acreedores de la deuda externa una espera en la amortización anual establecida, pero se pudo evitar medida tan grave por medio de un préstamo a corto plazo obtenido en Londres. (2)

A partir de 1880 el país entra en un período de desarrollo rápido, caracterizado también por la especulación y el derroche. Comienza la importación de capitales extranjeros en gran escala y la Argentina se va transformando en una nación equipada con ferrocarriles, puertos, energía y factores de producción. Esta es la

---

(1) - Terry - Contribución a la historia financiera de la República Argentina, pág. 68.

(2) - Ferns - op.cit. - pág. 380.

época de grandes empréstitos que termina con la crisis de 1890. Durante esta década tanto la Nación como las provincias contraen empréstitos externos activamente y se efectuaron tantas emisiones que solamente trataremos aquí las de mayor importancia.

Como resultado de los acontecimientos de 1880, Buenos Aires se convierte en Capital Federal y la Nación se hace cargo de los empréstitos emitidos por la Provincia de Buenos Aires en 1870 y 1873, cuyo monto ascendía a más de tres millones de libras esterlinas, aumentándose bruscamente la deuda consolidada a casi 80 millones de pesos.

El llamado "empréstito francés" de 1881 para la extensión de los ferrocarriles marca el avenimiento de la competencia francesa para la financiación del gobierno argentino. Se emitieron títulos del 6% por 12 millones de pesos oro. (1) Otra operación similar se efectuó en 1882 por 4 millones de pesos oro. Asimismo se negoció otro empréstito externo por 8.571.000 pesos oro cuyo producido se destinó al aumento del capital del Banco Nacional por la compra de 60.000 acciones en dicha institución.

De 1885 a 1890 los empréstitos nacionales emitidos superaron los 100 millones de pesos oro, llegando las emisiones provinciales a casi la misma cifra. El país estaba pasando por su período de máximo desarrollo, aunque ya aparecían los primeros síntomas de crisis financiera.

El empréstito argentino más grande y más conocido del

---

(1) - Ver Capítulo VI de este estudio.

siglo pasado fué el Empréstito de Obras Públicas de 1886/7 por $ 42 millones pesos oro, resultante de la combinación de varios empréstitos menores, en la colocación de los cuales se había tropezado con dificultades serias. (1) Se trata del primer empréstito por el que se gravaba especialmente las entradas de aduana.

Entre otros empréstitos nacionales emitidos en este mismo período, podemos mencionar el del Ferrocarril Central Norte por 35.000.000 pesos oro, emitido en los años 1887/9; un empréstito interno denominado "empréstito alemán" del año 1887 por 10.000.000 pesos oro para pagar la deuda al Banco Nacional y un empréstito interno de títulos a oro por $ 19.868.500 pesos oro emitido en 1888. Aunque estos dos últimos empréstitos se denominaban internos, realmente fueron emitidos en Europa, teniendo todas las características de los empréstitos externos.

La crisis del noventa.-

En el período 1880/91 las exportaciones se duplicaron, las importaciones se triplicaron y la deuda consolidada de la Nación se cuadruplicó. Esta última era o deuda externa o, siendo interna, se encontraba casi enteramente en manos extranjeras. Esto implicaba que el servicio de la deuda representaba una carga permanente para la balanza de pagos, sobretodo si se toma en cuenta que no hubo superávit del presupuesto en ninguno de los años citados. El total de la deuda consolidada había alcanzado en 1890 a 355 millones de pesos.

---

(1) Peters - The Foreign Debt of the Argentine Republic - pág. 39.

Mientras que el gobierno nacional seguía obteniendo nuevos empréstitos, no se presentaron problemas agudos y el sistema se prolongaba a pesar de sus defectos básicos. En 1889 por primera vez se presentaron dificultades en conseguir ofertas de empréstitos del exterior, donde las instituciones financieras se habían convencido que se imponía un reajuste del sistema. Se sugirió un empréstito de consolidación con la promesa del gobierno de no efectuar nuevas emisiones por diez años, de poner fin a las emisiones de papel moneda y de reducir severamente los gastos de la administración. El gobierno no estaba dispuesto a aceptar tales condiciones.

En el año 1890 la situación empeora y se convierte en plena crisis política y financiera. La reacción en el país fué de contracción extrema, produciéndose el colapso de la especulación exagerada y la interrupción de obras públicas en pleno desarrollo. El gobierno se vió obligado a suspender el servicio de la deuda externa. En el mes de julio estalló la revolución y se produjo la renuncia del Dr. Juarez Celman,asumiendo la Presidencia de la República el Vice-Presidente, Dr. Carlos Pellegrini. Con la revolución de julio quedó iniciado el peor período de la crisis que se prolongó hasta mediados de 1891, produciéndose corridas a los bancos y cierre de la mayor parte de los mismos, bancarrotas comerciales, pánico, etc. - desastres cuya enumeración, aún hoy día, deja todavía una penosa impresión.

En noviembre de 1890 llegó a Londres el Dr. Victorino de la Plaza quien había sido enviado por el gobierno con el fin de negociar un acuerdo sobre los empréstitos externos. Con el fin de

representar a los tenedores de títulos argentinos se formó un comité internacional de banqueros bajo la presidencia de Lord Rothschild. A pesar de diferencias de opinión en el comité, del cual se retiraron los banqueros alemanes y franceses, se logró un acuerdo en marzo de 1891. Se convino que todos los pagos de intereses por tres años a partir del 1° de enero de 1891 se efectuarían en la forma de nuevos títulos del 6% de un empréstito de consolidación por £ 15.000.000 con la excepción del empréstito de obras públicas de 1886/7, cuyos intereses se abonarían en efectivo. En compensación el gobierno se obligó a no asumir nuevas obligaciones y a reducir el volumen de la moneda en circulación por lo menos 15 millones de pesos cada año durante tres años. Estas restricciones eran sumamente impopulares en el país.

El denominado "empréstito moratoria" ha sido criticado muy severamente por Terry en los siguientes términos: "El empréstito se realizó por 75 millones en títulos del 6 por 100 de interés, en condiciones más que deprimentes para el honor del país y del Gobierno. Su producto, exclusivamente dedicado al pago de los servicios de las demás deudas externas; los cupones de sus títulos a recibirse en las aduanas en pago de los impuestos; el Gobierno se obligaba a depositar diariamente en el Banco, en cuenta corriente especial, lo necesario para el servicio de este empréstito, pudiendo ser contraloreada esta cuenta por agentes de los acreedores; se obligaba además a no contraer nuevos empréstitos ni acordar garantías durante tres años; se obligaba a retirar de la circulación 15 millones de pesos por año en billetes inconvertibles; se obligaba..(1)

---

(1) - Terry - Contribución a la historia financiera de la República Argentina - pág. 90.

Si bien el empréstito moratoria produjo un alivio transitorio en cuanto a los pagos de los servicios de la deuda externa, al hacerse aparente que no sería posible reanudar los pagos en efectivo en enero de 1894 aumentó la oposición al sistema de efectuar los pagos por medio de un incremento de la deuda. El Ministro de Hacienda, Juan J. Romero, funcionario de reconocida competencia, pudo convencer al comité de los tenedores de títulos a aceptar 1.565.000 libras esterlinas por año durante siete años para el servicio de intereses mientras que se suspendió la amortización de la deuda hasta 1901. De acuerdo con el "Arreglo Romero" de 1893 el servicio del 5% sobre el empréstito de obras públicas de 1886, del 6% sobre el empréstito de consolidación de 1891 y del 5% sobre el empréstito de aguas corrientes de 1892, emitido para satisfacer reclamos de contratistas, se redujo por el 1% al 4 ó 5% de interés anual por 5 años. El interés sobre los otros empréstitos se redujo al 60% del cupón para el mismo período. El arreglo fué sumamente exitoso y los pagos de intereses se reanudaron en pleno un año antes del tiempo estipulado.

Entre 1897 y 1900 la Nación se hizo cargo de todas las deudas externas de las provincias con el fin de salvar al crédito argentino en el exterior, emitiendo títulos nacionales de la deuda externa del 4%. Igual procedimiento se siguió con respecto a las garantías de los ferrocarriles que fueron consolidadas, emitiéndose títulos nacionales del 5% de interés y 1/2% de amortización. El efecto de todas las operaciones mencionadas se tradujo en un aumento marcado y rápido de la deuda consolidada que llegó a la cifra impo-

nente de 447.192.000 pesos oro en el año 1900. (1)

Entre 1900 y 1914 la historia financiera argentina pasó por un período de tranquilidad y estabilidad. En 1899 la moneda quedó establecida sobre una base de oro al 44% de su valor par original; es decir que se fijó el tipo de cambio de 44 centavos oro por cada peso papel. Durante estos años floreció el intercambio con otros países, el capital extranjero ingresó en forma cuantiosa, canalizándose hacia ferrocarriles, frigoríficos y compañías de electricidad - hasta llegaron importes muy considerables en oro.

En 1901 se presentó al Congreso un proyecto de unificación de las deudas consolidada externa e interna a oro que se encontraba dividida en treinta empréstitos de diversos intereses y amortizaciones - del 3 1/2 al 6% de interés y del 1/2 al 1% de amortización. El proyecto, que repitió una idea iniciada sin éxito dos veces, en 1884 y en 1895 respectivamente, consistía en cambiar estas deudas por otra algo superior al 4% de interés y del 1/2 al 1% de amortización. La nueva deuda incluiría un empréstito de 24 millones con los cuales el gobierno debía cancelar la deuda flotante y reservarse un excedente. Se proyectaba dar la garantía especial de una parte de las entradas de aduana y los títulos sorteados y los cupones vencidos serían recibidos en la aduana en el caso que el gobierno dejase de efectuar en el Banco de la Nación los depósitos establecidos. No prosperó este proyecto debido a la gran oposición que suscitó.

---

(1) - Peters - op.cit. pág. 47.

En vista de la gran mejoría experimentada en cuanto al crédito argentino en el exterior, se contempló en 1905 un empréstito de conversión para redimir todos los títulos externos del 5 ó 6% y emitir nuevos títulos externos del 4 1/2% ó internos del 5%. De acuerdo con el plan trazado fué retirado en 1906 el empréstito moratoria del 6% de 1891 por medio de adelantos a corto plazo, los cuales se consolidaron en 1907 por medio de un ofrecimiento a largo plazo de títulos internos a oro del 5%. A pesar de tratarse de títulos internos, los mismos fueron vendidos en Londres, París y Berlín a tasas fijas de cambio por un valor de £ 7.000.000, siendo el equivalente de 35.000.000 pesos oro. (1)

Posteriormente se efectuaron otras dos operaciones importantes con los mercados del exterior. En 1909 se emitió un empréstito de obras públicas en Londres, París, Berlín y Nueva York por 50.000.000 pesos oro al precio de 99.- y al interés del 4 1/2%. En 1911 se emitió un empréstito a oro por 70.000.000 pesos oro en París y Amberes a 99 1/2. (2) En ambos casos se trataba de empréstitos internos pero pagaderos en oro en monedas extranjeras a tasas fijas de cambio. Además, el gobierno nacional asumió una deuda contraída por la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires por un monto de casi £ 3.000.000.-

Con referencia a estos empréstitos internos comentó Jéze: "Antes de 1907 se procedía abiertamente a efectuar empréstitos

---

(1) - Peters - op. cit. pág. 61

(2) - Idem - pág. 62.

en el extranjero. Desde 1907 se emiten empréstitos denominados "empréstitos internos" pero en realidad, como sucedía antes de 1907, son emitidos en el extranjero. La prueba de ello está en los documentos referentes a los llamados empréstitos internos. Desde 1907, éstos incluyen una cláusula por la cual los derechos de sellado y comisión por la emisión de los títulos de los empréstitos en el extranjero estarán a cargo de la República Argentina. Pero, para qué pues calificar de internos empréstitos que, propiamente hablando, son empréstitos externos ?" (1)

En realidad antes de 1914 ninguna parte cuantiosa de la deuda consolidada había sido colocada exitosamente en el mercado interno. La composición de la deuda consolidada en el año 1913 era la siguiente :-

Deuda externa a oro	.....	$ 312.400.000 o/s
" interna a oro	.....	$ 156.000.000 o/s
" interna papel	.....	$ 76.000.000 c/l

El 57% de la deuda consolidada total correspondía a deuda externa, compuesta de obligaciones viejas, o contraídas antes de la crisis de 1890 o pagos diferidos y reclamos originados por la misma. En cuanto a los títulos internos a oro, se habían efectuado emisiones internas más bien que externas puesto que la autorización legislativa hacía provisión para la emisión de títulos externos al 4 1/2% de interés o de títulos internos del 5%. En

---

(1) Jéze - Las Finanzas Públicas de la República Argentina - pág.64/5

1907, como el Gobierno no pudo obtener ofertas satisfactorias para una emisión de títulos externos al 4 1/2%, se resolvió efectuar la emisión bajo la forma de un empréstito interno, colocándose los títulos en Europa y, en pequeños importes, en Buenos Aires. Las emisiones posteriores de 1909 y 1911 se hicieron en la misma forma. Para el año 1913 se ha calculado que el 86% de la deuda consolidada se encontraba en manos extranjeras. (1)

La deuda interna a papel era la única parte de la deuda consolidada realmente atribuíble al mercado de Buenos Aires, y, aún en este caso, muchos de los títulos correspondientes eran propiedad de europeos quienes los guardaban en Buenos Aires en la custodia de sus agentes financieros.

Debemos mencionar que las cédulas hipotecarias, que se emitían exclusivamente en moneda nacional, oro sellado o papel, llevaban la garantía del Gobierno Nacional. Se emitían con características parecidas a las de los títulos internos pero con un rendimiento algo superior. En 1914 la mayor parte de las cédulas se encontraban en manos de tenedores europeos, sobretodo belgas y holandeses, pero en un lapso de quince años el panorama cambió completamente, estimándose que en 1929 casi todas estaban en manos de tenedores residentes en el país. (2)

A pesar de la prosperidad del país y las grandes inversiones de capital extranjero que reflejaban la confianza inspirada

---

(1) - Peters - op.cit. pág. 63

(2) - Peters - op.cit. pág. 65

por la Argentina en el exterior, es necesario tener presente que en los tres años anteriores a la primera guerra mundial las importaciones superaron a las exportaciones y que se requerían, además, unos 15.000.000 pesos oro para el servicio de las inversiones extranjeras. Por otra parte fracasó la cosecha de 1913/4 y el Gobierno no pudo obtener un empréstito por sólo £ 3.000.000.- El oro empezó a salir del país. En estas circunstancias se produce el comienzo de la guerra que iba romper el equilibrio de la estructura de la financiación tradicional del intercambio mundial.

La primera guerra mundial y sus efectos.

Las primeras noticias del estallido de la guerra precipitaron una crisis financiera en Buenos Aires. Las autoridades declararon un feriado bançario por una semana a pàrtir del 2 de agosto de 1914, seguido por un mes de moratoria. Durante este período se aprobaron varias medidas de emergencia, se cerró la Caja de Conversión y se suspendieron los pagos en oro. Sin embargo, se siguió con la política de no emitir moneda que no estaba respaldada por oro depositado.

El intercambio con el exterior sufrió un rudo golpe, disminuyendo tanto las importaciones como las exportaciones, pero en mayor grado las importaciones. Tomando en cuenta las dificultades existentes, los déficits de presupuesto no resultaron muy exagerados, sumando unos 300.000.000.- pesos oro para todo el período de guerra. La deuda consolidada aumentó en menor grado debido a las amortizaciones efectuadas, como puede verse a continuación.

1914	.....	545,0	millones	de	pesos	oro	sellado
1915	.....	537,6	"	"	"	"	"
1916	.....	546,7	"	"	"	"	"
1917	.....	595,4	"	"	"	"	"
1918	.....	578,2	"	"	"	"	"

La situación financiera del Gobierno en 1914 distaba mucho de ser feliz. Durante los años anteriores se habían aumentado los desembolsos en obras públicas, sobretodo en las provincias, con el objeto bien justificable de proveer a las ciudades más chicas facilidades que de otro modo no les hubiera sido posible obtener. En consecuencia, se debía a los contratistas unos 40.000.000 pesos y había sido la intención de las autoridades recurrir al mercado de Londres con el fin de consolidar estas deudas por medio de un empréstito. Como ya hemos comentado, las circunstancias no eran propicias y el Gobierno no pudo obtener ofertas de cuantía. Finalmente, se concretó una operación por 80.000.000.- pesos oro pero, debido a la guerra, los banqueros no pudieron remitir los fondos de Londres, y únicamente se obtuvo un adelanto por £ 5.000.000 por el plazo de un año.

Durante los años de guerra el Gobierno estaba constantemente necesitado de fondos. Dos emisiones en libras esterlinas a corto plazo, por £ 3.000.000 y £ 5.000.000, a vencer en septiembre y diciembre de 1915 respectivamente, presentaron un serio problema. El mercado interno era flojo y los títulos internos del 5% habían bajado a 87.

En mayo de 1915 se aceptó una oferta de 50.000.000 pesos oro en bonos del tesoro con un plazo de 5 años. Baring Brothers

tomó la mitad para el mercado británico y J.P. Morgan & Co. con otros tres bancos norteamericanos la otra mitad. De la porción norteamericana $ 15.000.000 se destinaron a Londres para cubrir obligaciones que vencían y $ 10.000.000 quedaron a disposición del Gobierno. Este fué el empréstito más grande negociado por la Argentina durante la guerra y la última vez que un Estado neutral pudo recurrir a Londres hasta el fin del conflicto, quedando los Estados Unidos de Norteamerica como única posible fuente para nuevos empréstitos.

Se efectuaron hasta 1917 varias operaciones a corto plazo con un grupo de banqueros norteamericanos encabezados por J.P.Morgan & Co. y The National City Bank of New York. El monto de cada operación fué relativamente pequeño. Es que el Gobierno esperaba la llegada de circunstancias más favorables ya que no estaba dispuesto a aceptar condiciones excesivamente onerosas para un empréstito de consolidación. Más tarde, cuando estaba dispuesto a pagar el 7% de interés, el ingreso de los Estados Unidos en la guerra imposibilitó toda operación de esta índole. De 1917 a 1920 todos estos empréstitos a corto plazo fueron reembolsados. Los plazos habían variado de 4 meses hasta 5 años y las tasas de interés del 5 al 6% más gastos de colocación que llegaban al 1% adicional.

En 1921 se emitió un empréstito externo de £ 496.031.-, siendo el equivalente de $ 2.500.000.- pesos oro, que representaban el aporte de capital contribuído por el Gobierno Nacional al Ferrocarril Trasandino. El servicio de este empréstito, pagadero en Londres, era del 5% en concepto de interés y 1% de amortización.

Durante el período 1922-1928 la Argentina seguía la costumbre de emitir un tipo "standard" de título externo del 6% de interés y 1% de amortización "sinking fund" acumulativo. Así que el costo total del servicio anual quedaba fijado en un 7% del valor nominal del monto original emitido.

En 1921 y 1922 se efectuaron con bancos norteamericanos operaciones a 2 y 5 años respectivamente. En 1923 se concretó un empréstito de 60.000.000 dólares, habiéndose decidido por una emisión en Nueva York más bien que en Londres por ser más favorable el cambio para la plaza mencionada en primer término. Se emitieron únicamente 40.000.000.- ~~pesos~~ nominales de los 60.000.000 al precio de 92% en títulos con un plazo de 34 años.

Durante los años siguientes se colocaron nuevas emisiones de títulos argentinos a largo plazo por medio de ventas directas a sindicatos bancarios norteamericanos, de acuerdo con el siguiente detalle :-

1924	70.000.000.-	dólares
1925	74.700.000.-	"
1926	36.900.000.-	"
1927	88.200.000.-	"
1928	20.000.000.-	"
	289.800.000.-	dólares

En general, estos años se caracterizaron por el ingreso de capitales al país y por el aumento de las tenencias de oro, reabriéndose la Caja de Conversión en 1927. Los precios obtenidos

por el Gobierno para sus empréstitos externos fueron mejorando - en 1925 se obtuvo 93,5%; en 1926 94,5% y 95%; en 1927 95,5%. Para el empréstito contraído en 1928 se redujo el interés al 5 1/2%, pagando los banqueros 94,40%. (1)

Lamentablemente, menos del 40% de las emisiones citadas se destinó a obras productivas y en la mayor parte de los casos el producido de las mismas se utilizó para pagar los déficits de presupuesto y los resultados adversos de empresas del estado - práctica perniciosa que ya hemos condenado. A continuación detallamos la evolución de la deuda consolidada durante este período : (2)

(En millones de pesos papel)

	Deuda Externa	Deuda Interna	Total
1921	571	707	1.278
1922	536	759	1.295
1923	539	777	1.316
1924	687	836	1.524
1925	833	911	1.744
1926	888	957	1.845
1927	1.104	1.052	2.156
1928	1.112	1.156	2.268
1929	1.071	1.225	2.295

Después de 1928 no se concretaron por varios años nuevas

---

(1) - Ernesto Tornquist & Co. - Manual of Argentine Loans - 3a. edición - pág. 34/44.

(2) - Peters - op.cit. pág. 142.

emisiones de títulos externos mientras que el país sale de un período de prosperidad para entrar en otro de grandes dificultades económicas.

La depresión económica de 1930 y sus efectos.-

A partir de 1928 la declinación en los mercados internacionales del nivel de precios de los productos agrícola-ganaderos pasa a ser factor predominante en la balanza de pagos de la Argentina. En 1929 se produjo una gran salida de oro del país y el 17 de diciembre del mismo año se cerró la Caja de Conversión.

Todo esto implicaba que el país ya afrontaba problemas de importancia al producirse la depresión económica mundial de 1930 que inició una era de restricciones financieras y el abandono definitivo del sistema del patrón oro por los principales países.

En cuanto a la deuda externa, los años posteriores a 1930 se caracterizaron por la iniciación de una política de conversiones y de repatriación de la misma. Dicha política se mantuvo hasta 1950, cuando la totalidad de la deuda pública quedó representada únicamente por títulos internos.

En 1933, aprovechando la abundancia del medio circulante y la tendencia a la baja del interés, el gobierno convirtió en 1933 ocho empréstitos en libras esterlinas del 5% de interés y 1% de amortización. Los ocho empréstitos fueron convertidos en tres, rebajándose el interés y la amortización al 4 1/2 y 1/2%, respectivamente. El monto total de la operación alcanzó a 15.300.000

libras esterlinas, quedando un beneficio anual para el país de unos 22 millones de pesos.

Se emitieron también en esta época los llamados empréstitos de desbloqueo. Siendo las perspectivas de las exportaciones limitadas, la balanza de pagos del país presentaba un panorama difícil. Establecido un sistema de contralor de cambios, se afrontaban pedidos de cambio de los importadores, a lo que se agregaban solicitudes para girar al exterior servicios financieros. Como la falta de divisas no permitía la remesa de éstos últimos, quedaron los mismos "bloqueados" y se formó una masa de compromisos atrasados cuya existencia afectaba desfavorablemente al crédito argentino en el exterior.

Debido a las condiciones adversas para las exportaciones argentinas, un nuevo empréstito externo hubiera sido muy oneroso y se buscó otra solución por medio de la emisión de los empréstitos de desbloqueo. El procedimiento consistió en emitir títulos argentinos en los mercados del exterior que luego fueron comprados por los interesados en Buenos Aires a un tipo determinado de cambio. Los adquirentes pudieron negociar posteriormente los títulos en el exterior, lo que les permitió disponer de fondos efectivos.

Los empréstitos de desbloqueo fueron los siguientes: (1)

a) Empréstito 4% 1933 Convenio Roca por £ 13.526.400 - con 5% de amortización.

---

(1) - Aprobados por Ley 12.150 (Art.44) de acuerdo con la autorización conferida por el Art. 37 de la Ley 11.821.

b) Empréstito 4% 1933 suplementario al Convenio Roca por £ 1.293.000.- con 5% de amortización.

c) Empréstito 2% 1933 en dólares por un total de u$s 23.333.133.89 con 4% de amortización fija.

d) Empréstito 4% 1933 en francos suizos y monedas equivalentes por un total de F.S. 100.316.545 con 5% de amortización.

e) Empréstito 2% 1934 por un total de 38.893.000 liras italianas con una tasa fija de amortización del 20%.

Posteriormente en el año 1935 fué concertado el empréstito en pesetas por un total de 15.517.500 pesetas al 2% de interés con una tasa fija de amortización del 20%.

Los fondos en pesos resultantes de esta operación fueron utilizados por el gobierno para cancelar deudas contraídas en términos menos convenientes y consolidar la deuda flotante.

En 1936 se iniciaron operaciones de conversión de los empréstitos en dólares. Se ofrecieron a los tenedores de títulos argentinos del 5 1/2% y 6% títulos nuevos del 4 1/2% de interés y 1% de amortización al precio de 92,50, alcanzando el total de los títulos ofrecidos a 23.500.000 dólares nominales. De este modo se llegó a convertir aproximadamente la mitad del saldo de los empréstitos argentinos en circulación en el mercado de Nueva York que al 1° de diciembre de 1936, antes de la conversión, alcanzaba al equivalente de unos 234 millones de pesos. (1)

---

(1) - Oriá - op.cit. III - pag. 156.

Por otra parte la Argentina invirtió entre fines de 1936 y los primeros meses de 1937 unos 370.000.000 pesos en repatriar títulos en dólares, utilizando fondos de desbloqueo y el producido de una emisión interna de títulos del 4% de interés y 1% de amortización. Asimismo se emitió un nuevo empréstito de conversión por 2.500.000 libras esterlinas al 3 1/2% con el fin de retirar el saldo en circulación de los empréstitos de rescisión de garantias de los ferrocarriles. Es digno de mención el "Empréstito de Repatriación de 1937", emisión interna realizada por el Gobierno Nacional por un monto de 200 millones de pesos. También realizó su empréstito de repatriación la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires, rescatando títulos en dólares cotizados en Nueva York con el producido de una emisión realizada en Buenos Aires de títulos del 4 1/2%.

Por haberse producido una declinación cíclica, la balanza de pagos del país cerró con sensible déficit en 1938 y fué necesario emplear intensamente las tenencias de oro y cambio extranjero del Fondo de Divisas. Asimismo fué contraído en Nueva York por el Gobierno Nacional un empréstito de 25 millones de dólares. Se trata del último empréstito contraído en un mercado del exterior antes de la segunda guerra mundial y la Argentina no iba recurrir nuevamente a un empréstito externo hasta el año 1961.

La guerra 1939-45 y la repatriación de la deuda externa.-

El comienzo de la segunda guerra mundial en Septiembre de 1939 trajo importantes consecuencias económicas para los países no beligerantes. La Argentina siguió con sus exportaciones pero

se vió con posibilidades muy limitadas en cuanto a las importaciones. Desde el punto de vista financiero los años de guerra mostraron una balanza de pagos muy favorable para el país y las tenencias de oro y divisas sufrieron un incremento notable. Esto permitió la continuación e intensificación de la política de repatriación de la deuda consolidada externa.

De acuerdo con un plan previsto y estudiado un largo tiempo, se autorizó al Ministerio de Hacienda en Septiembre de 1943 a realizar una nueva repatriación de la deuda externa hasta un importe de 500 millonew de pesos. Con fecha 28 de diciembre de 1943 el Tesoro de la Nación adquirió las libras esterlinas necesarias para el rescate de los empréstitos emitidos en Gran Bretaña, operación que no presentó problema debido al saldo positivo resultante de las exportaciones. En consecuencia, la deuda externa en libras pasó de £ 38.400.000 en 1943 a £ 11.600.000 a fines del año 1944. (1)

Poco después se pagaron dos pequeñas emisiones de 500.000 libras en total, quedando un saldo reducido de unos 9 millones de libras en títulos en libras que no facultaban al emisor para proceder a su rescate anticipado. Dicho saldo fué pagado durante el transcurso del año 1946.

Se siguió el mismo procedimiento para rescatar la deuda en dólares. Entre Agosto y Diciembre de 1946 se rescataron

---

(1) Oriá - op. cit. III - pag. 128 y sig.

títulos por un valor de 130.222.100 dólares, con lo cual quedó prácticamente terminada la repatriación de la deuda externa.

Al 31 de diciembre de 1947 la deuda consolidada interna alcanzaba a 11.404.200.000 pesos m/n mientras que la deuda consolidada externa alcanzaba a 103.900.000 pesos m/n, desapareciendo totalmente esta última cifra en el año 1950.

En esta forma quedó completado el proceso de repatriación iniciado en 1931, sustituyéndose las obligaciones contraídas con el exterior por emisiones internas. Lamentablemente, pocos años después el prestigio de los títulos nacionales internos desapareció para el público como resultado de la inflación y la Nación vuelve hoy día a afrontar la falta de un mercado interno para sus emisiones.

---------- O ----------

C A P I T U L O IV

El mercado de capitales de Nueva York.-

La importancia de Nueva York como uno de los centros financieros internacionales de mayor importancia recién comienza a principios de la primera guerra mundial. Antes de 1914 una gran parte de las transacciones financieras internacionales de los Estados Unidos de Norteamérica, como de muchos otros países, se efectuaba por intermedio del mercado de Londres. Sin embargo, desde el comienzo del siglo veinte se había recurrido del exterior al mercado de capitales norteamericano en un grado nada despreciable. En el período de catorce años 1900-1913 inclusive se efectuaron casi 250 emisiones públicas de títulos extranjeros cuyo valor total superó los 1.000 millones de dólares.

Como resultado de la primera guerra mundial, disminuyó la importancia de Londres y de otros centros financieros europeos mientras que durante las hostilidades los Estados Unidos se confirtieron en la primera nación industrial del mundo, transformándose de país deudor a país acreedor. Con una rápida acumulación de capitales, un saldo favorable de la balanza de pagos y un gran influjo de oro, se hizo posible la exportación de capitales en una escala muy grande y cada vez mayor. En consecuencia, se efectuaron grandes inversiones en el exterior tanto en forma directa como por medio de compras de valores mobiliarios emitidos en los Estados Unidos.

Durante el período 1920-1930 el promedio de las nuevas emisiones de títulos extranjeros en el mercado norteamericano superó los 700 millones de dólares por año, llegando las ventas a su máximo en el período de tres años 1926-1928 con un promedio superior a mil millones de dólares por año. En 1929 se produce la caída vertiginosa de los precios en la bolsa de Nueva York y después de 1930 la depresión económica mundial hizo sentir sus efectos sobre todos los países. Se produjeron numerosos casos de incumplimiento de las deudas externas y se redujeron las nuevas emisiones de títulos extranjeros en Nueva York a una pequeñísima fracción de lo emitido en la década anterior.

Considerando todo el período de las colocaciones de títulos extranjeros en gran escala, es decir de 1914 hasta 1931 inclusive, las emisiones ofrecidas al público en los Estados Unidos totalizaron 12.600 millones de dólares, de los cuales un 48% correspondía a países europeos, un 24% al Canadá, un 21% a los países latino-americanos y un 7% al Lejano Oriente y Australia. Alrededor de un 72% de estos títulos fueron emitidos por gobiernos - centrales, provinciales o municipales - o por entidades controladas por gobiernos.(1)

La atracción de los títulos extranjeros para los inversores norteamericanos se debía a los altos rendimientos que se obtenían. Dejando de lado las emisiones canadienses, que ocupaban un lugar especial por motivos que más adelante veremos - el promedio de los

---

(1) - Ver Stamp, Maxwell - "The New York Foreign Bond Market since the War" en la revista "Moogate and Wall Street" publicada por el banco Philip Hill, Higginson, Erlangers - Londres, 1960.

rendimientos anuales de los títulos extranjeros en el período citado de 1914-1931 fué del 6,6%, incluyendo tanto interés como primas o descuentos sobre títulos rescatados. El promedio anual correspondiente a las emisiones canadienses pasó del 7% en 1920 a un 4,2% en 1931, con un promedio del 5,3% para los doce años.

Origen y desarrollo.-

La primera organización de agentes de bolsa de Nueva York se constituyó en 1792, adquiriendo una forma definida en 1817. La "New York Stock Exchange" de hoy se encuentra regida por normas que han sido modificadas y ampliadas durante más de un siglo de evolución.

La historia de la Bolsa de Nueva York se caracteriza por los períodos de gran auge y actividad seguidos por otros de marcada depresión. Siempre fué notable el elemento especulativo, cuyos excesos provocaron en distintas oportunidades crisis bursátiles con graves consecuencias para la industria y el comercio. Entre estas crisis podemos mencionar la de 1873, la de 1884, la de 1893, la de 1907 y la más conocida y más severa de 1929.

El volumen medio anual de ventas de acciones en la Bolsa de Nueva York durante la década 1899/1909 fué de 196.500.000, a precios que implicaron un promedio anual de movimiento de fondos de 15.500 millones de dólares (1), lo que demuestra que se había llegado a un elevado grado de desarrollo.

---

(1) Moulton, H.G. - La Organización Financiera y el Sistema Económico - pág. 298.

Debe destacarse el papel importante que juegan los "bancos de inversión", casas financieras especializadas que se encargan de la colocación de valores en el público. Desde el último cuarto del siglo XIX estas casas se han dedicado a proveer de fondos no solamente a las Administraciones federal, estatales y municipales sino también a los ferrocarriles y a las empresas industriales de fines del siglo XIX y comienzos del siglo XX. En esta epoca los bancos de inversión comenzaron también a colocar ocasionalmente títulos extranjeros. Tal vez la más conocida de estas casas ha sido la firma J.P. Morgan & Co. En 1915 y 1916 los gobiernos aliados colocaron importantes emisiones de títulos por intermedio de los bancos norteamericanos. En la década 1920-1929 se colocó un gran volumen de títulos no sólo de gobiernos europeos, sino también de gobiernos latinoamericanos.

. Los títulos argentinos no eran totalmente desconocidos en el mercado de Nueva York antes de la primera guerra mundial. Una quinta parte del empréstito interno de 1909 había sido colocado exitosamente en Nueva York por la casa J.P. Morgan & Co. Pero ninguna otra emisión de títulos argentinos se había vendido al público de los Estados Unidos mientras que es improbable que cantidades apreciables de las emisiones colocadas en Europa hubiesen pasado a manos norteamericanas. (1)

Solamente 10 emisiones de títulos extranjeros tenían cotización en la Bolsa de Bueva York en el año 1914 y se trataba de un

---

(1) - Peters - op. cit. pág. 76.

mercado bastante reducido. Los títulos argentinos de 1909 del 5% gozaban de buen prestigio, como puede comprobarse por su precio bursátil que en los años 1913 y 1914 fluctuaba entre 95 y 99 1/8. Estos títulos eran pagaderos en pesos oro o en libras esterlinas, francos o marcos a una tasa fija de cambio, lo que implicaba un precio equilibrado en todos los mercados de capitales del mundo y que iba a beneficiar a los tenedores europeos durante y después de la guerra. No se cotizaban en Nueva York en 1914 los títulos de ningún otro gobierno latino-americano, si bien tenían cotización los titulos de la Ciudad de Sao Paolo (Brasil).

Con el avenimiento de la primera guerra mundial, se produjo un mayor interés norteamericano en los otros países del continente, debido en gran parte al intercambio disminuído con Europa. Sin embargo, el cambio no puede atribuirse totalmente a la guerra puesto que el comercio entre la Argentina y los Estados Unidos había comenzado a mostrar marcados aumentos aún antes de 1914 - es decir, los acontecimientos en Europa estimularon y aceleraron una tendencia ya existente.

Durante los años siguientes este mayor interés en los países latino-americanos se extendió al mercado monetario y los círculos bursátiles de Nueva York prestaron cada vez mayor atención a las posibilidades financieras que se presentaban. En cuanto a los empréstitos argentinos, las relaciones realmente importantes entre el Gobierno Nacional y la plaza de Nueva York han correspondido al breve período entre 1923 y 1928. Este período ha coincidido con el gran auge bursátil en Nueva York, absorbiendo el mercado cuan-

tiosas emisiones de toda índole y mostrándose gran interés en las emisiones extranjeras.

Sin embargo, el empréstito concertado en 1923 por 60.000.000 dólares, de los cuales se emitieron 40.000.000 nominales, no resultó un éxito. El Gobierno Nacional había negociado el empréstito con un sindicato bancario al precio de 92 y los títulos se ofrecieron al público a 96 1/2 más intereses devengados para rendir 6.25% a su vencimiento. Hubo poca venta y cuando expiró el sindicato después de seis semanas, los títulos cayeron 4 1/2 puntos en un día y llegaron hasta 87. (1)

A fines de 1924 el mercado había mejorado y los empréstitos posteriores no tropezaron con dificultades. Los precios de los títulos argentinos fueron mejorando en bolsa a pesar de los déficits regulares que arrojaba nuestro presupuesto durante este período. En Nueva York disminuía el costo del dinero a corto plazo y hubo mucha competencia entre los sindicatos bancarios en cuanto a las ofertas que hacían al Gobierno Argentino para poder encargarse de la colocación de los empréstitos en plaza tan favorable. El último empréstito argentino de este período se emitió en Febrero, 1928. El año siguiente vió cambios muy radicales en el mercado como pasaremos a comentar enseguida.

Efectos de la depresión mundial.-

En octubre de 1929 se produjo el colapso general de los precios en la Bolsa de Nueva York. Hubo un verdadero pañico y se

---

(1) - Peters - op. cit. pag. 119.

perdieron sumas fabulosas, quedando arruinados especuladores e inversores en una gran escala. En el mes de octubre el valor bursátil de todas las acciones disminuyó por más de 5,000 millones de dólares. Las repercusiones fueron grandes, quedando afectado el poder adquisitivo de la población, y se produjo una depresión interna que a su vez repercutió sobre otros países.

En 1931 se presenta la crisis financiera en Europa, Gran Bretaña abandona el patrón oro y en 1933 los Estados Unidos siguen el mismo camino. La depresión económica ya se extendía por todo el mundo y no hubo país alguno que pudo escapar a sus efectos.

El mercado de títulos extranjeros en Nueva York quedó seriamente afectado por estos acontecimientos. En primer lugar la caída de los precios reflejó la pérdida de confianza por parte del público inversor norteamericano. En segundo lugar la cesación abrupta de la posibilidad de recurrir al mercado norteamericano agravó la situación para muchos países que afrontaban una crisis de divisas y contribuyó notablemente a producir numerosos casos adicionales de incumplimiento. Estos hechos han dado origen a la impresión generalizada que los empréstitos extranjeros colocados en los Estados Unidos durante la década 1920-1930 resultaron en pérdidas enormes para los inversores.

Sin embargo, unos cuantos países tales como Finlandia, Noruega, Dinamarca, Bélgica, Australia - y la Argentina - siguieron cumpliendo totalmente con sus obligaciones externas y, en general, los tenedores de títulos extranjeros no sufrieron durante los años de la depresión mayores perjuicios que los tenedores de títulos norteamericanos de una calidad comparable.

Durante los años posteriores a 1930, el monto de los títulos extranjeros en circulación con cotización en Nueva York fué reduciéndose paulatinamente en vista de las amortizaciones y repatriaciones efectuadas. Desde el año 1933 toda emisión pública que se efectúa en los Estados Unidos debe contar con la autorización previa de la "Securities and Exchange Commission" (Comisión de Valores y Cambios), radicada en Washington. Este sistema de contralor se estableció con el fin de evitar cualquier abuso de la buena fé del público, habiéndose comprobado casos lamentables en la década anterior.

Como hemos visto en el Capítulo anterior la Argentina siguió en el período posterior a 1930 una política de conversiones y de repatriación de su deuda externa. Esta política se aplicó a los empréstitos existentes contraídos en dólares a partir del año 1936. Debe destacarse que, a pesar de tratarse de un período de grandes dificultades, la Argentina cumplió en todo momento con el servicio de intereses y amortización de su deuda externa, quedando por dicho motivo incluído en el grupo de naciones cuyo prestigio financiero nunca se hundió al nivel alcanzado por numerosos países.

Llegó el año 1939 y, al comenzar la segunda guerra mundial, varias naciones beligerantes incurrieron nuevamente en falta de pago de sus obligaciones externas. A fines del año 1943 más de un 49% de los títulos extranjeros en circulación con cotización en Nueva York se encontraban en la situación de incumplimiento del pago de intereses y un 2% adicional en el caso de incumplimiento del pago de "sinking fund" y montos capitales. Casi tres quintas partes de los países involucrados se encontraban en la situación de incumplimiento.

Desde el año 1934 se han celebrado convenios con países deudores, como resultado de los cuales los inversores han recuperado una parte apreciable de los importes pendientes de pago. Las negociaciones pertinentes han sido en su mayor parte a cargo del "Foreign Bondholders Protective Council", entidad constituída en 1933 a pedido del Gobierno de los Estados Unidos con el fin de proteger los intereses de los tenedores de títulos extranjeros. Desde su constitución esta entidad ha negociado convenios con veintidos países referentes a títulos emitidos o garantizados por gobiernos extranjeros. En general, estos convenios no han afectado los montos capitales, habiéndose limitado los reajustes a los intereses que se encontraban en mora. A fines del año 1961 los únicos países que no habían celebrado convenios de esta índole eran Grecia, Yugoslavia, Unión Soviética, seis otros países de Europa Oriental y China.

Cuando analizamos hoy día las dificultades y problemas que surgieron durante los años posteriores a 1930, es evidente que había entrado en acción una combinación de factores, algunos originados en los Estados Unidos y otros en el resto del mundo. Aunque los Estados Unidos habían pasado a la posición de principal país acreedor del mundo, se elevaron las tarifas aduaneras dos veces en diez años - una política económica muy poco apropiada dadas las circunstancias. Al no poder mantener sus exportaciones a los Estados Unidos, los países deudores no podían ganar los dolares necesarios para pagar el servicio de sus deudas en dólares. A esto habría que agregar los efectos de la depresión en los Estados Unidos. La reducción brusca de las importaciones norte-

americanas de bienes y servicios debido a la declaración de la actividad comercial interna también contribuyó a agravar la situación. Por otra parte, muchos países en Europa, América Latina y otras partes del mundo adoptaron una política comercial restrictiva e impusieron sistemas de contralor de cambios, lo que acentuó más todavía la depresión económica mundial.

Afortunadamente, puede considerarse que las penosas lecciones de este período no han sido olvidadas, habiendo sido reconocidas en general tanto por los países deudores como por los acreedores, por cuyo motivo es difícil que se repitan los mismos errores del pasado.

Sin embargo, debe admitirse que la experiencia de esos años difíciles dejó entre los inversores un legado de desconfianza con respecto a los títulos extranjeros cotizados en Nueva York, lo que ha sido un factor preponderante en retardar un nuevo desarrollo del mercado de títulos extranjeros en dicha plaza.

Después de la segunda guerra mundial.-

Durante los ocho años 1932-1939 el volumen de nuevas emisiones extranjeras en el mercado de capitales norteamericano bajó a un promedio inferior a los 50 millones de dólares anuales, limitándose en su mayor parte a títulos canadienses. Después de la guerra las emisiones canadienses han continuado figurando en primer término. Dejando de lado al Canadá, el primer país extranjero en colocar nuevas emisiones de títulos fué Australia con una emisión de 20 millones de dólares efectuada en agosto de 1946. En 1947

aparece un nuevo emisor de gran importancia al vender el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo sus primeros títulos por un total de 250 millones de dólares. Desde 1946 a 1956 las colocaciones de títulos extranjeros totalizaron unos 2.900 millones de dólares, de los cuales el 60% correspondió al Canadá y casi un 25% al Banco Internacional. También recurrieron al mercado de Nueva York, Australia, Bélgica, Noruega, Holanda y varios otros países.

Poco a poco la economía mundial iba recuperando fuerzas y gradualmente quedaron superados los problemas que habían obstaculizado el regreso a la prosperidad.

Una nueva fase.-

En 1957 los ofrecimientos públicos de títulos extranjeros en el mercado de Nueva York alcanzaron a unos 675 millones de dólares, predominando siempre las emisiones canadienses y las del Banco Internacional. Pero en 1958 comienza una nueva fase y se impone el carácter verdaderamente internacional del mercado de capitales norteamericano cuando varios países - sin incluir al Canadá o al Banco Internacional - vendieron al público títulos por más de 250 millones de dólares. Además se efectuaron muy importantes colocaciones privadas por las instituciones financieras. Las emisiones alcanzaron un total de casi 950 millones de dólares - volumen que no había alcanzado durante treinta años.

Esta expansión del volumen de emisiones de nuevos títulos extranjeros en el mercado de Nueva York refleja la mayor confianza por parte de los inversores en cuanto a la capacidad de los

gobiernos extranjeros para afrontar sus compromisos en dólares. Muchos gobiernos han aumentado sus tenencias de oro y divisas y, al mejorar su situación, han podido aflojar los sistemas de contralor de cambios. Debe destacarse la importancia de la actuación del Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo en los últimos años, el cual ha operado en muchos casos conjuntamente con los consorcios de "underwriters". La primera operación de esta índole se efectuó en 1955 cuando el Banco facilitó 25 millones de dólares a Noruega al mismo tiempo que dicho país colocó 15 millones en títulos en el mercado de Nueva York.

Características actuales del mercado.-

Los compradores de títulos extranjeros que se emiten en el mercado de Nueva York incluyen numerosos inversores del exterior, especialmente de Suiza, Alemania, Bélgica y Holanda: hasta es probable que la mayor parte de las emisiones efectuadas termine en manos de extranjeros. De este modo el mercado de Nueva York desempeña un papl importante en la movilización de fondos en dólares de propiedad de extranjeros, fondos que de otro modo se destinarían a la compra de valores norteamericanos. El apoyo de estos inversores extranjeros a su vez ha estimulado el interés de los inversores norteamericanos a pesar de la experiencia penosa de los años 1930-1945.

Muchas de las casas financieras más importantes de los Estados Unidos se dedican actualmente al "underwriting" de emisiones de títulos extranjeros. Simultáneamente el círculo de

inversores se ha ido ampliando y ahora incluye bancos comerciales, compañías de seguros, cajas de jubilaciones, bancos de ahorro y compañías de inversiones. Existe un obstáculo en ciertos Estados de la Unión donde los títulos extranjeros no son aceptables para la legislación vigente como inversiones para los "trust funds" o para las instituciones. En este respecto las emisiones canadienses tienen un privilegio de que no gozan los títulos emitidos por otros gobiernos.

Las últimas emisiones han ofrecido a los inversores un rendimiento entre el 5 y el 6% anual. El volumen de futuras emisiones estará relacionada estrechamente con el movimiento de las tasas de interés en el mercado monetario. Cuando las tasas de interés declinan en los Estados Unidos, el volumen de las nuevas emisiones de títulos extranjeros tiende a aumentar pero cuando suben resulta más difícil colocar las emisiones a intereses convenientes y el volumen disminuye. En este respecto debe recordarse que las tasas de interés en el mercado monetario de Nueva York siguen la tendencia de la tasa de descuento adoptada por el Federal Reserve Bank, cuya política es elástica y se adapta a las circunstancias del momento. En los ultimos años esta tasa ha sido bastante inferior a las tasas de descuento de los bancos centrales de los países europeos y, en consecuencia, las tasas de interés en Nueva York han sido también inferiores a las imperantes en Europa.

---------- O ----------

C A P I T U L O V

El mercado de capitales de Londres.-

En el año 1694 se funda el Banco de Inglaterra y se efectúan las primeras emisiones de títulos públicos, reuniéndose los corredores en el edificio del "Royal Exchange". En 1706 se coloca el primer empréstito extranjero en el mercado de Londres por cuenta del Emperador de Alemania. (1) En 1720 se produce el colapso escandaloso de la "South Sea Company" (Compañía de los Mares del Sur) cuyas acciones, después de superar al precio de £ 1.000 por acción, cayeron vertiginosamente, arrastrando muchos inversores a la ruina. Las repercusiones de esta crisis bursátil fueron causa de la imposición de medidas de contralor sobre nuevas emisiones en el mercado.

En 1773 se adopta la denominación de "Stock Exchange". Unos años después el mercado recibió un gran estímulo durante las guerras napoleónicas y su capacidad para absorber las cuantiosas emisiones de títulos efectuadas por la Tesorería británica marcó el comienzo de su ascendencia internacional. Entre 1793 y 1815 la deuda nacional británica aumentó por £ 475.000.000 a un total de £ 800.000.000 mientras que £ 12.600.000 se habían adelantado a los aliados en el continente europeo en forma de subsidios. Alarmados por el régimen de Napoleón, muchos capitalistas emigraron a

---

(1) - Ripley - op. cit.- pag. 58/59.

Londres, llevando a dicha ciudad sus recursos financieros y sus vinculaciones comerciales con el continente.

Después de la paz de 1815 y al terminar el período de grandes emisiones de títulos británicos ("consols"), los fondos sobrantes del mercado se destinaron a los empréstitos extranjeros. La indemnización francesa fué emitida en parte en Londres, mientras que Rusia y Austria pudieron satisfacer sus necesidades en la misma forma. En 1818 la casa Rothschild ofreció al público un empréstito de Prusia sin garantías reales, cuyo servicio era pagadero en libras esterlinas, evitándose así el riesgo de fluctuaciones en el cambio. En 1822 hubo tanto interés en títulos extranjeros que se abrió una bolsa especial, demostrándose gran interés por las emisiones de los países latino-americanos, recién emancipados del dominio español. Tal fué el entusiasmo que Colombia, que en 1820 ya había incurrido en falta de pago, pudo colocar dos años después otro empréstito en Londres, aceptándose los viejos títulos con intereses devengados como suscripciones al nuevo empréstito, más grande que el anterior. (1) Lamentablemente los inversores sufrieron a breve plazo una serie de desengaños. Varios países incurrieron en la falta de pago del servicio de sus empréstitos externos - Chile y Colombia en 1826, Méjico y Perú en 1827 y Guatemala en 1828, ocurriendo lo mismo en 1827 con los títulos emitidos por el Gobierno de Buenos Ayres.

La República Argentina efectuó su primera emisión en el mercado de capitales de Londres como consecuencia de la Guerra del Paraguay de 1865/70. Anticipando la necesidad para fondos

---

(1) - Ripley - op. cit. - pág.76.

adicionales el Gobierno Nacional envió a Londres a Norberto de la Riestra, quien había negociado el acuerdo logrado con respecto al empréstito Baring de 1824, con el fin de obtener un empréstito por el equivalente de unos 12 millones de pesos que representaba en esos momentos 2.500.000 libras esterlinas. La emisión se efectuó por intermedio de la casa Baring pero resultó un fracaso desde el primer momento debido a la elevación por parte del Banco de Inglaterra de la tasa del descuento al 8%, medida dispuesta el 4 de enero de 1866 - un día después del comienzo del período de suscripción a los títulos del empréstito. Esta disposición repercutió sobre los precios bursátiles de los títulos en general y el precio de emisión del 75% de los títulos argentinos del 6% de interés se hizo poco atrayente. En vista de las condiciones desfavorables del mercado Baring redujo la oferta a la mitad, o sea a £ 1.250.000.- pero únicamente se suscribieron títulos por £ 518.000.- (1) También influyó en parte el hecho de que el Gobierno Nacional no gozaba en esos años de tanto prestigio como el Gobierno de Buenos Aires. Los títulos provinciales se mantuvieron en la bolsa de Londres a un precio superior a 80 durante la colocación poco exitosa de los títulos nacionales y hasta el año 1875 los títulos provinciales en general se cotizaban a mejor precio que los nacionales. En verdad los inversores temían una disolución de la unión nacional y el posible repudio de la deuda nacional por Buenos Aires. Con el fin de mejorar su posición crediticia, el Gobierno Nacional asumió en 1866 el servicio del empréstito provincial. En 1868 se ofreció

---

(1) - Peters - op. cit. pág. 23.

al público la parte no emitida del empréstito de £ 2.500.000.-, o sea £ 1.982.000.- a un precio de 72 1/2 con un "sinking fund" acumulativo del 2 1/2% aplicable a sorteos a la par. Como los títulos ya emitidos sólo tenían un "sinking fund" del 1%, fueron canjeados por títulos nuevos y la diferencia en precio de 2 1/2% fué devuelta a los suscriptores originales. En ambas ocasiones se concedieron facilidades de pago en nueve meses, lo que disminuyó el precio real de emisión. Se calculó que el producido neto para el Gobierno fué del 69 1/2%. Aún así la oferta no fué muy exitosa y el Gobierno tuvo que prometer no emitir otro empréstito por un período de dos años. Evidentemente un empréstito de guerra nunca podría obtener una recepción tan favorable que uno destinado, por lo menos ostensiblemente, a fines productivos. Con fundamento se ha criticado al empréstito de 1868 por tener dos defectos: la tasa alta de amortización (2 1/2%) que no influyó sobre el precio de cotización y disminuyó la utilidad de los fondos y, además, la provisión de efectuar sorteos a la par, lo que era muy costoso sin necesidad ya que los títulos se cotizaban en el mercado a mucho menos.

En 1870 se autorizó un empréstito nacional de 30.000.000 pesos oro o £ 6.122.400, a utilizarse para la construcción de ferrocarriles y para cancelar la deuda nacional al Banco de la Provincia de Buenos Aires, incurrida durante la Guerra del Paraguay. Se trataba de títulos del 6%, que fueron ofrecidos al público por Murrieta and Company, casa financiera fuerte de Londres, el 3 de abril de 1871 a un precio de 88 1/2. Tomando en cuenta los intereses sobre los pagos devengados, el precio neto para el inversor era de 87 3/20% con un rendimiento del 7 3/4%. El empréstito llevaba como garantía un impuesto del 5% sobre las importaciones y del 2% sobre las expor-

taciones, siendo ésta la primera vez que la Argentina había otorgado una garantía específica de tal índole. Las condiciones eran favorables en el mercado de Londres en 1871 y es probable que se hubieran vendido todas las £ 6.000.000 nominales pero solamente se aceptaron suscripciones por £ 2.222.400 y se retiraron de la venta los demás títulos debido a un desacuerdo entre el Agente en Londres, Mariano Varela, y el Ministro de Hacienda. (1)

Posteriormente se fueron vendiendo los títulos año por año según las necesidades de fondos al mejor precio obtenible. Reinando el optimismo entre los inversores, los precios de los títulos subieron después de 1871, lo que permitió emisiones posteriores a más de 88 1/2%, dividiéndose el exceso entre el banco colocador y el Gobierno. El precio promedio de emisión fué de 89,475 que, sin gastos, representó un producido neto al Gobierno de 86,458. (2)

Además de estos empréstitos externos el Gobierno Argentino emitió títulos internos en pesos oro (gold bonds) en cantidades grandes, vendiéndolos directamente a banqueros quienes a su vez los ofrecieron en la plaza de Londres. En 1870 se vendieron títulos internos del 6% en Buenos Aires por 6.000.000 pesos valor nominal a Wanklyn and Company, sucursal de la casa londinense, al 70% bajo la condición que cualquier diferencia en exceso de dicho precio, aparte del 5% reconocido como comisión, se repartiría igualmente entre el gobierno y los banqueros. El servicio se efectuaba en oro y después del año 1874 en Londres, donde se obtuvo una cotización en

---

(1) - Peters - op. cit. pág. 25.

(2) - Peters - op. cit. pag. 26.

el mismo año. Otra emisión de estos títulos que se denominaban "hard dollar" se efectuó en 1874 por 1.752.000 pesos. Por tratarse de emisiones de títulos internos, las condiciones de emisión podían sufrir modificaciones sin afectar directamente al crédito en el exterior y después de 1877 el servicio no se hizo más en oro con el resultado que el precio en bolsa de los títulos fué bajando de acuerdo con el valor declinante del peso.

Otro empréstito interno emitido durante este período se hizo muy conocido en Londres. Se trataba de una emisión de 6.000.000.- pesos oro al 9% en bonos denominados "billetes de tesorería" de 1876 con un 4% de amortización anual, efectuada con el fin de ayudar al gobierno a pasar por un período extremadamente difícil. El crédito nacional se encontraba tan bajo al emitirse estos bonos que se obtuvo únicamente alrededor del 75%. Posteriormente fué subiendo el precio en bolsa y en 1881 se cotizaron los bonos a 122. El gobierno no se mostró dispuesto a rescatar los mismos por compras en el mercado e insistió en su derecho de amortizar a la par. El Bono del empréstito se refería a amortización por licitación y se produjo una disputa con los tenedores de los bonos quienes sostenían que esto implicaba licitación en el mercado. A pesar de las protestas el gobierno efectuó sorteos a la par a partir de 1882. También fracasaron las tentativas de los tenedores para impedir nuevas emisiones de empréstitos argentinos en Londres. Sin embargo, estos empréstitos internos dejaron un efecto muy desfavorable en ese mercado debido a sus altos rentimientos y las disputas que surgieron.

El procedimiento de seguir emitiendo títulos "hard dollars"

por medio de ventas de poco monto pero continuas deprimió el valor de los títulos argentinos existentes. En consecuencia, el crédito de Chile y del Brasil era mucho mejor considerado en Londres que el crédito argentino. Las deudas de estos dos países eran menores en proporción a sus respectivas riquezas naturales y sus empréstitos se habían emitido en forma más cuidadosa. En 1880 los títulos del 5% de ambos países se cotizaban en Londres a cerca de la par.

Un autor contemporáneo estimaba en el año 1878 las inversiones británicas en Sud América en unas 140 millones de libras, de las cuales unas 90 millones correspondían a empréstitos emitidos por gobiernos nacionales. Esta última cifra incluía 50 millones correspondientes a gobiernos que se encontraban en la situación de incumplimiento del servicio de sus deudas. (1) En esa época los únicos países latino-americanos solventes eran la República Argentina, Brasil y Chile. El mismo autor estimaba las inversiones británicas en la Argentina en unas £ 23.060.000.- de las cuales £ 12.970.000.- correspondían a empréstitos nacionales. (2)

El mercado desfavorable para títulos argentinos en Londres continuó hasta 1879 cuando empezó una suba marcada de su precio en bolsa que llevó los títulos del 6% de 30 en 1877 hasta 99 1/2 en julio de 1881. (3)

La década 1880-1890, de gran desarrollo económico para la Argentina, fué también un período de grandes inversiones británicas en nuestro país. En el año 1889 la Argentina llegó a absorber

---

(1) - Mulhall, M.G. - The English in South America - pag. 78.

(2) - Id. - pag. 529

(3) - Ferns - op. cit. 380.

entre el 40 y el 50% de los fondos británicos que se invirtieron afuera del Reino Unido. (1) Durante estos años obtuvieron cotización en la Bolsa de Londres no sólo los grandes empréstitos nacionales sino también numerosas emisiones efectuadas por las provincias y municipalidades. Es que el prestigio de la Argentina había crecido en forma notable, dando origen a un gran entusiasmo en cuanto a las perspectivas de desarrollo futuro.

El empréstito de obras públicas de 1886/7 tuvo el efecto de combinar varios empréstitos de menor cuantía, de los cuales el mayor fué contraído en 1883 por 30.000.000.- pesos oro o £ 5.952.831.- al 5% de interés y 1% de "sinking fund". La emisión fué respaldada por un sindicato bancario y el prospecto fué publicado en Londres en septiembre de 1884 por J.S. Morgan & Co. Se ofrecieron los títulos al público al precio de 84 menos 2 1/2% en concepto de gastos, pero, debido al poco éxito de la emisión, la mayor parte de los títulos quedó en manos de los banqueros. Es probable que este empréstito haya fracasado no tanto por la cantidad de títulos nacionales que se habían ofrecido anteriormente sino por estar el mercado de Londres a la expectativa de nuevas emisiones. Indudablemente influyó el volumen grande de títulos que las provincias habían colocado.

Como resultado de una misión del Dr. Carlos Pellegrini a Europa, se concretó la emisión del citado empréstito de obras públicas de $ 42.000.000.- pesos oro, efectuándose la operación en dos partes.

---

(1) - Ferns - op. cit. pág. 397.

Se emitieron £ 4.000.000.- v/n en enero 1886 a 80 y £ 4.290.100 v/n a 85 1/2. Los banqueros pagaron 75 para ambas series y se les concedió 2 1/2% en concepto de gastos, pero se obligaron a repartir cualquier exceso sobre el precio de emisión de 75, por cuyo motivo quedaron en efecto con un margen del 7 3/4 sobre la segunda emisión y del 5% sobre la primera. (1) Ambos ofrecimientos fueron exitosos debido en gran parte al prestigio de las casas bancarias que patrocinaron la emisión: Baring Brothers, J.S. Morgan, Banque de Paris et des Pays Bas, Comptoir d'Escompte, Cahen d'Anvers y Société Générale de Crédit Industriel et Commerciel. Este empréstito contaba con la garantía específica de los derechos de aduana.

También fué emitido en Londres en los años 1887/9 el empréstito Ferrocarril Central Norte al interés del 5% a 91 1/2, 94 y 97 por £ 3.968.000. En 1888 fué emitido un empréstito interno de títulos a oro por £ 3.973.000.-, los cuales fueron vendidos al público por Baring Brothers al precio de 87. (2)

Además se efectuaron otras operaciones de conversión y de canje: unas £ 624.000 nominales en títulos del 5% se entregaron en canje de los billetes de tesorería de 1876; unas £ 2.659.000.- en títulos de la deuda externa del 3 1/2% fueron entregados en canje de los títulos internos "hard dollar"; y finalmente fué emitido en 1889 un Empréstito de Conversión a oro del 4 1/2%, utilizado para el retiro de los títulos internos del 6% y de los empréstitos provinciales de 1870 y 1873. Unas £ 5.000.000.- nominales del

---

(1) - Peters - op. cit. pag. 28.

(2) - Idem.

Empréstito de Conversión se vendieron en Londres a 90 y, como paso con los otros empréstitos argentinos de este período, fueron bien recibidos por el público.

Sin embargo, en los círculos más ortodoxos de la "City" se comentaba que las deudas asumidas por la Argentina alcanzaban a cifras tan importantes que ya excedían la capacidad de pago del país en el futuro inmediato. Poco después la crisis de 1890 dió la razón a los críticos y repercutió acentuadamente sobre los precios en bolsa de los títulos emitidos por la Argentina, cuyo valor bursátil total bajo en Londres de £ 26.157.000 a £ 13.379.000 entre enero de 1890 y junio de 1891 mientras que el valor bursátil de los títulos provinciales y municipales argentinos bajó de £ 29.903.000 a £ 9.218.000.-. (1) Debe tomarse en cuenta que el desconcierto del público inversor se vió aumentado con motivo de la situación difícil que afrontaba la casa bancaria de Baring Brothers que se encontraba con una cartera de valores argentinos que no podía realizar y con compromisos que tenía que abonar o ir a la bancarrota. Fué necesaria la intervención del Banco de Inglaterra que temía que el colapso de la casa Baring fuera preludio de un pánico financiero.

Desde el punto de vista financiero el "Arreglo Romero" (2) aprobado por ley del 22 de diciembre de 1893 dió resultados muy positivos. Cuando se reanudaron en pleno los pagos de intereses sobre la deuda externa, los títulos argentinos subieron casi inmediatamente a altos precios en la bolsa de Londres, lo que indicaba que ya se había recuperado gran parte del prestigio perdido.

---

(1) - Ferns - op.cit. pág. 461.

(2) - Ver Capítulo III de este estudio.

Antes de 1914.-

Los primeros años del siglo veinte se caracterizan por la gran prosperidad económica reinante en el mundo aunque existían factores fundamentales de tensión política en Europa que justifican que esta época haya sido denominada de "paz armada". Estos factores casi provocaron la guerra en varias oportunidades y desembocaron finalmente en la crisis internacional del año 1914, dando origen al conflicto mundial de 1914-1918, que iba producir transformaciones radicales en las estructuras políticas y económicas existentes.

Los años anteriores a 1914 marcan el apogeo del mercado de Londres como centro financiero internacional. En estos años se destinaba aproximadamente una sexta parte de la cuantiosa renta nacional británica a la acumulación neta de capitales. Se ha estimado que entre la mitad y la tercera parte de estos capitales se invertía en el extranjero. (1) Esta canalización del ahorro británico hacia las inversiones de ultramar alcanzaba anualmente a unas 200 millones de libras esterlinas, correspondiendo al año 1910 unas 250 millones de libras. (2)

En vista de estas circunstancias las emisiones efectuadas en el mercado de Londres por emisores extranjeros eran muy numerosas y representaban una proporción elevada del total de las emisiones. Entre 1910 y 1913 nada menos que el 81% de las emisiones efectuadas correspondía a emisores extranjeros. Claro que debe tenerse

---

(1) - Balogh, T. - Studies in Financial Organization - pág. 248.

(2) - Hirst, F.W. - The Stock Exchange - pág. 76.

presente que en esa época las inversiones dentro del país no se efectuaban en su mayor parte por intermedio del mercado bursátil.

Entre los países emisores de títulos que se cotizaban en Londres, la Argentina gozaba de un crédito indiscutible, únicamente excedido por los tradicionales países acreedores de Europa. Esto se pudo comprobar en el año 1909 cuando se vendieron en Londres al público al precio de 99 los títulos argentinos del 5% del empréstito de obras públicas.

La gran capacidad de absorción del mercado de Londres se basaba en la prosperidad del Reino Unido cuyas exportaciones de productos propios habían aumentado de 226 millones de libras esterlinas en 1896 hasta 525 millones en 1913 mientras que las re-exportaciones de productos importados casi se duplicaron. La deuda pública en 1913 se encontraba reducida a casi la misma cifra de 1895. En cuanto a las grandes inversiones en el exterior, se ha estimado el total de los capitales así invertidos, provenientes de emisiones de valores mobiliarios al público, en la cifra de 3.714.661.000 libras esterlinas para fines del año 1913. Los empréstitos a países integrantes del Imperio Británico alcanzaban en esa fecha a 675.464.000 libras y los empréstitos correspondientes a gobiernos extranjeros a 284.059.000 libras. (1)

Al comenzar la primera guerra mundial, fué clausurada la "Stock Exchange" en Agosto de 1914 hasta enero de 1915. Se establecieron restricciones, prohibiéndose las emisiones de valores

---

(1) - Ripley - op.cit. pág. 169/176.

extranjeros. Unicamente se permitía la reconsolidación de empréstitos ya existentes, operación que no involucraba el egreso de capitales nuevos.

Las restricciones de post-guerra.-

Como resultado de la guerra de 1914-1918 los Estados Unidos de Norteamérica pasaron de país deudor a país acreedor mientras que las enormes deudas contraídas durante la guerra afectaron en forma radical la posición económica británica. Debido a estas circunstancias poco propicias, las autoridades británicas no quisieron volver al sistema de libertad tradicional imperante antes de 1914 y en los años de post-guerra regía una prohibición "de facto" en cuanto a las emisiones de valores extranjeros. Esta prohibición no se basaba en normas legales específicas en tal sentido sino en la "persuasión moral" (1) apoyada por el poderío del Banco de Inglaterra. Los bancos especializados en emisiones de valores no podían, por razones obvias, alejarse de las directivas del Banco de Inglaterra. Por otra parte las autoridades podían negarse a autorizar la cotización y negociación en la "Stock Exchange" de cualquier emisión que no contara con su aprobación. En el año 1924, al volver Gran Bretaña al sistema del patrón oro, se aflojaron las restricciones, que quedaron, sin embargo, en gran parte en vigor.

En cuanto al ahorro nacional, ya no se disponía de 200

---

(1) - Balogh - op. cit. pág. 269.

millones de libras cada año para inversiones de ultramar, como antes de la guerra, sino únicamente entre 46 y 123 millones, siendo el promedio de los años buenos 1927/29 apenas superior a los 100 millones. (1) La demanda para capitales era considerable y, por consiguiente, también lo era la presión sobre los ahorros limitados, disponibles para tal fin. Como a estos factores había que agregar la presencia de una balanza de pagos poco fuerte, se elevaron las tasas de interés imperantes en Londres durante la década 1920/30 y a los gobiernos extranjeros les resultaba frecuentemente más barato recurrir al mercado de Nueva York.

En comparación con los años anteriores a la guerra, la proporción de las emisiones extranjeras en relación al total de emisiones efectuadas en el mercado de Londres había descendido bruscamente y entre 1924 y 1929 no pasaba del 40 al 45%. Del total emitido entre una sexta y una tercera parte fué destinado a países que formaban parte del Imperio Británico y entre el 13 y el 27% a países extranjeros. (2)

Sin embargo, las emisiones efectuadas en el mercado de capitales de Londres por países de ultramar de 1921 a 1930 inclusive alcanzaron un promedio de 125 millones de libras por año. Tomando en cuenta las amortizaciones practicadas cada año y la participación de los extranjeros en las nuevas emisiones, esto representaba un movimiento neto de capitales hacia el exterior de 80 a 90 millones

---

(1) - Youngson - The British Economy 1920/57, pág. 57.

(2) - Balogh - op. cit., pág. 248.

de libras por año. (1) Así fué que pudieron emitir empréstitos en Londres, Austria, Hungría, Alemania, Grecia, Bélgica, Bulgaria, Polonia y Danzig.

Unas pocas emisiones argentinas se efectuaron en Londres en 1923 y 1924, y algunos de los empréstitos argentinos expresados en dólares se colocaron en dicha plaza pero su monto total no era grande. En junio de 1923 £ 2.500.000 libras nominales en títulos del 5% emitidos por la Municipalidad de Buenos Aires se vendieron en Londres a 86 1/2, precio que incluía 2 1/4% de intereses devengados. Aunque este precio era mejor que lo obtenible en Nueva York, en general esta última plaza ofrecía condiciones más atrayentes sobretodo por el cambio más favorable. (2)

La depresión mundial.-

La depresión económica mundial y el colapso del crédito en todos los países en 1931 causaron grandes pérdidas al mercado de Londres y Gran Bretaña se vió obligada a abandonar el sistema del patrón oro en forma definitiva. Se acentuaron las restricciones y se prohibieron las emisiones de títulos extranjeros en el mercado de Londres. Debido a estas circunstancias, Londres fué perdiendo su importancia como mercado para las emisiones extranjeras. Se aflojaron algo las restricciones en 1934 y más en 1938, pero no existían condiciones propicias para restablecer el mercado de antes. Muchos países habían incurrido en incumplimiento, faltando al pago de sus obligaciones externas, mientras que la tensión

---

(1) - Youngson - op. cit., pág. 58

(2) - Peters - op. cit., pág. 116.

política en Europa aumentaba después de la suba de Hitler al poder en Alemania.

Puede apreciarse el efecto de las restricciones si se toma en cuenta que en los siete años posteriores al abandono del patrón oro en 1931 las emisiones extranjeras en el mercado de Londres alcanzaron a solamente 28 millones de libras esterlinas, o sea un total menor que la cifra correspondiente a un sólo año anterior a 1928. De los 28 millones, 11 millones correspondían a emisiones efectuadas por gobiernos extranjeros. En cuatro de los siete años no se produjo emisión alguna por cuenta de un gobierno extranjero. (1)

Entre los pocos empréstitos que pudieron ser emitidos por motivos especiales, pueden enumerarse los siguientes. Austria emitió un empréstito en 1933 y en 1934 se autorizó a Irlanda y a la Argentina (2) a emitir empréstitos de conversión. También fueron otorgadas autorizaciones especiales a Dinamarca y Noruega.

Con el avenimiento de la segunda guerra mundial, quedaron totalmente paralizadas las actividades financieras de esta índole hasta el fin de las hostilidades.

Restricciones actuales.-

Durante y después de la segunda guerra mundial no se han efectuado emisiones extranjeras en el mercado de Londres con la excepción de un empréstito emitido por Noruega en 1947, operación especial autorizada con el fin de ayudar al país aliado en las

---

(1) - Balogh - op. cit. - pág 272.

(2) - Ver Capítulo III de este estudio.

condiciones difíciles que afrontaba durante los primeros tiempos de la post-guerra. Quedan todavía en vigor las restricciones que no permiten a los países extranjeros recurrir a los recursos imponentes del mercado londinense. Sin embargo, esta prohibición no alcanza a los países miembros de la Comunidad Británica de Naciones, los cuales tienen acceso al mercado.

El volumen de transacciones en la "Stock Exchange" es enorme, si bien hoy día su mayor parte corresponde a acciones de empresas comerciales e industriales. Además los financistas admiten que Gran Bretaña se encuentra actualmente en mejores condiciones de prosperidad que en cualquier otro momento desde el año 1913 - a pesar de haber participado en dos largas y costosas guerras mundiales. Estos factores favorecen un relajamiento de las restricciones que afectan al mercado de capitales.

Lamentablemente, existen obstáculos de peso que impiden un mayor liberalismo en este respecto. En primer lugar, a pesar de la prosperidad reinante, las reservas de oro y divisas del Reino Unido, aunque han mejorado notablemente, son limitadas y sus fluctuaciones todavía deben vigilarse cuidadosamente. Esto evidentemente reduce el campo de acción en cuanto a inversiones en el extranjero, que implican un drenaje inmediato de capitales. En segundo lugar, por circunstancias políticas y tradicionales se han concedido a los países de la Comunidad Británica ciertos privilegios no extendidos a los países extranjeros. En el mundo de hoy, sediento de capitales, el acceso al mercado de Londres es muy ventajoso y es probable que los países mencionados insistirían en satisfacer sus propias necesidades antes de que se llegase a una política de puertas abiertas.

Muchas veces ocurre que restricciones, originalmente impuestas por motivos comprensibles, se convierten con el tiempo en discriminaciones enojosas. Es de esperar que las autoridades británicas adopten un criterio más amplio y que lleguen a liberalizar las restricciones actuales, lo que permitiría a países amigos recurrir nuevamente a un mercado donde, con toda seguridad, no faltarán los inversores tradicionales dispuestos a reanudar operaciones que en el pasado han sido de beneficio mutuo. En este respecto podemos agregar que la incorporación de Gran Bretaña en el Mercado Común Europeo podría originar una mayor liberalización en cuanto a los movimientos de capitales e inversiones en el exterior.

---------- O ----------

C A P I T U L O V I

Otros mercados de capitales.-

Habiéndonos ocupado ya de Nueva York y de Londres, pasaremos ahora a considerar los otros mercados principales para títulos extranjeros. Trataremos más adelante en este capítulo el mercado de Paris, que merece un lugar por separado debido a la gran importancia que tenía a fines del siglo pasado y a principios del presente.

Empezaremos con el mercado de Zurich, el cual ha surgido durante la primera mitad del siglo veinte a ser no solamente el principal centro financiero de Suiza pero uno de los centros bancarios más importantes de Europa. La Bolsa de Zurich fué fundada en 1876 y actualmente es bastante más grande que los otros centros financieros suizos de Ginebra y Basle. Unicamente los valores oficialmente aprobados pueden ser objeto de transacciones en la bolsa pero también se efectúan en forma regular operaciones fuera de los recintos de la Bolsa en valores no cotizados - incluyendo valores que no han obtenido todavía cotización oficial y valores extranjeros de todo tipo - quedando dichas transacciones registradas oficialmente con posterioridad.

En vista de la estabilidad política y neutralidad de Suiza y de la solidez de su administración financiera, existe una

gran confianza entre los inversores en cuanto a la seguridad de sus capitales. A esto debe agregarse el fomento originado por una libertad económica contínuamente asegurada, por la libertad de movimiento para los capitales y por la falta de restricciones a la iniciativa privada.

Estas circunstancias han estimulado el desarrollo del mercado de capitales de Zurich, al cual han recurrido gobiernos y empresas extranjeros con el fin de emitir valores en condiciones favorables. La capacidad de absorción del mercado suizo ha permitido la colocación en Zurich de numerosos empréstitos extranjeros, sobretodo a partir de 1952, alcanzando el total de los mismos a aproximadamente una cuarta parte de las nuevas demandas al mercado. (1)

En comparación con otros centros de exportación de capitales, esta proporción entre emisiones extranjeras y el total de las emisiones es probablemente una de las más altas del mundo. Sin embargo, la capacidad del mercado de Zurich para los empréstitos extranjeros es limitada y los montos involucrados en cada caso individual son relativamente modestos, en su gran mayoría no excediendo los 50 millones de francos suizos o menos mientras que en ningún caso se ha excedido a los 100 millones de francos suizos.

Los empréstitos de mayor monto en conjunto han sido emitidos por Bélgica y el Congo Belga, Italia, Unión Sudáfricana,

---

(1) - Aschinger - Zurich as a Center of Finance - pág. 37.

Italia y el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo. También han recurrido al mercado de Zurich Francia, Australia, Suecia, Noruega, Holanda, Austria y otros países.

El volumen de transacciones en la Bolsa de Zurich puede compararse con el de París y sobrepasa el de Frankfurt en la República Federal Alemana. El motivo de haberse otorgado cotización a los valores extranjeros se ha debido principalmente al deseo de ofrecer otras posibilidades de inversión ya que los valores suizos tienen un campo poco amplio. Para los inversores suizos los empréstitos emitidos por países extranjeros representan una ampliación interesante a su campo de inversiones. Las emisiones se efectúan expresadas en francos suizos, lo que elimina para los inversores locales el riesgo de depreciación de una moneda extranjera. Tales emisiones son también populares con los inversores del exterior y es generalmente conocido que los bancos suizos guardan en custodia tenencias muy importantes de valores de propiedad de clientes residentes en el exterior.

Pasando a las bolsas alemanas, no se debe olvidar que la Bolsa de Frankfurt era más importante que la de Berlín antes de la unificación de Alemania en el año 1870. Frankfurt, situada en los confines de la Alemania del Norte y la del Sur, servía de intermediaria y de centro de intercambio, pero después de 1870, al concentrarse la vida política en Berlín como capital del Imperio Alemán, la Bolsa de Berlín paso a primer plano, superando en importancia a Frankfurt y Hamburgo.

Antes de 1914, si bien las bolsas alemanas se dedicaban principalmente a emisiones internas, iba aumentando en la Bolsa de Berlín el porcentaje de emisiones extranjeras con respecto a las nacionales, elevándose de 5,6% en 1908 al 15% en 1910. En esos años los sindicatos de banqueros alemanes participaban activamente en la colocación de los empréstitos externos argentinos en Europa y ciertos títulos argentinos se cotizaban en Berlín igualmente como en Londres y París.

La guerra de 1914-1918 puso fin a este proceso de exportación de capitales alemanes y la Bolsa de Berlín perdió su importancia internacional como mercado de capitales. En los últimos años, después de la segunda guerra mundial, la Bolsa de Frankfurt se ha destacado nuevamente y ha evolucionado en forma notable, alcanzando gran importancia en la actualidad como el centro financiero principal de Alemania.

El marcado desarrollo económico del Mercado Común Europeo, en el cual la República Federal Alemana ocupa un lugar prominente, ha traído como resultado la posibilidad de exportar importantes capitales al exterior y un modo de llegar a este fin es por medio de emisiones de valores extranjeros en los centros financieros que se encuentran dentro del Mercado. Será interesante observar si se produce en el futuro un movimiento de fondos hacia el exterior, utilizando este procedimiento tradicional para la exportación de capitales.

La Bolsa de Amsterdam, a pesar de su vieja tradición y la reconocida competencia comercial holandesa, no tiene la

importancia de las Bolsas de Londres, Paris, Zurich o Frankfurt. En cuanto a las bolsas italianas, si bien se han desarrollado mucho en los últimos años, no pueden considerarse como mercados internacionales de capitales puesto que no se otorga el derecho de cotización a los valores extranjeros.

París: desarrollo y decadencia.-

La cotización de títulos de Estados extranjeros en la Bolsa de París se inició en el año 1811 al inscribirse un empréstito del 6% del Reino de Sajonia. Siguieron en 1817 el empréstito del 5% del Reino de las Dos Sicilias y en 1822 los empréstitos españoles.

Sin embargo, la inversión de capitales franceses en el exterior bajo la forma de valores mobiliarios no alcanzó verdadera importancia hasta después de 1852 con el avenimiento del Segundo Imperio cuando comienza una época de gran prosperidad económica para Francia. En los años anteriores a 1890 esta canalización de capitales franceses hacia el extranjero había llegado a cerca de la tercera parte de la inversión total francesa. La tendencia se acentúa a partir de 1890 y la proporción se eleva, alcanzando en el año 1912 a casi la mitad de la inversión total.

Esta aceleración de las inversiones en el exterior resalta si se toma en cuenta que las tenencias francesas de títulos extranjeros se elevaron desde 1811, año de la introducción en bolsa de los empréstitos extranjeros, hasta 20 mil millones de francos

en 1890 mientras que en veinte años solamente - de 1890 a 1912 - pasaron de 20 a 40 mil millones. (1)

Se estimó que la distribución por país de los títulos extranjeros cotizados en París al 31 de diciembre de 1910 era la siguiente :- (2)

En miles de millones de francos

Rusia	10 a 11	Italia	1 a 1 1/2
Inglaterra	1/2	Suiza	1/2
Bélgica y Holanda	1/2	España y Portugal ...	3 a 4
Alemania	1/2	E.E.U.U. y Canadá	2 a 3
Turquía, Serbia	2 a 2 1/2	Egipto y Suez	3 a 4
Bulgaria, Rumania y Grecia	2 a 3	Argentina, Brasil y Méjico	4 a 5
Austria Hungría	2 a 2 1/2	China y Japón	1 a 2
Túnez y Colonias Francesas	2 a 3		

Estas inversiones cuantiosas en el exterior dieron a Francia antes de la guerra 1914-1918 el renombre de "banquero del mundo". Existía también un motivo financiero para la inversión en títulos extranjeros puesto que Francia misma no efectuó ninguna emisión grande por medio de un empréstito interno entre 1897 y 1913.

Además de la abundancia de capitales disponibles, la mentalidad de la época jugaba un papel importante. En aquellos

---

(1) Kaeppelin - De L'Attitude des Pouvoirs Publics a l'Egard des Marchés Français de Valeurs Etrangéres - pág. 9.

(2) Kaeppelin - op.cit. - pág. 10.

tiempos los inversores tenían más confianza en los títulos emitidos por un Estado soberano que en otros valores mobiliarios. En el año 1910, por ejemplo, los títulos de Estados extranjeros representaban más del 82% del total de valores extranjeros cotizados en París. (1) Es que los países lejanos parecían tener el efecto de espejismo sobre el público inversor, que por otra parte, temía la conversión de los títulos franceses y trataba de evitar los impuestos vigentes por medio de inversiones en el exterior.

También se hacía notar en esa época un fuerte sabor político. La diplomacia francesa favorecía la canalización de empréstitos hacia Rusia, el país aliado de fundamental importancia, y en segundo lugar a los países cuya política se consideraba favorable a los intereses franceses. Se cotizaba en París la mayor parte de la deuda española, portuguesa y turca, aparte de empréstitos del Egipto, Rumania, Grecia, Méjico y otros países.

La guerra de 1914-1918 trajo cambios muy radicales y los tenedores franceses se vieron obligados a transferir la mayor parte de sus tenencias de valores extranjeros al Estado que los vendió en el exterior para obtener fondos para financiar la guerra. De las inversiones de pre-guerra, cerca de la mitad llegó a valer casi nada como consecuencia del colapso de Rusia y la ruina de Austria, Hungría y los estados balcánicos. Una cuarta parte fué vendida por los tenedores mismos o por el Estado. Al finalizar la guerra, de los 40 mil millones de francos invertidos en el

---

(1) Kaeppelin - op. cit. - pág. 12.

exterior, quedaron apenas 10 mil millones. Debido a las deudas ocasionadas por la guerra y la pérdida de las tres cuartas partes de los valores extranjeros de propiedad de sus nacionales, Francia se transformó de país acreedor a país deudor.

La Bolsa de París entró en decadencia después de la primera guerra mundial y nunca volvió a recuperar su importancia anterior como mercado internacional de capitales. Durante el paríodo de post-guerra fueron poco numerosos los empréstitos de Estados extranjeros autorizados en Francia, limitándose los mismos a los empréstitos de conversión.

La Argentina utilizó los servicios del mercado de capitales de París por primera vez en el año 1881 cuando un sindicato de bancos franceses entró en competencia con los banqueros ingleses y, ofreciendo condiciones más ventajosas, negoció exitosamente el "empréstito francés" de 12 millones de pesos oro al 6%. Desde esa fecha los sindicatos franceses participaron activamente en la colocación de los empréstitos externos argentinos, muchos de los cuales obtuvieron cotización en la Bolsa de París. También se colocaron en París entre 1908 y 1912 algunos empréstitos provinciales argentinos.

Los títulos del gobierno argentino gozaban de buen prestigio en París y el monto en circulación en el año 1913 alcanzaba a más de 2 mil millones de francos. La guerra de 1914-1918 interrumpió esta tradición y después ya no resultaba posible recurrir a París en busca de capitales - situación que ha persistido sin cambios hasta el presente.

Los empréstitos rusos.-

Los títulos emitidos por la Rusia Zarista gozaban de gran acepción en Europa Occidental, sobretodo en París, donde se cotizaban numerosos empréstitos del gobierno ruso. Muchos inversores confiaban en las enormes posibilidades de la economía rusa que en los treinta años anteriores a la primera guerra mundial había progresado en forma notable. Es que las debilidades intrínsecas del sistema zarista no eran aparentes para el público en general que se dejaba impresionar por la imponente extensión del Imperio Ruso y sus grandes recursos humanos y materiales.

Durante la guerra de 1914-1918 el gobierno zarista emitió nuevos empréstitos muy importantes con el fin de financiar los gastos cuantiosos ocasionados por el conflicto, recurriendo a sus aliados, Francia e Inglaterra, para obtener los fondos correspondientes. En marzo de 1917 se produjo la Revolución y la caída del zarismo. En Octubre el partido bolchevique se apoderó del gobierno y poco después se produce el repudio de la deuda externa del Estado ruso, hecho que causó gran sensación en Francia debido al elevado número de inversores que se vieron afectados. El gobierno soviético alegó que nada tenía que ver con el régimen de los zares ni de Kerensky y que los empréstitos externos rusos habían sido emitidos sin ser aprobados por la Nación. Jurídicamente este acto de repudio no tenía defensa porque es una regla de derecho internacional universalmente reconocida que la revolución y el cambio de gobierno no afectan la identidad legal ni la responsabilidad de un Estado en materia

política y financiera. Además, los empréstitos se habían emitido conforme a las leyes existentes en Rusia, y con las sumas recibidas se efectuaron obras públicas de gran envergadura y se construyeron algunas de las vías férreas más grandes del mundo.

A pesar de la intervención de los gobiernos de Francia y Gran Bretaña, el repudio fué completo y los títulos rusos perdieron todo su valor. El efecto de este acto fué muy notable ya que marca el comienzo de una nueva era en la cual un cambio de régimen acompañado por convulsiones sociales puede involucrar pérdidas totales para los inversores extranjeros. Estos últimos, por supuesto, están hoy día bien interiorizados de tales peligros y ningún país al cual le falta condiciones de estabilidad convincentes puede confiar en colocar sus títulos en los mercados internacionales.

---------- O ----------

C A P I T U L O V I I

La situación actual.-

A partir de 1958 se entra en una nueva etapa y el Gobierno Nacional da comienzo a una serie de gestiones destinadas a restablecer el crédito del país en el exterior y posibilitar el acceso a los mercados internacionales de capitales. En el año citado se obtuvieron créditos de estabilización en instituciones internacionales y bancos a corto y mediano plazo. En 1960 cincuenta y cuatro bancos europeos, de ocho países, otorgaron otro préstamo de estabilización a mediano plazo, abriéndose así las puertas del crédito europeo. A comienzos de 1961 se revisaron los términos de pago de los créditos de estabilización de 1959 y 1960, así como los de la deuda consolidada de 1956 (Club de Paris) y la situación se presenta propicia para la colocación en Europa de títulos a largo plazo.

En este respecto debe tenerse presente que en algunos países europeos existen restricciones para la venta de valores extranjeros en sus propios mèrcados porque dichos países desean canalizar el ahorro local hacia la financiación de sus propias necesidades de capital. No hay restricciones en Suiza o en la República Federal Alemana y ambos Estados permiten la cotización de títulos extranjeros en sus bolsas de valores. Francia y

Gran Bretaña no lo autorizan pero permiten a los inversores locales a comprar títulos extranjeros en bolsas del exterior. En Italia existía una disposición legal que prohibía a sus residentes invertir fondos en títulos extranjeros pero por una reforma de las leyes financieras a principios de 1961 se autorizó a las instituciones financieras italianas la compra de diversos valores foráneos. Esta reforma permitió la participación italiana cuando se procedió a la colocación de títulos argentinos en Europa, como veremos a continuación.

En cuanto a intereses, el objetivo fundamental era ofrecer al mercado europeo títulos con un rendimiento atractivo de acuerdo con la situación imperante en los centros de capitales. Debe tenerse en cuenta que en el año 1961 se presentaban tasas de interés que iban desde el 4.5% en Suiza hasta el 7% en Alemania, pasando por el 6,5 al 7 de Francia y Gran Bretaña.

Por fin culminan los esfuerzos y negociaciones financieras internacionales que el Gobierno había iniciado en 1958 y en el mes de junio de 1961 se anuncia el acuerdo logrado con un grupo de bancos europeos para la colocación de títulos argentinos por un valor nominal total de 25 millones de dólares o su equivalente en francos suizos, marcos de la República Federal de Alemania, francos belgas, libras esterlinas, nuevos francos franceses, liras italianas o florines holandeses. Los respectivos montos nominales equivalentes fueron los siguientes : 108.250.000 francos suizos; 100.000.000 marcos alemanes; 1.250.000 francos belgas; 8.928.571 libras esterlinas; 123.426.500 francos franceses nuevos; 15.625.000.000 liras italianas o 90.500.000 florines holandeses.

El Bono General correspondiente a esta emisión, que se denomina Empréstito Externo de la República Argentina 1961/73, establece que el empréstito está representado por 20.000 títulos al portador de 500 dólares y 15.000 títulos de 1.000 dólares cada uno de valor nominal o su equivalente en las monedas de los países mencionados más arriba. Cada título está provisto de cupones semestrales, pagaderos el 1° de enero y el 1° de julio de cada año. El Gobierno Argentino se ha comprometido a amortizar el empréstito, ya sea a la par mediante sorteos de series de diez títulos, o por medio de la presentación de títulos comprados previamente en el mercado por debajo de la par, en seis cuotas anuales de 3 millones de dólares cada una, la primera de las cuales vence el 1° de julio de 1967 y una séptima cuota de 7 millones de dólares, que vence el 1° de julio de 1973. Todos los sorteos para amortización serán efectuados por el Swiss Credit Bank, en Zurich, por lo menos 60 días antes de la fecha de amortización y ante escribano público y un representante del Gobierno Argentino. Además de esa forma de amortización y previo aviso de tres meses, el Gobierno tendrá el derecho de rescatar el empréstito con anticipación a la fecha de vencimiento y no antes de 1967, parcialmente por sorteo a la par o a la presentación de títulos comprados en el mercado o totalmente por reembolso directo. Cualquier rescate anticipado no deberá ser inferior a 500.000 dólares. Debemos mencionar en este respecto que el derecho de rescate anticipado se ha incorporado tradicionalmente en los empréstitos emitidos por la República Argentina.

Los títulos devengarán interés a la tasa del 6 1/2% anual. A los efectos de calcular las equivalencias de monedas se utilizará el siguiente tipo de cambio por dólar: 4,33 francos suizos, 4 marcos alemanes, 50 francos belgas, 4,93706 francos franceses, 625 liras, 3,62 florines holandeses y 2,80 por libra esterlina.

Determínase que el capital e intereses de los títulos quedarán exentos de toda contribución o impuesto argentino, presente o futuro, hasta su completo rescate o pago, y se pagarán en tiempo de paz o guerra, a súbditos de naciones amigas o enemigas. Gozarán de garantía no inferior a la que el Gobierno dispusiere para cualesquiera otras obligaciones.

El Bono General también establece que los títulos que se emiten, los cupones y acuerdos en que están basados, como también su interpretación, derechos y obligaciones, están regidos por la ley suiza y toda reclamación será sometida a la jurisdicción de los tribunales suizos, siendo el tribunal competente la Corte Cantonal de Zurich. Esta cláusula (Artículo 14) fué modificada posteriormente por decreto del Poder Ejecutivo. La modificación dispone que los reclamos mencionados serán sometidos a opción del tenedor del título, a la jurisdicción de los tribunales argentinos o a la de las cortes competentes del Cantón de Zurich, con recurso de apelación ante la Corte Federal de Justicia de Lausanne. Esta modificación era bien necesaria, puesto que la redacción anterior del Artículo 14 tenía el serio defecto de ser objetable por razones evidentes de dignidad nacional.

Participaron en esta operación veintiún bancos europeos de siete naciones - Suiza, República Federal Alemana, Gran Bretaña, Francia, Italia, Holanda y Bélgica - y un banco norteamericano, los cuales tomaron los títulos al 95% de su valor nominal. El consorcio tomó la mitad de la emisión "en firme" y el resto en forma condicional, sujeta a las fluctuaciones del mercado financiero. Posteriormente informó el Banco Central que se habían vendido totalmente los títulos de la emisión (1) y que se encontraban avanzadas las gestiones para su cotización oficial en los Mercados de Valores de las Bolsas de Francfort y Zurich. La comisión percibida por el consorcio bancario era del 2,5% sobre el valor total del empréstito.

Es indudable que la colocación de esta emisión ha sido una operación significativa que marca el retorno de la República Argentina al mercado abierto de capitales. Por otra parte debe destacarse que la Argentina ha sido el primer país latino-americano en realizar una operación de esta índole después de la segunda guerra mundial. A su vez indica un paso adelante por parte de los gobiernos europeos que, a pesar de sus propias necesidades de capitales, se han mostrado dispuestos a colaborar en el desarrollo económico de países extranjeros.

En cuanto a la parte técnica, hay una característica importante en que se distingue esta emisión de los títulos argentinos a largo plazo, expresados en moneda extranjera que acostumbraba

---

(1) - Según declaraciones en conferencia de prensa del Vice-Presidente del Banco Central, Dr. Gonzalez del Solar (31 de Agosto de 1961).

emitir nuestro país antes de la segunda guerra mundial. Se trata de la opción del tenedor de percibir los intereses o valores de rescate en cualquiera de las monedas extranjeras especificadas. Esta modalidad goza de marcada preferencia actualmente en Europa, lo que puede atribuirse a la desconfianza de los inversores con respecto a una sola divisa en vista de los violentos cambios en el valor de las monedas de la mayor parte de los países durante los últimos años.

Originalmente se había informado que los fondos obtenidos por emisión de empréstitos externos serían destinados a restituir a la Tesorería de la Nación las sumas con que había contribuído a la capitalización de las empresas del Estado. (1) Efectivamente, la mayor parte de los programas de reactivación de Y.P.F. y de las amortizaciones por préstamos para comprar maquinarias y equipos se hicieron con fondos provenientes de la Tesorería, es decir del presupuesto. Sin embargo, al concretarse este empréstito europeo de 25 millones de dólares se anunció que el producido del mismo se destinaría al pago de las facturas adeudadas a proveedores y contratistas del Estado a quienes, por dificultades de tesorería, no se les había abonado en tiempo las sumas que se les debían. (2) Es de lamentar que se haya decidido utilizar los fondos del empréstito para pagar gastos normales de la administración pública. El cambio de destino de los fondos nos parece objetable ya que lo realmente indicado hubiera sido aplicar los mismos a obras de desarrollo

---

(1) Según declaraciones del Vice-Presidente del Banco Central, Dr. Gonzalez del Solar (1° de abril de 1961).

(2) Según declaraciones del Ministro de Economía, Dr. Alemann (27 de junio de 1961)

o a transformar obligaciones financieras a corto plazo en deudas cuyo vencimiento no fuera tan apremiante.

Unos meses después, se efectuó una nueva operación con uso del crédito externo de la Nación. El día 20 de octubre de 1961 se firmó el decreto por el que se aprueba el Bono General firmado por el secretario de Hacienda el 17 de octubre sobre la emisión de las series 2a. a 6a. del Empréstito Externo de la República Argentina 6 1/2% por un monto nominal de 114.833.000 dólares o su equivalente en francos suizos, marcos alemanes, francos belgas, libras esterlinas, francos franceses nuevos, liras italianas y florines holandeses. Estos títulos fueron emitidos según el decreto 9339/61 y tienen las mismas características y condiciones - que ya hemos detallado - de los títulos en circulación del Empréstito Externo de la República Argentina 6 1/2% - 1961/73.

El motivo de esta emisión fué el convenio suscripto el mismo día 20 de octubre entre el Estado y la compañía SODEC (Société d'Electricité de Luxembourg) por medio del cual fueron rescatadas las acciones de la empresa SEGBA (Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires) que se encontraban todavía en poder de tenedores particulares, quedando de este modo la totalidad de las acciones SEGBA en manos del Estado. Las acciones SEGBA fueron vendidas por SODEC al Banco Industrial por un precio global de 109.092.078,41 dólares, entregando el Banco en pago a SODEC títulos de la Deuda Pública de las características mencionadas al tipo de 95%, o sea por un valor nominal total de 114.833.000 dólares. Como podrá apreciar el lector, se trata de una operación especial convenida

entre ambas partes, de naturaleza muy distinta a la de las colocaciones directas en los mercados de capitales. Sin embargo, en el convenio se estipula que la empresa SODEC procederá a la venta de los títulos, lo que implica que se colocarán los mismos en los mercados en forma gradual e indirecta. Al respecto SODEC se comprometió a vender los títulos a un precio no inferior al 95% neto de su valor nominal.

En este caso el producido de un empréstito externo se ha aplicado directa e inmediatamente a la compra de acciones de una empresa de utilidad pública. Como estas acciones eran propiedad de una compañía extranjera, la operación ha tenido por efecto la nacionalización de un servicio público. No encontramos objetable en principio la utilización del crédito externo para tal fin. Evidentemente se ha sustituído una obligación externa por otra de distinta índole, por cuyo motivo, para justificar la operación es indispensable que la nueva obligación asumida no sea superior al valor intrínseco de los bienes adquiridos por el Estado. Pero creemos que se trata de un precedente peligroso puesto que podría cuestionarse la valuación asignada a los bienes adquiridos por el Estado, que se obliga por tal monto. En fin, el procedimiento, aún cuando puede justificarse, presenta problemas que no aparecen cuando se hace uso del crédito externo en la forma tradicional.

Se debe destacar que la nacionalización del servicio público no ha implicado en este caso su estatización. Si bien el Estado ha quedado con las acciones, se ha anunciado el propósito

eventual de colocarlas entre el público inversor de plaza. La empresa volvería, entonces, a tener un carácter privado, evitándose así los resultados desalentadores demostrados por la marcha de la mayoría de las empresas del estado.

La Deuda Pública.-

Como consecuencia de la repatriación de la deuda externa, a que nos hemos referido en el Capítulo III de este estudio, la deuda consolidada de la Nación quedó limitada a la deuda interna. En el año 1946 el Gobierno, en pleno auge de la política de dinero barato, efectuó una conversión exitosa de los títulos del Crédito Argentino Interno, emitiendo nuevos títulos a largo plazo al 3% de interés. Durante los años siguientes se sigue una política inflacionista que se caracteriza por una marcada desvalorización monetaria. Se repite lo que siempre ocurre en estas circunstancias cuando los tenedores de valores mobiliarios que rinden un interés fijo se encuentran víctimas de una inflación progresiva. Gradualmente la enorme mayoría de los tenedores de títulos públicos fué desprendiéndose de los mismos para destinar los fondos resultantes a inversiones de otra índole. Mientras tanto, el Banco Central siguió manteniendo la cotización en bolsa de los títulos del Crédito Argentino Interno 3% a un precio encima de 90 pesos - precio artificial que de otro modo hubiera descendido bruscamente a un nivel acorde con la realidad.

Por supuesto, esta situación implicaba la imposibilidad de colocar en el mercado interno nuevas emisiones de títulos.

Esto no preocupaba mayormente a las autoridades que efectuaron en forma sistemática y regular emisiones de Obligaciones de Previsión Social en cantidades muy elevadas, entregando dichas Obligaciones a las Cajas de Jubilaciones contra entrega de los fondos correspondientes. Utilizando este sistema el Gobierno pudo evitar la necesidad de recurrir al mercado con nuevas emisiones de títulos.

Más tarde, después de la Revolución de 1955, tomaron cuerpo las críticas bien fundadas a este procedimiento "sui géneris" y empezaron los esfuerzos para crear nuevamente un mercado interno de títulos públicos. Estos esfuerzos culminaron con el ofrecimiento al público de 3.000 millones de pesos valor nominal en nuevos títulos del Crédito Argentino Interno en Agosto de 1960.

Al recurrir nuevamente al mercado interno por intermedio del Banco Central, que actuó en su carácter de agente financiero del Gobierno Nacional, se ofrecieron nuevos títulos del 8% al precio de 92.-; es decir que la tasa real del interés fué alrededor del 8,7%. Por medio de amortizaciones anuales esta emisión quedará totalmente rescatada en diez años. Simultáneamente se efectuó un canje de los títulos del Crédito Argentino Interno del 3% por nuevos títulos del 8%. Por ser las condiciones de canje ventajosas (1), la inmensa mayoría de los títulos viejos

---

(1) En pago de los nuevos títulos del 8% se aceptaron en canje títulos del 3% a 79 pesos por cada 100 nominales más los intereses corridos.

fué canjeada, de acuerdo con las intenciones de las autoridades de sustituir dichos títulos por una nueva emisión con un rendimiento para el público proporcionado a las condiciones imperantes en plaza. Se colocaron títulos por 1.293,5 millones por suscripción en efectivo y cerca de 1.250 millones por rescate de títulos de bajo interés, de los cuales 1.072 millones tenían carácter nacional. (1)

En 1961 se procedió en la misma forma a la conversión de los títulos de bajo interés en poder de las dependencias y bancos oficiales.

En diciembre de 1960 se efectuó una emisión de Cédulas Hipotecarias Argentinas del 8% - que cuentan con la garantía de la Nación - también al precio de 92, colocándose unos 1.011,9 millones valor nominal antes del cierre del año.

A pesar de la capacidad evidentemente limitada del mercado interno, estas emisiones eran índice promisorio para el futuro. Lamentablemente, el curso de los acontecimientos ha sido muy desfavorable en este respecto. Ha vuelto a predominar nuevamente la falta de confianza en la moneda nacional, lo que aleja por razones obvias toda posibilidad de emitir títulos expresados en la misma.

Esta situación ha traído una consecuencia que es síntoma típico cuando se teme una desvalorización contínua de una moneda

---

(1) Memoria del Banco Central de la República Argentina - Ejercicio 1960 - pág. 43 - Simultáneamente se canjearon ciertas emisiones de títulos provinciales y municipales.

determinada. Existen fondos cuantiosos en el exterior de titulares argentinos quienes volverían a traer dichos fondos al país de existir condiciones más favorables. En un esfuerzo para atraer capitales de esta naturaleza, el Gobierno ha emitido en 1962 el "Empréstito Patriótico de Recuperación Nacional - 9 de julio - 7% - 1962", emisión interna que cuenta con garantía vinculada al valor del oro en el mercado libre, y que, por consiguiente, ofrece al inversor una defensa contra la desvalorización monetaria.

Por otra parte, quedan los mercados de capitales del exterior, a los cuales se podría recurrir siempre que la situación institucional y económica del país presentara un cuadro estabilizado.

La deuda consolidada interna al 30 de septiembre de 1962 ascendía a 117.837,3 millones de pesos moneda nacional, mientras que la deuda consolidada externa a la misma fecha era de 139,7 millones de dólares, de acuerdo con el siguiente detalle:(1)

Deuda consolidada interna	En miles de m$n
Crédito Argentino Interno del 3%	15.700,5
Obligaciones de previsión social del 4%	28.184,9
Obligaciones de previsión social del 5%	25.731,2
Caja Nacional de Jubilaciones Civiles	10,0
Crédito Argentino Interno, y otros, del 8% ...	48.210,7
Total	117.837,3

(1) Fuente: Boletín Estadístico del Banco Central - Septiembre 1962, pág. 35.

Deuda consolidada externa	en millones de dólares
Empréstito Externo de la República Argentina 1961/73	139,7

Debe tenerse presente que la mayor parte de la deuda externa no ha sido consolidada y que el país no dispone de un inventario completo de la misma. El Banco Central se limita a realizar el cómputo de sus propias operaciones y de las que corresponden a las empresas oficiales y otros organismos del Estado. Es intención del Ministerio de Economía dar a conocer un cómputo total de la deuda externa, que incluiría las obligaciones contraídas por empresas privadas argentinas en el extranjero.

Ultimamente el Banco Central ha ido publicando estimaciones oficiales de la deuda externa argentina. En estas estimaciones se computan las obligaciones efectivamente contraídas con el exterior por los gobiernos nacional y provinciales, las empresas y otros organismos estatales, y, también, lo adeudado por empresas privadas al Banco de Exportación e Importación de los Estados Unidos. La estimación no es completa puesto que no se incluyen las obligaciones de particulares ajenas al Eximbank. Como el total de la estimación al 31 de julio de 1962 (1) alcanza a 2.658,6 millones de dólares, de los cuales 2.169,8 corresponden a capital y 488,8 a intereses, puede presumirse que el conjunto de los compromisos nacionales en el exterior supera los 3.000 millones de dólares. Esto representa una

---

(1) Fuente: Boletín Estadístico del Banco Central - Septiembre de 1962, pág. 33/4.

carga muy pesada si se toma en cuenta que las exportaciones anuales se encuentran actualmente alrededor de los 1.000 millones de dólares y en 1961 han sido inferiores a las importaciones.

En cuanto a los compromisos que se deben atender en los años próximos, la estimación del Banco Central contiene las siguientes cifras :-

Con vencimiento en:	1962	164,4	millones de dólares
	1963	389,6	" " "
	1964	463,9	" " "
	1965	382,2	" " "
	1966	261,2	" " "
	1967	190,9	" " "
	1968	154,3	" " "
	1969	131,9	" " "
	1970/90 ...	520,2	" " "

Como puede observarse, las amortizaciones e intereses a abonar crecen hasta llegar a la cifra impresionante de 463,9 millones de dólares para 1964 y, después, disminuyen marcadamente. Por lo tanto, es muy claro que se impone la necesidad de llegar a la consolidación de gran parte de la deuda externa, lo que permitiría escalonar los pagos y vencimientos en una forma más conveniente.

Posibilidades de emitir empréstitos internos y externos.-

Hemos comentado ya que las emisiones de títulos del Crédito Argentino Interno 8% y de Cédulas Hipotecarias Argentinas en 1960 y 1961 demostraron que el mercado interno tenía una capacidad

de absorción muy limitada. Luego esta capacidad iba desaparecer totalmente debido a la falta de confianza en la estabilización monetaria y al estado de iliquidez acentuada de la plaza que trajo como consecuencia una elevación general de las tasas de interés imperantes en el mercado monetario. En cuanto a esta situación de iliquidez, debe hacerse mención especial de la acción perturbadora de las plantas de automotores, a las cuales se ha referido el Banco Central en los siguientes términos: "El régimen de fabricación o armado de automotores ha creado para la colocación a plazos de las unidades producidas, cada vez en mayor número, una nueva y masiva demanda de fondos que soporta intereses elevados y que recurre ostensiblemente al mercado, abonando intereses que hasta hace poco eran típicos del mercado negro. Las tasas han vuelto a aumentar, y mientras no se produzca la saturación de la demanda en ese y otros renglones, las emisiones oficiales dejarán de ser atractivas para el mercado de capitales." (1) Bajo estas circunstancias las autoridades no tienen posibilidad de poder cubrir una parte del díficit del presupuesto nacional por medio de emisiones de títulos expresados en moneda nacional.

Es indudable que no será tarea fácil restablecer un mercado para títulos públicos. Los inversores no se olvidan fácilmente de los años de inflación y no es de extrañarse que tengan sus dudas en cuanto a la estabilización monetaria. Solamente una política de moneda dura durante cierto tiempo podría restaurar la confianza perdida y permitir el desarrollo gradual

---

(1) Memoria del Banco Central de la República Argentina correspondiente al ejercicio vencido el 31 de diciembre de 1960, pág. 11/12.

de un mercado interno con capacidad para absorber emisiones de títulos públicos en montos de significancia. La aplicación de tal política no es nunca popular pero es el camino seguido por Francia, Italia y, últimamente, España - países que han conseguido estabilizar sus respectivas monedas en mayor o menor grado. Cuesta pensar que nuestro país siga por tiempo indefinido un proceso de inflación que ya ha traído consecuencias muy graves para la estructura económica del país.

Queda la posibilidad de emitir en el mercado interno títulos públicos expresados en moneda extranjera o con garantía de oro. Chile ha seguido el primer procedimiento y Francia tuvo gran éxito con el segundo. En 1962 la Argentina ha emitido el "Empréstito Patriótico de Recuperación Nacional - "9 de Julio" - 7% - 1962" con títulos cuyo servicio de intereses y amortización se ajustará al valor del oro en los centros internacionales y en el mercado libre en Buenos Aires.

En cuanto a las posibilidades de contraer empréstitos externos, los dos mercados tradicionales son los de Londres y Nueva York. Como hemos visto, rigen actualmente restricciones en el mercado de Londres que impiden el acceso de nuestro país a esta importantísima fuente de capitales. Por consiguiente, hasta que se modifiquen las normas vigentes, no puede encararse una emisión de títulos argentinos en dicha plaza. Pero no debe descartarse la posibilidad de que se concrete el ingreso de Gran Bretaña al Mercado Común Europeo, en cuyo caso podría producirse en un futuro no lejano una liberalización de las restricciones existentes. Esto permitiría al mercado de Londres volver a su papel tradicional

de proveedor de capitales, con puertas abiertas para emisores de todas partes del mundo.

En el mercado de Nueva York las condiciones actuales son más favorables debido al incremento que han experimentado en los últimos años las emisiones de títulos de gobiernos extranjeros. Por otra parte, las tasas de interés imperantes en los Estados Unidos son más bajas actualmente que en Europa en vista de la política seguida por el Federal Reserve Bank, lo que permite que se efectúen emisiones a una tasa de interés moderada y razonable para el país emisor. Declaraciones formuladas por funcionarios nacionales en distintas oportunidades durante los últimos tiempos confirman que el Gobierno Nacional tiene la intención de efectuar emisiones de títulos argentinos en moneda extranjera y de recurrir nuevamente a los mercados de capitales cuando las circunstancias lo permitan. Nueva York es el mercado de mayor importancia donde colocan habitualmente sus títulos países como Canadá, Australia, Bélgica y numerosos otros. Una emisión pública tomaría la forma de un empréstito representado por títulos cotizados en la "New York Stock Exchange" (Bolsa de Valores de Nueva York) mientras que una emisión privada implicaría una colocación directa entre los bancos e instituciones financieras. Las emisiones públicas suelen efectuarse cuando las circunstancias son propicias en la bolsa y se podrán vender títulos por montos mayores de los diez millones de dólares - es decir, cuando la emisión que se desea efectuar es demasiado grande para una colocación privada.

En cuanto al mercado europeo las mejores perspectivas se presentan en la República Federal Alemana y, en segundo lugar, en

Suiza. El gran desarrollo económico de Europa que se ha producido como consecuencia del Mercado Común Europeo induce a anticipar que aumentarán los capitales disponibles para inversiones en títulos extranjeros siempre que los países emisores ofrezcan condiciones adecuadas en cuanto a su estabilidad política y económica.

Nos hemos referido a la necesidad de circunstancias propicias para las colocaciones públicas. Es notoria la sensibilidad de las bolsas de valores, donde repercuten inmediatamente los acontecimientos políticos y financieros del mundo. Antes de producirse en 1962 la incierta situación institucional y financiera en el orden nacional, las perspectivas para la colocación de una emisión de títulos argentinos en Nueva York eran muy promisorias pero evidentemente las circunstancias han cambiado. Unicamente se podrá volver a encarar la posibilidad de una emisión de esta índole cuando han desaparecido las causas que provocan inquietud entre los inversores.

Hay otro aspecto que no debe ser motivo del olvido en esta materia. Ultimamente algunas provincias están negociando empréstitos (1) o créditos de considerable importancia con instituciones financieras del exterior, destinados a la construcción de obras públicas y otras finalidades de interés social. Si bien los intereses y amortizaciones se pagarían con recursos provinciales, se trataría de conseguir que estas operaciones fueran garantizadas

---

(1) Ver declaraciones del Ministro de Hacienda, Economía e Industrias de la Provincia de Santa Fé el 22 de diciembre de 1961, reproducidas en los diarios nacionales el día siguiente.

por bancos oficiales nacionales o provinciales. Es innegable que es atribución de las provincias, de acuerdo con el Artículo 107 de la Constitución Nacional, emitir empréstitos tanto externos como internos, pero si los bancos oficiales nacionales van a respaldar con su garantía operaciones de crédito de las provincias, las autoridades nacionales tienen derecho y deber de intervención en el estudio de las obras públicas que dan origen a los préstamos a fin de asegurar que se justifiquen las inversiones pertinentes. Es que el Gobierno Nacional que no consigue eliminar el déficit del presupuesto no está en condiciones de asumir el peso adicional de deudas provinciales. Por consiguiente, - y tomando en cuenta que el Gobierno Nacional desea llevar a cabo la colocación de empréstitos externos con plenas posibilidades de éxito - debe extremar su vigilancia en este sentido, evitando toda posibilidad que se repitiera con las deudas provinciales lo que ocurrió a fines del siglo pasado cuando el Gobierno Nacional tuvo que hacer de mediador entre provincias morosas y sus acreedores extranjeros, o tomar simplemente las deudas a su cargo.

La refinanciación de las deudas externas.-

Hemos señalado antes en este trabajo el peligro que implica asumir obligaciones externas por montos exagerados cuya cancelación a su vencimiento ocasiona salidas de divisas por un monto superior a las disponibilidades del país. En los próximos años la Argentina deberá hacer frente a pagos cuantiosos en el exterior para reembolsar a sus acreedores. El cumplimiento de estas obligaciones influirá muy desfavorablemente sobre la balanza de pagos y, en consecuencia, sobre la tenencia de divisas. Ya

ha sido necesario pactar amortizaciones con respecto a algunos de los compromisos pendientes.

¿ Como se ha llegado a esta situación poco cómoda ? Es que muchas de las deudas contraídas en el exterior, tanto en el sector del gobierno como en el sector privado, han sido convenidas a muy corto plazo. En el sector estatal se han emprendido muchas obras y actividades industriales sin contar con una financiación adecuada. Por otra parte, las importaciones importantes de maquinarias en los últimos dos años han pesado sobre la balanza de pagos, lo que ha contribuído a disminuir las tenencias de divisas. Claro que debe tomarse en cuenta el cuadro muy decepcionante en cuanto a las exportaciones que no sobrepasan los 1.000 millones de dólares por año. Un aumento sensible de las exportaciones en los últimos años podría haber cambiado bastante el panorama. En fin, la situación actual es muy seria para el país y hace necesaria la revisión de la forma de pago de las deudas externas puesto que las reservas reducidas de oro y divisas no hacen posible otra alternativa.

La colocación de empréstitos externos puede jugar un papel interesante en estas circunstancias, ayudando a aliviar el peso de las obligaciones que deben quedar satisfechas a corto plazo. Lo indicado sería tratar de ir reemplazando una deuda externa por otra a plazo más largo, permitiendo así al país pasar por el período difícil en cuanto a divisas que deberá afrontarse en los años inmediatos. La refinación de las deudas externas se vería facilitada, por consiguiente, por nuevas emisiones de títulos argentinos en el exterior ya que forzosamente deberá

afrontar el país otras operaciones financieras, tales como las "recompras" que la Argentina debe efectuar al Fondo Monetario Internacional por las obligaciones suscriptas según los acuerdos "stand by", los pagos correspondientes a los convenios llamados de "créditos contingentes" concertados con los consorcios bancarios norteamericanos y europeos y los pagos a los países acreedores que forman el llamado Club de Paris. De otra forma la distribución de vencimientos de la deuda externa se presenta como muy pesada y dificultaría enormemente el proceso de capitalización que deberá realizar el país. En conclusión, la política apropiada y lógica es hacer todo lo posible para la transformación de los compromisos de corto a mediano o largo plazo, sin excluir la posible emisión de títulos en los mercados internacionales.

Conclusiones.-

Si bien consideramos que los empréstitos externos contraídos por un Estado pueden dar un estímulo interesante a su economía y facilitar un proceso de capitalización interna, creemos necesario señalar una vez más los peligros que es fundamental evitar :-

a) En vista del efecto posterior de los empréstitos externos sobre la balanza de pagos, en ningún caso debe recurrirse a los mismos en forma exagerada, cuidando que las deudas externas no lleguen eventualmente a un monto cuyo interés y amortización resulten una carga superior a la capacidad de pago del país.

b) Es muy nociva la práctica de utilizar el producido de los empréstitos externos para sufragar gastos corrientes de presupuesto. La consolidación de la deuda flotante externa por medio de un empréstito puede ser una medida necesaria en caso de emergencia nacional para evitar el caer en el incumplimiento, pero se ha llegado a tal situación extrema por haberse seguido un camino nefasto con anterioridad.

c) Debe mantenerse una severa vigilancia en cuanto a las garantías y avales otorgados por bancos y reparticiones oficiales a operaciones efectuadas por las provincias y municipios, por las empresas del estado o por particulares. La responsabilidad indirecta que tales garantías implican para la Nación puede convertirse en directa, pudiendo llegar las cifras pertinentes a montos muy significativos si no se han controlado muy estrictamente.

¿ En qué casos podemos justificar los empréstitos externos ? En cuanto al destino que se dé a los fondos del empréstito, es indudable que una política selectiva y previsora puede atenuar el efecto negativo que el pago de los servicios pudiera tener sobre la balanza de pagos. Teniendo presente este factor fundamental, en nuestra opinión las operaciones aceptables deberían limitarse a los cuatro casos que se indican a continuación :-

1) Si el motivo del empréstito es estimular la producción interna de bienes que con anterioridad se importaban o que no se consumían en el país.

2) Si el motivo es estimular la producción de bienes para la exportación.

3) Si los fondos del empréstito se invierten en aquellas actividades que a su vez generen otras actividades económicas, creando así indirectamente una mayor riqueza y prosperidad para el país (ferrocarriles, obras de irrigación, etc.)

4) Si el motivo del empréstito queda encuadrado dentro de un plan para la refinanciación de las deudas externas existentes, transformando los compromisos de corto a mediano o largo plazo. En este respecto nos referimos a una refinanciación de créditos del exterior a favor de instituciones internacionales o bancos extranjeros, pero no a una consolidación de deuda flotante originada por gastos corrientes del Estado.

Cuando los empréstitos se utilizan para algunas de las operaciones señaladas, se ocasionará directamente o indirectamente el ahorro o el ingreso de divisas, facilitando el problema de la amortización y pago de servicios, o se aliviará la balanza de pagos, postergando vencimientos de deudas. Sin embargo, al contraer empréstitos que representan nuevas deudas hacia el exterior, siempre debe contemplarse la capacidad de pago del país, por bien intencionado que sea el destino que se piensa dar a los fondos resultantes de la operación.

---------- O ----------

C A P I T U L O V I I I

Impacto de los empréstitos sobre la balanza de pagos.-

En el Capítulo I de este trabajo hemos comentado que si bien la balanza de pagos se beneficia en el momento de contraerse un empréstito externo, en los años posteriores se hará sentir la obligación de ir cumpliendo con el servicio de la deuda. Ahora entraremos a analizar en más detalle los efectos positivos y negativos del empréstito sobre la balanza de pagos.

Como el empréstito externo es una forma de importar capitales, debemos empezar por preguntarnos que clase de economía puede beneficiarse con la ayuda del capital extranjero. En el caso de los países denominados subdesarrollados el ahorro interno es insuficiente y los bienes de consumo representan la casi totalidad de lo que se produce y se importa. No hay margen para adquirir bienes de capital ya que el consumo absorbe casi todo el ingreso nacional. Después tenemos los países que no producen bienes de capital aunque cuentan con ahorro interno. En este caso pueden tomarse medidas para canalizar el ahorro interno hacia la obtención de bienes de producción y este proceso puede ser acelerado por la afluencia del capital extranjero. (1)

En términos generales la importación de capitales produce dos efectos sobre la economía del país que los recibe:

---

(1) - Para más información relativa a ambas situaciones remitimos el lector a "Problemas Derivados del Ingreso de Capitales Extranjeros" y "Política Económica de los Capitales Extranjeros y sus Repercusiones en la República Argentina" de Federico J. Herschel y Samuel Itzovich - Revista "Selección Contable" Febero y Marzo,1956.

1) Los nuevos capitales tienen un efecto expansivo sobre el ingreso nacional. Al producirse una oferta adicional de capitales, la inversión y el consumo interno aumentarán, dependiendo el grado de aumento de la proporción a consumir y a importar del país en cuestión.

2) En cuanto a la posición monetaria internacional del país, las inversiones extranjeras dan origen a una oferta adicional de divisas y esto tiende a aumentar el valor de cambio de su moneda.

Es evidente que el pago de los servicios financieros resultantes de la importación de capitales tiene el efecto opuesto con respecto al ingreso nacional y a la posición monetaria internacional del país deudor puesto que: a) se contrae el ingreso nacional al utilizarse parte de los ingresos para adquirir divisas para su remesa al exterior; b) la demanda adicional de divisas tenderá a deprimir el valor internacional de la moneda del país deudor.

Además es fundamental tener en cuenta que el efecto expansivo sobre el ingreso nacional resultante de las inversiones de capital extranjero tiende necesariamente a hacer aumentar las importaciones, siempre que no se produzca una declinación en la propensión marginal a importar como consecuencia del tipo de inversión efectuada. Si no se produce tal declinación, el país importador de capitales se encontrará en una posición muy vulnerable porque si con el tiempo decae la afluencia de capitales se presentará inevitablemente un desequilibrio en la balanza de pagos.

Por lo tanto el tipo de inversión es de importancia primordial para el país importador de capitales. Este problema no presenta evidentemente motivos de preocupación para los países exportadores de capital; al contrario, la experiencia histórica demuestra que éstos han preferido en la mayoría de los casos invertir en actividades destinadas

a proporcionar productos a los mercados del exterior; por ejemplo en el fomento de la producción de productos primarios o actividades subsidiarias del sector exportación como los transportes. Al seguir analizando con más profundidad los distintos tipos de inversión, veremos porque no conviene al país deudor una afluencia exagerada de capitales a ciertas clases de actividades.

Desde el punto de vista jurídico la importación de capitales puede clasificarse en tres grupos (1) :

a) Inversiones en acciones. En este grupo caben las inversiones directas que han representado desde 1930 la mayor parte de las inversiones extranjeras en los países latinoamericanos.

b) Inversiones en obligaciones (bonos, debentures, etc.). En este grupo entran los empréstitos. Antes de 1930 la colocación de títulos emitidos por gobiernos nacionales en los mercados internacionales de capitales era probablemente la principal actividad en el campo de las inversiones internacionales.

c) Ayuda sin contraprestación.

Con excepción del grupo c) todas las variaciones de importación de capitales implican una obligación hacia el exterior que consiste en el pago de intereses y dividendos y de restituír oportunamente el monto principal. La obligación puede ser fija - caso del grupo b) - o variable, dependiendo de la lucratividad de las inversiones financiadas por el capital extranjero.

Comparando los empréstitos con las inversiones directas, podemos observar que los primeros dan origen a una carga fija que debe cumplirse aunque las circunstancias no sean propicias mientras que esto no sucede con las inversiones directas. Sin embargo, a largo plazo las

---

(1) - Ver Herschel y Itzovich - op. cit. pág. 11/12

inversiones directas generalmente originan utilidades que representan cifras bastante más importantes que los servicios financieros originados por los empréstitos. Además, en el caso de los empréstitos el país importador de capitales puede destinar los fondos recibidos de acuerdo con un plan de desarrollo adecuado a las necesidades del país. Evidentemente, la finalidad que se da a los fondos depende del gobierno del país que los recibe y que los puede utilizar para consumo o para inversión. En principio, es aconsejable que se destinen los capitales a proyectos de inversión cuyo rendimiento - resultante del aumento de la producción - sea mayor que la carga de los servicios financieros del empréstito.

Los efectos sobre la balanza de pagos de los distintos tipos de inversión han sido analizados por J.J. Polak en un trabajo interesante "La Balanza de Pagos y las inversiones financiadas con préstamos exteriores". (1) en el cual demuestra como, según el tipo de inversión, podrá resultar un saldo favorable, o un saldo desfavorable o no producirse cambio alguno en la posición de divisas del país importador de capitales.

Polak aborda el problema bajo ciertos supuestos simplificadores: supone que existen condiciones de estabilidad económica en el extranjero y que esto implica para el país deudor:

a) que no se retirarán repentinamente los capitales ni cesará la afluencia de los mismos.
b) que, al disponerse de más productos exportables a precios suficientemente bajos, se podrá encontrar un mercado para los mismos.
c) que las exportaciones no declinarán repentinamente debido a una depresión económica en los países prestamistas.

Además se suponen ciertas condiciones en cuanto a la economía interna del país prestatario:

---

(1) - La traducción española de este trabajo ha sido publicada en "Ensayos sobre la teoría del comercio internacional" edit. Fondo de Cultura Económica, Méjico, 1953 - ver págs. 405/434.

1) De toda cantidad adicional de ingreso, se gasta en consumo una cierta fracción constante (propensión marginal a consumir).
2) De toda cantidad gastada, en consumo o en inversión, se gasta en el extranjero una cierta fracción (propensión marginal a importar). Para simplificar se supone que la misma fracción se aplica a los bienes de consumo y a los de inversión.
3) Existe un amplio exceso de capacidad para la producción de bienes y servicios que, por razones técnicas o económicas, no pueden exportarse.
4) La oferta de recursos es suficientemente elástica para poder ignorar cambios en los precios. Por ejemplo, si se efectúan inversiones para producir bienes de exportación, se supone que esas inversiones no son tan cuantiosas que provoquen un alza de salarios y precios y lleguen a destruír la posición competitiva del país.

La inversión de capitales extranjeros trae aparejada una inversión en bienes y servicios de producción nacional; es decir, que la inversión total va ser mayor a menos que la propensión marginal a consumir se eleve hata la unidad. Esto sucede porque todo el dinero adicional puesto en circulación como pago a los factores empleados en la producción de bienes de inversión ha de ir a parar finalmente o al ahorro nacional o al banco central para adquirir divisas con las cuales pagar importaciones. Si la propensión marginal a consumir es igual a la unidad, todo el dinero puesto en circulación llegará a salir, y una parte muy considerable saldrá rápidamente, en pago de importaciones. En ese caso marginal la tasa de inversión no puede exceder a la tasa de préstamos extranjeros.Pero, normalmente, siendo la propensión marginal inferior a uno, las importaciones serán menores que la inversión. A la razón que existe entre la tasa de inversión y la tasa inicial de influjo de capital la denomina Polak "coeficiente de expansión". (1)

El proceso de aumentar la inversión en una cantidad mayor que el capital importado funciona, en una economía de precios, en parte a través de la política crediticia de los bancos. Las empresas o los organismos públicos que obtienen préstamos extranjeros venderán normalmente las divisas adquiridas al sistema bancario nacional, el cual utilizará dichas divisas para financiar sus inversiones en el mercado interno. En la medida en que estas inversiones provoquen, directa o indirectamente, importaciones, el sistema bancario tendrá que desprenderse de parte de las divisas adquiridas a cambio de una reducción de sus depósitos.

Existe el riesgo de que una expansión exagerada de los préstamos y depósitos bancarios sea superior a la razón máxima de expansión, lo que puede dar lugar a consecuencias desastrosas, porque con el tiempo la demanda de divisas para pagar las importaciones inducidas será superior a la existencia de divisas en poder de los bancos. A menos que puedan obtener préstamos adicionales del extranjero, los bancos tendrán que reducir drástica y abruptamente sus créditos; en verdad tendrán que imponer a sus clientes un período de desinversión.

Podemos clasificar los tipos de inversión en tres grupos, asociados a distintos tipos de productos, y analizar el excedente neto de exportación para cada grupo:

1) Bienes que se venden adicionalmente para exportación o que se venden en el mercado interno en vez de bienes que anteriormente se importaban. El valor total de estos bienes representa una adición al excedente de exportación, pero no una adición neta. El valor de exportación adicionado - o sea el valor de importación deducido - representa un incremento de ingreso que de acuerdo con el proceso del multiplicador provocará a su vez nuevas importaciones. Estas importaciones serán menores que el valor total de los bienes exportados o con los cuales se han sustituído importaciones, a

menos que la propensión marginal a consumir sea igual a la unidad. Si absorben un 50% de ese valor, el excedente neto de exportación resultante de este tipo de inversión será la mitad del valor añadido en el país.

2) Bienes vendidos en el mercado interno que reemplazan bienes similares que antes se vendían en ese mismo mercado, y bienes vendidos en el extranjero que reemplazan bienes similares que anteriormente se vendían en el extranjero. La inversión tal vez lleve a una baja de los precios, debido a economías en la producción, o a precios algo más altos, si el producto es de mejor calidad. El volumen de producción podrá ser mayor o menor que el anteriormente obtenido con la antigua estructura de capital. Pero no hay razón para esperar un aumento, a menos que la demanda haya crecido por aumento de los ingresos en otras industrias, puesto que la renovación del capital no produce por sí sólo ese aumento del volumen de producción. En general, si nos colocamos en un plano de abstracción, puede decirse que con este tipo de inversión el excedente neto de exportación será igual a cero.

3) Mercancías vendidas en el mercado interno en adición a las que anteriormente se vendían y en exceso del aumento de la demanda provocado por el alza de ingresos. Por ejemplo, si se efectúan inversiones para producir bienes de consumo durables que se venden mediante una ampliación de los créditos al consumo. Asimismo un gobierno puede invertir fondos en obras públicas o en proyectos de rehabilitación de viviendas populares que posteriormente administre con pérdidas sin cubrirla con el producido de la tributación. El resultado de la inversión es que se produce una reducción del afán de ahorrar, de parte del consumidor individual o del gobierno. Este tipo de inversión requiere tantas importaciones como en el caso 1), pero no se obtienen divisas y el excedente neto de exportación es una cifra negativa.

Según las proporciones relativas en que se divida la operación total entre los tipos de inversión 1) y 3), se obtendrá un excedente neto de exportación o un excedente neto de importación.

En cuanto a los servicios financieros originados por los préstamos del exterior, es evidente que el tipo de inversión 1) deja un excedente neto de exportación que generalmente cubrirá el costo de los servicios, en tanto que los tipos 2) y 3) no proporcionarán este excedente para poder hacer lo mismo. En este respecto debe notarse que la inversión total puede ser considerablemente superior al importe de los préstamos del exterior sobre los cuales se efectúa el pago de los servicios. Esto significa que la posibilidad de cubrir el costo de los servicios con el excedente neto de exportación depende más de la distribución de la inversión total entre los tipos 1), 2), y 3) que de las condiciones estipuladas para el pago del servicio. No se debe considerar con indiferencia la magnitud de los servicios pero es completamente equivocado el concepto de que el servicio de la deuda es el principal peligro de una política de inversiones basada en créditos del exterior y de que si el servicio es razonablemente bajo, puede efectuarse la inversión con seguridad. Pasa exactamente lo contrario y si la inversión se distribuye acertadamente, será posible cubrir sin dificultad cualquier servicio de la deuda.

Otro factor de gran importancia consiste en los posibles cambios en la afluencia de capital extranjero. Aquí lo que interesa es el caso cuando declina el influjo de capital. Si la inversión deja un excedente de divisas, tal vez podrá evitarse una escasez de las mismas derivada de la contracción en la tasa de importación de capital. Si esto no es el caso, no podrá mantenerse la tasa oroginal de inversión, lo que repercute forzosamente en la economía interna. Es evidente que una política previsora puede disminuír los efectos de tal eventualidad, aunque este riesgo siempre existe y probablemente está fuera del control del país prestatario.

ulnerabilidad de ciertas economías-

De acuerdo con la doctrina clásica, si se produce un desequi-
ibrio estructural en las cuentas internacionales de un país, la actuación
el mecanismo del precio se encargará de restaurar el equilibrio. Ahora bien,
n el caso de los países productores y exportadores de materias primas, cuan-
o las oscilaciones de precios eran ineficaces o insuficientes, la doctrina
lásica suponía que las revisiones del tipo de cambio podrían aplicarse como
uerza correctiva. Además, se opinaba que entrarían en juego las reservas
onetarias internacionales y los movimientos de capital equilibradores, pro-
orcionando los medios para hacer frente a cualquier déficit temporario. Aún
n el caso de una balanza de pagos en transacciones corrientes en condiciones
asi permanentemente deficitarias, se esperaba que las inversiones interna-
ionales en gran escala proporcionarían las divisas necesarias para mantener
al situación.

A pesar de contar todavía con sus defensores, la doctrina clá-
ica hace tiempo que no es generalmente aceptada. Sus fundamentos teóricos
an sido cuestionados y en la práctica ningún país hoy día está dispuesto a
orrer los riesgos de los ajustes dolorosos, y probablemente ineficaces, que
mplicaría la adopción lisa y llana de la doctrina.

En cuanto a la experiencia del pasado, se ha podido observar
a gran vulnerabilidad de ciertas economías con respecto a los posibles dese-
uilibrios en la balanza de pagos. Volviendo al caso de los países productores
y exportadores de materias primas, su vulnerabilidad en este sentido es notab-
le. La exportación de productos primarios constituye su única fuente normal de
ingresos internacionales y está expuesta a un alto grado de inestabilidad
debido, ya sea a los factores climáticos cuando se trata de productos agrí-
colas, o en todos los casos a las oscilaciones de los precios en el mercado
internacional. Como los países mencionados son casi siempre países deudores
también, la inestabilidad afecta las dos fuentes de ingresos internacionales:
la fuente primaria que deriva de los productos exportados y la fuente comple-
mentaria que corresponde a las inversiones de capital extranjero. En el

pasado se han producido depresiones económicas en los países acreedores que han frenado bruscamente la exportación de capitales y tales cambios repentinos han provocado serios problemas de desequilibrio para las balanzas de pagos de los países deudores.

La obligación de cumplir con los servicios de la deuda externa origina una demanda de divisas que compite con las necesidades de la importación o para efectuar remesas al exterior por otros conceptos. Debido a la marcada inflexibilidad del servicio de la deuda externa, si la oferta de divisas es apenas suficiente, cualquier disminución sensible de la afluencia de capital extranjero significará en términos relativos una contracción mucho más acentuada de las importaciones que del servicio de la deuda. Si el país deudor tiene una alta propensión a importar, el peligro es aún mayor.

Se considera que un país tiene una alta propensión a importar cuando una elevada proporción de su ingreso nacional se gasta en la adquisición de bienes y servicios extranjeros. Se nota esta alta propensión a importar en los países que industrialmente son insuficientemente desarrollados y que son precisamente los países donde hay insuficiencia de capital. Por consiguiente, cuando la oferta de divisas es insuficiente, estos países deben afrontar un problema con respecto a la utilización de sus divisas disponibles.

En cuanto a los empréstitos en particular, debe tenerse presente que los intereses y amortización de los mismos representan una obligación externa de carácter inflexible puesto que queda afectado directamente el crédito externo del mismo gobierno emisor. No hay obligación idéntica cuando se trata de las utilidades derivadas de las inversiones privadas de capital extranjero que en casos de emergencia pueden quedar sometidas a un sistema de control de cambios.

Para que los países productores y exportadores de materias primas eviten desequilibrios acentuados en sus balanzas de pagos, es necesario adoptar una política previsora en cuanto a las importaciones. Ya que la propensión a importar es alta, es conveniente una política de restricción de las importaciones en cuanto se presenten síntomas de un futuro desequilibrio. Al

han recomendado la implantación de un sistema de contralor de cambios aplicable sobretodo a las importaciones, de tipo elástico susceptible de modificaciones según las circunstancias. (1) Es evidente que, llegado el desequilibrio, es forzoso tomar medidas de emergencia. Sin embargo, es lamentable que en la mayoría de los casos, una política más prudente con respecto a los tipos de inversión de capital extranjero hubiera alejado los peligros que después se hicieron realidad.

Para un país deudor y de desarrollo insuficiente, la devaluación monetaria no es una solución conveniente como medio normal para corregir un desequilibrio estructural de la balanza de pagos. En primer lugar se hace más gravoso el servicio de la deuda externa que debe cumplirse con divisas. Además, es una medida que desalienta al inversor privado del exterior, ya que tiende a disminuír el valor en moneda extranjera de las utilidades resultantes de sus inversiones.

Al comentar los factores fuera del control de los países productores y exportadores de materias primas, nos hemos referido a los cambios en la afluencia de capitales y a las oscilaciones de los precios en los mercados mundiales. Con respecto a los precios, debemos destacar la tendencia secular en la relación de intercambio en contra de dichos países y en favor de los países industrializados. Esta tendencia es motivo de preocupación permanente para los países mencionados en primer término que buscan disminuír su dependencia de las importaciones por medio de una industrialización propia, apropiada para las necesidades de su economía.

Puede producirse otro tipo de vulnerabilidad de la balanza de pagos. Esto sucede cuando una economía queda distorsionada como resultado de un desarrollo estructural poco equilibrado. Hemos visto que la inversión origina una mayor demanda de importaciones y si al mismo tiempo empiezan a declinar las exportaciones, se origina un desequilibrio que más adelante

---

(1) -- ver Walter M. Bevaraggi Allende - "El Servicio del Capital Extranjero y el Control de Cambios" - México, 195[illegible]

se acentúa al proseguir el proceso de industrialización. Esta situación se ha producido en nuestro país y los motivos han sido analizados por la C.E.P.A.L. en su estudio sobre el desarrollo económico de la Argentina. (1) Se produjo en este caso un descenso del volumen físico de las exportaciones debido a varios factores. En primer lugar los precios internos de la producción agropecuaria exportable no evolucionaron en forma favorable para los productores. Además, un atraso en la tecnificación agraria colocó a la Argentina a la zaga del progreso técnico logrado en otros países comparables. El resultado fué que la producción no aumentó en forma suficiente para satisfacer las crecientes necesidades del consumo interno y acrecentar la exportaciones.

La política de repatriación de los empréstitos externos absorbió en los años de postguerra una proporción considerable del sobrante de divisas acumulado por la Argentina y, si bien la carga de servicios financieros se redujo a una cifra relativamente pequeña, es indudable que la aplicación de aquellas divisas a la importación de bienes de capital para desarrollar actividades sustitutivas de la importación hubiera evitado que la vulnerabilidad de nuestra balanza de pagos llegara a ser tan aguda. Hemos visto que el excedente neto de exportación resultante de tipos adecuados de inversión origina efectos favorables para la balanza de pagos de mucho mayor repercusión que la relativa importancia de los servicios financieros. Una política tendiente a aumentar las exportaciones y sustituír las importaciones podría haber dado lugar a una mayor tasa de crecimiento del país y hasta hacer factible una repatriación posterior de capitales extranjeros según las conveniencias nacionales del momento,

Los empréstitos y la balanza de pagos de la Argentina.-

Vamos a considerar en primer lugar el período 1880-1914. La afluencia concentrada de capital extranjero a la República Argentina se hizo sentir por primera vez en los años 1880-1890, década caracterizada por

---

1) - Naciones Unidas - "El Dearrollo Económico de la Argentina" - Estudio

.os grandes empréstitos externos.

¿Cuál fué la repercusión de este influjo de capitales ? Al comienzo del período que consideramos, casi no existía ahorro nacional debido a la baja producción y la falta de recursos técnicos. No cabe duda que la afluencia de capitales en gran escala tuvo una influencia notable sobre la cuantía del ingreso nacional y contribuyó en una forma muy definida a dar una nueva estructura a la economía argentina y a estimular el desarrollo económico del país.

Tomando los años de mayor auge en este respecto, entre 1885 y 1890, de la afluencia de capitales extranjeros un 35% correspondía a los empréstitos, un 32% a las empresas ferroviarias y un 24% a las cédulas hipotecarias; aproximadamente la mitad de los fondos pertinentes se obtuvo por medio de nuevas emisiones de valores cotizados en el mercado de Londres(1)

En cuanto a los empréstitos externos emitidos por el Gobierno Nacional, provincias y municipios, los fondos obtenidos fueron destinados en gran parte a distintas obras y servicios públicos - entre ellos los Ferrocarriles del Estado - puertos, y otros fines de verdadera utilidad nacional. Hubo, sin embargo, una parte no desdeñable de estos fondos que se utilizó para financiar los déficits del presupuesto nacional o para otros gastos improductivos. En cierto grado se emplearon los empréstitos nuevos para cancelar servicios financieros derivados de empréstitos externos existentes. Es que en esa época les resultaba demasiado fácil a los gobiernos obtener fondos en Europa por vía del empréstito y se llegó al abuso. Debemos considerar que los empréstitos contraídos eran excesivos en la proporción de los mismos que se destinó a cancelar servicios financieros o a gastos improductivos.

Al lado de los empréstitos, se realizaron en forma creciente inversiones privadas directas de capital extranjero en la Argentina - empresas ferroviarias,servicios públicos de energía, los servicios telefónicos

(1) - ver A.G. Ford - "Capital Exports and Growth for Argentina, 1880-1914"- The Economic Journal - Sept. 1958 - pág. 589/90.

y los transportes urbanos.

Después de la crisis de 1890/91 se hizo insignificante la emisión de nuevos empréstitos en el exterior pero en los años 1904-1912 se produjo una nueva expansión de las emisiones. Sin embargo, los empréstitos no mantuvieron la importancia relativa, en comparación con las inversiones directas, que habían tenido durante las primeras etapas de desarrollo de la economía argentina.

Considerando todo el período 1880-1914, el resultado del influjo de capitales fué muy beneficioso, destacándose entre las inversiones el sistema ferroviario, cuya extensión aumentó siete veces, facilitando el transporte de los productos agropecuarios a los puertos y la expansión del mercado interno para productos nacionales tales como vino, tabaco y azúcar. Pero debe comentarse que el mayor desenvolvimiento se realizó con miras a la exportación de los productos argentinos a los mercados europeos, lo que posteriormente originó una vulnerabilidad externa como veremos a continuación.

Con respecto a la balanza de pagos, la repercusión del ingreso de capitales extranjeros no fué del todo favorable. La Argentina tuvo saldos favorables en su balanza de comercio pero los superaba la carga de intereses y dividendos sobre la deuda externa pública y privada. Para equilibrar la balanza de pagos era decisiva la afluencia de nuevos capitales del exterior, creándose así una dependencia indeseable de factores completamente externos.

En los primeros años del siglo veinte, las nuevas inversiones excedieron ampliamente a los servicios financieros, dejando un saldo netamente favorable a la Argentina en oro y reservas internacionales. Luego llegamos al período anormal de la primera guerra mundial, durante la cual la Argentina obtuvo saldos muy favorables en su balanza comercial mientras que la balanza de inversiones-servicios se tornó fuertemente pasiva por haber cesado el ingreso de capitales del exterior. Se hizo frente a las obligaciones externas con parte de los ingresos corrientes y hasta pudo rescatarse

una porción considerable de la deuda externa.

Después de la guerra comienza un nuevo período que se caracteriza por una mayor gravitación de capital estadounidense, que se dedicó a los servicios públicos, explotación petrolífera, industria frigorífica, etc. También se emiten empréstitos de importancia con títulos cotizados en Nueva York. De 1921 a 1930 las nuevas inversiones extranjeras y los servicios financieros se equilibraron recíprocamente casi por completo.

Al producirse la depresión económica mundial, la Argentina sufrió el doble efecto de la caída de los precios internacionales de los productos exportables y del cese abrupto de la afluencia de capitales, comprobándose la vulnerabilidad comentada de la balanza de pagos. En 1931 se implantó un sistema de contralor de cambios, que restringió la demanda para divisas, y en el mismo año se inició la repatriación de la deuda externa con el fin de ir reduciendo gradualmente la carga de los servicios sobre la misma. Esta política de repatriación se acentuó durante la segunda guerra mundial y se prolongó hasta 1948. Mientras tanto, se había producido un fuerte desarrollo de la industria nacional que a su vez iba provocando una creciente demanda de importaciones. El valor de éstas últimas aumentó enormemente entre los años 1949 y 1951. Como hemos visto, la falta de una política previsora había originado defectos de estructura en la economía nacional, haciéndose presente una nueva vulnerabilidad externa, que se caracteriza por una gran demanda de importaciones y una insuficiencia de divisas.

Consideraciones finales.-

Se ha recurrido en muy pequeña escala en nuestro país durante los últimos años a la emisión de empréstitos externos. Por otra parte han jugado un papel cada vez más importante los créditos del exterior otorgados por organismos oficiales o internacionales tales como el Fondo Monetario Internacional, Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo, Banco Interamericano de Desarrollo, Alianza para el Progreso, etc. Estos créditos generalmente se otorgan para fines determinados y la falta de flexibilidad

de las condiciones de los créditos ha sido motivo de muchas críticas en los países latinoamericanos, sobretodo en el caso de los " créditos de estabilización" del Fondo Monetario Internacional. Sin negar que una excesiva expansión también puede provocar un desequilibrio en la balanza de pagos debido al incremento de las importaciones, es evidente que las estructuras económicas de los países latinoamericanos son muy distintas de las que corresponden a países industrializados y es,por consiguiente, imprescindible que cada país latinoamericano siga una política previsora adecuada a sus necesidades y según su grado de vulnerabilidad externa. En este respecto es de esperar que el Fondo Monetario Internacional adopte una política menos rígida y preste mayor importancia a las necesidades de desarrollo de los países asociados. La crítica que se hace actualmente a los créditos concedidos por el Fondo es que el ingreso de capitales extranjeros produce un período inicial de tranquilidad, pero que provoca un incremento de las importaciones que es mayor de lo que realmente permite el valor de las exportaciones. Mientras tanto, aumentan los servicios financieros y las necesidades de divisas para las industrias que se instalan. Al llegar el momento cuando las nuevas necesidades de divisas llegan a sobrepasar la afluencia de capitales nuevos, la situación se agudiza. Los inversores del exterior, alarmados, no renuevan o retiran los créditos, se acentúa la retracción y el sistema puede llegar a una crisis, haciéndose exigible una gran parte del endeudamiento externo.

El peligro consiste, entonces, en que los créditos del exterio hasta pueden ser contraproducentes si los fondos pertinentes no se canalizan de acuerdo con una política previsora; si esto no ocurre el supuesto remedio se mostrará como peor que la enfermedad.

Si bien toda inversión repercute sobre las importaciones, el efecto es especialmente notable en las industrias denominadas dinámicas, las que se caracterizan por la gran elasticidad de demanda con respecto al ingreso. Debido a las reacciones de los consumidores, a medida que crece el ingreso, crecerá en mayor medida la demanda de los productos que elaboran las

industrias dinámicas. Se necesitan inversiones crecientes de capital y , además, el sector diámico se caracteriza por un alto coeficiente de importaciones. Pertenecen a este sector: maquinarias, equipos y vehículos; la siderurgia; productos químicos; papel, cartón e imprenta; etc. Es muy importante que las inversiones en este sector tengan por objeto sustituír importaciones; de otro modo, el efecto desfavorable sobre la balanza de pagos será muy marcado.

Estamos ahora en condiciones de dar una mayor amplitud a las conclusiones generales a las cuales hemos llegado a fines del capítulo anterior en cuanto a los casos cuando es justificable recurrir al empréstito externo. En este respecto una política previsora y recomendable para la Argentina seguiría las líneas generales que se indican a continuación.

1) Tomando en cuenta la propensión marginal a consumir y a importar, el empréstito que se contrae debe ser menor que la inversión total que se contempla. De otro modo el empréstito será excesivo, lo que implicará que los servicios financieros serán mayores que lo que realmente haya sido necesario. Además las autoridades deberían seguir de cerca los efectos sobre el sistema bancario y evitar una expansión exagerada de préstamos y depósitos.

2) Los fondos provenientes de los empréstitos deben canalizarse hacia tipos de inversión que dejarán un excedente neto de exportación, disminuyendo así la vulnerabilidad de nuestra balanza de pagos.

3) El costo del servicio es importante; pero desde el punto de vista de la balanza de pagos es de importancia secundaria, no siendo más que un factor entre otros que determinarán conjuntamente la conveniencia o no del empréstito.

4) Es fundamental tomar en cuenta que si los fondos del empréstito se canalizan con poco acierto, las consecuencias serán contraproducentes y un desequilibrio inicial en la balanza de pagos se hará más grave.

5) La aplicación de los fondos del empréstito a gastos improductivos es un procedimiento pernicioso que siempre es condenable.

Consideramos que la posibilidad de emitir empréstitos externos es un arma muy útil para un país cuya balanza de pagos es vulnerable. Esto no quiere decir que el empréstito es por sus características preferible a las otras formas en que se produce el ingreso de capitales extranjeros. Pero puede ser preferible en determinadas circunstancias. Por este motivo es de esperar que la Argentina pueda disponer otra vez de la facilidad de emitir empréstitos en los mercados de capitales cuando los intereses del país lo requieran. Evidentemente, para llegar a dicho fin el primer paso será restablecer el crédito externo de la Nación.

---------- O ----------

A P E N D I C E

En cuanto al carácter contractual del empréstito -

Hemos comentado que para la mayoría de los autores el empréstito es una obligación contractual. Si la legislación que regula el contrato lo considera - siguiendo la tradición - como un contrato real, estamos en presencia de un acto jurídico bilateral que obliga a una sola de las partes, la que recibió el dinero. En este respecto se puede señalar que el empréstito tiene las siguientes características propias del contrato civil de **mutuo** :

a) Es de carácter unilateral ya que el Estado se obliga a devolver lo recibido en las mismas condiciones de género y calidad.

b) Es de carácter real ya que se perfecciona con la entrega del dinero.

Algunos autores no admiten que el empréstito se considere como un contrato de mutuo y , siguiendo a Jéze, le atribuyen el carácter de contrato administrativo. Otros adoptan doctrinas discriminatorias, haciendo una distinción entre acreedores extranjeros y acreedores internos. (1)

Los autores que opinan que el empréstito emana de un acto de soberanía y niegan su carácter contractual no aceptan que puede haber ejecución ante autoridad judicial y menos en el orden internacional por no existir tribunal competente para enjuiciar un acto de soberanía. (2)

---

(1) ver Schoo - Régimen jurídico de las obligaciones monetarias internacionales - pág. 219/21 - 231 y sig.

(2) ver Giuliani Fonrouge - op. cit. II pág. 898.

B I B L I O G R A F I A

En la lista que aparece a continuación se indican los libros, publicaciones y artículos de revistas que han sido citados en el texto de este estudio o que pueden proporcionar a los lectores una información más detallada sobre su respectiva especialización.

I. - LIBROS

Ahumada, G. - Alrededor de algunas cuestiones sobre los empréstitos públicos. Imp. A.Biffignandi, Córdoba, 1932.

Ahumada, G. - Tratado de Finanzas Públicas (3 Tomos) - Imp. de la Universidad Córdoba, 1956.

Avellaneda, Tristán - Finanzas (3 Tomos)
Tomo I - Edit. Aveta, Córdoba, 1904
Tomo II -Edit. Domenici, Cba., 1906
Tomo III - Edit.Domenici, Cba., 1909

Balogh, T. - Studies in Financial Organization. Cambridge University Press, 1947.

Bevaraggi Allende, Walter M. - El Servicio del Capital Extranjero y el Control de Cambios. Fondo de Cultura Económica, Mejico, 1954.

Ellis, Howard S. y Metzler, LLoyd A. (Seleccionados por) - Ensayos sobre la Teoría del Comercio Internacional. Fondo de Cultura Económica, Mejico, 1953.

Ferns, H.S. - Britain and Argentina in the Nineteenth Century. Oxford University Press, 1960.

Giuliani Fonrouge, C.M. - Derecho Financiero (2 Tomos) Ediciones Depalma, Buenos Aires, 1962.

Gonzalez Calderón, J.A. - Derecho Constitucional Argentino 3º Edición - Ed. J. Lajouane y Cía. 3 Tomos - Buenos Aires,1930/1

Heilperin, M.A. - Economía Monetaria Internacional - traducción española - Editorial Sudamericana, Buenos Aires, 1946.

Hirst, F.W. - The Stock Exchange, 4a. edición Oxford University Press, 1948.

Jéze, Gastón - La Garantie des Emprunts Publics d'Etat. Giard, París 1924.

Jéze, Gastón - La Remboursemet des Emprunts Publics d'Etat. Giard, París, 1925.

Jéze, Gastón - Las Finanzas Públidas de la República Argentina. Edit. Instituto de la Universidad de París, Buenos Aires, 1922.

Jéze, Gaston - Les emissions au dessous du pair. Giard, París, 1918.

Jéze, Gastón - Théorie du Crédit Public. Giard, París, 1922.

Kaeppelin, François - De L'Attitude des Pouvoirs Publics à l'Egard des Marchés Françasi des Valeurs Etrangeres. Librarie Generale De Droit et de Jurisprudence, París, 1942.

Moulton, H. G. - La Organización Financiera y el Sistema Económico. Traducción Española, Editorial Sudamericana, Buenos Aires, 1944.

Mulhall, M. G. - The English in South America. Imp. Standard, Buenos Aires, 1878.

Naciones Unidas (publicado por) - El Desarrollo Económico de la Argentina - Estudio realizado por la Secretaría de la Comisión Económica para la América Latina - Méjico, 1959.

Oriá, Salvador - Finanzas (3 Tomos) Editorial Gmo. Kraft Ltda. Buenos Aires, 1948.

Peña, José B. - Deuda Argentina - Copilación de Leyes, Decretos, Resoluciones, Notas y Contratos sobre la Deuda Pública Nacional - 2 Tomos - Ed. Alsina, Bue-

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

Podestá Costa, L. A. - Derecho Internacional Público (2 Tomos) 4a. edición, Tipográfica Editora - Argentina, Buenos Aires, 1960

Ripley, P. - A Short History of Investment. Isaac Pitman & Sons, Londres, 1934.

Ruzo, A. - Curso de Finanzas, 4 tomos. Edit. El Ateneo , Buenos Aires, 1933

Schoo, Alberto D. - La Cláusula Oro. Librería y Editorial La Facultad, Buenos Aires, 1937.

Schoo, Alberto D. - Régimen Jurídico de las obligaciones monetarias internacionales. Editorial Gmo. Kraft Ltda. Buenos Aires, 1940.

Terry, José A. - Contribución a la historia financiera de la República Argentina. Edit. la Nación, Buenos Aires, 1910.

Terry, José A. - Finanzas. 3a. edición. Edit. J. Menendez, Buenos Aires, 1918.-

Van Hecke, M. - Problemes juridiques des emprunts internationaux. Ed. Leiden, Holanda, 1955.

Withers, H. - The Business of Finance.
John Murray, Londres, 1918.

Youngson, A. J. - The British Economy 1920/57
George Allen & Unwin, Londres, 1960

II - ARTICULOS DE REVISTAS Y OTRAS PUBLICACIONES

Ariza, Rafael L. - Los Mercados de Valores.
Revista de Ciencias Económicas,
Enero-Febrero-Marzo, 1957,
Buenos Aires.

Aschinger, F. E. - Zurich as a Center of Finance.
Publicación editada por Neue
Zurcher Zeitung, Zurich, 1959

Carra, B. M. - Los empréstitos de desbloqueo en nuestro país.
Trabajo de Seminario, Tomo XV,
Facultad de Ciencias Económicas,
Comerciales y Políticas, Universidad del Litoral, Rosario, 1941

Creditstalt - Bankverein (Publicación auspiciada por el banco citado) - The Capital Markets of Europe.
Economic Report, Viena, Noviembre, 1955.

Cuccorese, Horacio J. - El pensamiento económico de Nicolás Avellaneda en torno al empréstito externo. Revista "Económica", La Plata, Julio-Diciembre, 1957.

Estevez, Alfredo - El primer empréstito exterior de la

- Confederación Argentina, Revista de la Facultad de Ciencias Económicas, Nov. 1950.

Estevez, Alfredo y Elía, Oscar Horacio. - Primeras tentativas tendientes a concertar empréstitos con el exterior. Revista de Ciencias Económicas, Oct. Nov. Dic. 1960.

Ford, A. G. - Argentina and the Baring Crisis of 1890. Oxford Economic Papers, Oxford, Junio, 1956.

Ford, A.G. - Capital Exports and Growth for Argentina, 1880 - 1914.
The Economic Journal - Sep. 1958

Green, J. M. S. - The Capital Market.
Publicación auspiciada por el Institute of Bankers. Staples, Londres , 1951.

Herschel, Federico J. y Itzovich, Samuel - Problemas derivados del Ingreso de Capitales extranjeros.
Revista "Selección Contable" - Feb. 1956.

- Política Económica de los Capitales Extranjeros - Revista "Selecciones Contables" - Marzo 1956.

Lequizamón, Guillermo E. - El primer empréstito argentino.
Revista de Economía Argentina.
Buenos Aires, 1924, pág. 191/209.

Stamp, Maxwell - The New York Foreign Bond Market since the War.
Revista "Moorgate and Wall Street" publicada por el banco Philip Hill, Higginson, Erlangers - Londres 1960

Wallich, H. C. - The Future of Latin American dollar bonds.
American Economic Review, Junio, 1943.

Además han sido consultados con provecho los informes anuales de la "Corporation of Foreign Bondholders"(Londres) y periódicos especializados tales como el "Commercial and Financial Chronicle" (Nueva York), "Wall Street Journal" (Nueva York) y "Financial Times " (Londres).

--------0--------

I N D I C E

		Pág.
Introducción	.....	1
Capítulo I	- Características de los empréstitos externos - Las condiciones de emisión - Los mercados de capitales..	4
Capítulo II	- Antecedentes nacionales - El primer empréstito argentino - La organización nacional - Disposiciones constitucionales.....	30
Capítulo III	- Evolución de la deuda consolidada externa - La crisis del noventa - La primera guerra mundial - La depresión económica de 1930 y sus efectos - La guerra 1939/45 y la repatriación de la deuda externa..	55
Capítulo IV	- El mercado de capitales de Nueva York - Origen y Desarrollo - Efectos de la depresión mundial - Después de la segunda guerra mundial - Una nueva fase - Características actuales.....	77

Capítulo V - El mercado de capitales de Londres - Antes de 1914 - Las restricciones de post-guerra - La depresión mundial - Restricciones actuales..... 90

Capítulo VI - Otros mercados de capitales - París; desarrollo y decadencia - Los empréstitos rusos..... 108

Capítulo VII - La situación actual - La Deuda Pública - Posiblidades de emitir empréstitos internos y externos - La refinanciación de las deudas externas - Conclusiones..... 118

Capítulo VIII - Impacto de las empréstitos sobre la balanza de pagos - Vulnerabilidad de ciertas economías. - Los empréstitos y la balanza de pagos en la Argentina Consideraciones finales..... 141

Apéndice -..... 159

Bibliografía- 160

--------o--------

Duggan, Julián Antonio

RESUMEN DE TESIS DOCTORAL

"LA COLOCACION DE LOS EMPRESTITOS EXTERNOS"

La Argentina y los Mercados de Capitales

Los empréstitos son préstamos públicos contraídos por los gobiernos para atender a necesidades financieras del Estado, denominándose externos cuando se emiten en mercados de capitales en el extranjero.

Para la mayoría de los autores el empréstito es una obligación contractual. Sin embargo, tratándose de empréstitos externos, es aplicable el principio de la inmunidad de jurisdicción que impide a tribunales de un Estado erigirse en jueces de la conducta de otro Estado, así que únicamente pueden …ar reclamos judiciales bajo la jurisdicción del Estado emisor.

Cuando un gobierno desea emitir un empréstito, lo indicado es estudiar cuidadosamente el costo que representará la operación proyectada para las finanzas del estado. Factores fundamentales en este respecto son el precio de emisión, la tasa del interés y las condiciones de rescate.

La era moderna de emisiones públicas en las bolsas de valores se inicia en Londres en 1694 y el primer empréstito extranjero se colocó en dicha plaza en 1706. Actualmente las

ciones de títulos extranjeros en los mercados suelen efec-
uarse por medio de las colocaciones públicas o privadas de
cuerdo con las conveniencias.

En 1824 fué contraído en Londres un empréstito por
n millón de libras por el Gobierno de Buenos Aires al 6% de
nterés anual y 1/2% de amortización. La colocación se hizo
or intermedio del banco Baring Brothers. Hubo que suspender
l servicio en 1827 como consecuencia de la guerra con el
rasil, reanudándose parcialmente los pagos en 1844. Final-
ente se llegó a un acuerdo con los tenedores de los títulos
n 1857.

La Constitución Nacional establece que los emprésti-
os deben ser sancionados por el Congreso Nacional que suele
ejar las condiciones de emisión en manos del gobierno para
ue tome las medidas más convenientes. Además existen dis-
osiciones legislativas que evitan la necesidad de solicitar
utorización al Congreso para cada empréstito.

Por conservar las provincias todo el poder no dele-
gado al gobierno federal, les corresponde la facultad de
mitir empréstitos internos o externos. En varias oportuni-
dades la Nación tuvo que intervenir por haber abusado las pro-
vincias del crédito externo.

La Argentina emitió su primer empréstito externo
en 1868 por 12.000.000 pesos fuertes en el mercado de Londres,

a segunda en 1871. El período 1875/80, de estancamiento y
esión, fué seguido por una década de desarrollo intenso. Fué
época de los grandes empréstitos que terminó con la crisis
1890. El empréstito más conocido fué el de obras públicas
1886/7 por 42 millones de pesos oro, por el que se gravaban
s entradas de aduana.

En 1890 hubo que suspender el servicio de la deuda
terna y al año siguiente se emitió el "empréstito moratoria"
condiciones muy onerosas. Por el "Arreglo Romero" de 1893,
llegó a un acuerdo más satisfactorio.

La primera guerra mundial cambió las estructuras
ancieras tradicionales y después de la misma la Argentina
urrió al mercado de Nueva York, emitiendo importantes em-
éstitos entre 1923 y 1928.

En 1931 empieza un proceso de repatriación y conver-
ones de la deuda externa que desaparece totalmente en 1950.

En el período de gran auge en el mercado de Nueva
rk de 1920 a 1930, las emisiones de títulos extranjeros al-
nzaron un elevado promedio. En 1929 se produjo la conocida
isis bursátil, seguida por la depresión económica mundial.
...yó el volumen de nuevas emisiones de títulos extranjeros
...odujeron numerosos casos de incumplimiento de las deudas
...s. Durante los últimos diez años se ha producido una
expansión del mercado de títulos extranjeros en Nueva

York con marcado aumento en las nuevas emisiones.

En el mercado de Londres los empréstitos extranjeros alcanzaron un gran volumen después de las guerras napoleónicas, demostrándose gran interés en las emisiones latino-americanas. A partir de 1868 la Argentina emitió numerosos empréstitos en Londres hasta la primera guerra mundial, cuando se establecieron restricciones en cuanto a emisiones de títulos extranjeros - restricciones que todavía siguen en vigor.

Actualmente los mercados de capitales de mayor importancia en Europa para títulos extranjeros son los de Zurich y de Frankfurt. El mercado de París tenía gran importancia antes de 1914 y los banqueros franceses participaron activamente en la colocación de muchos empréstitos argentinos pero después de la primera guerra mundial París dejó de ser centro de exportación de capitales.

En 1961 se anuncia la colocación de títulos argentinos en Europa por un total de 25 millones de dólares, lo que marca el retorno de la Argentina al mercado abierto de capitales. Un poco después se emiten títulos por 114.833.000 dólares por compra de acciones SEGBA por el Estado.

Por no existir actualmente la posibilidad de emitir títulos expresados en moneda nacional, quedan las posibilidades de emitir en el mercado interno títulos expresados en moneda extranjera o con garantía de oro o de emitir en los mercados del exterior si las circunstancias son propicias.

En los próximos años la Argentina deberá hacer frente a pagos cuantiosos en el exterior, por cuyo motivo se impone la refinanciación de las deudas externas, pudiendo jugar un papel interesante los empréstitos externos.

Debe evitarse recurrir a los empréstitos externos en forma exagerada para que no superen la capacidad de pago del país, pero se justifican cuando estimulan la producción de bienes que antes se importaban o de bienes para la exportación; o si su producido se invierte en actividades que generen otras actividades económicas; o si se trata de una refinanciación conveniente de deudas existentes.

———— 0 ————