

Crisis monetarias y crisis de deuda en América Latina, 1870-1957

Monetary crises and debt crises in Latin America, 1870-1957

Juan Flores Zendejas*

* Ph.D. en Economía. Profesor-investigador, Instituto Paul Bairoch de Historia Económica, Universidad de Ginebra (Suiza). [juan.flores@unige.ch], [ORCID ID: 0000-0003-2800-7258].

Artículo recibido: 1 de febrero de 2022

Aceptado: 30 de junio de 2022

Para citar este artículo:

Flores Zendejas, J. (2022). Crisis monetarias y crisis de deuda en América Latina, 1870-1957. *Odeon*, 23, pp. 147-177.

DOI: <https://doi.org/10.18601/17941113.n23.05>

Resumen

Una de las razones por las cuales muchos países han decidido mantener regímenes de tipos de cambio fijo ha sido el miedo a la flotación cambiaria. Esta aversión proviene de la idea de que la inestabilidad monetaria afecta la capacidad de pago de un país, sobre todo si la composición de la deuda es mayoritariamente en moneda extranjera. Mientras que la literatura se ha enfocado en periodos cortos y recientes, este artículo adopta un enfoque de largo plazo, y analiza el vínculo entre las crisis de deuda y las crisis monetarias entre 1870 y 1957, en una muestra de países de América Latina. Encontramos que la poca estabilidad cambiaria tuvo efectos contrastantes sobre la frecuencia de las crisis de deuda. Mientras que en el siglo XIX el tipo de cambio tuvo efectos modestos sobre la ocurrencia de *defaults*, en el periodo de entreguerras el tipo de cambio no tiene ninguna incidencia sobre la decisión de los gobiernos estudiados para hacer *default*. De hecho, por lo general, las frecuentes crisis de deuda en el siglo XIX no coinciden con las crisis monetarias. En ambos periodos, el nivel de deuda pública respecto al producto interno bruto (PIB) y, en cierta medida, el comportamiento de los términos de intercambio, fueron variables más importantes. Finalmente mostramos que, en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial, la estabilización monetaria antecedió a las negociaciones con los bonistas de deuda mucho tiempo. Esta perspectiva de largo plazo sirve para relativizar la importancia de la estabilidad cambiaria sobre el riesgo de *default*.

Palabras clave: crisis de deuda; crisis monetarias; crisis financieras; tipo de cambio fijo; deuda pública; América Latina; capacidad fiscal.

Clasificación JEL: F31, F34, N26, 054, E44.

Abstract

One of the reasons many countries decide to maintain fixed exchange rate regimes is the fear of wide exchange rate fluctuations. This aversion stems from the idea that monetary instability affects a country's ability to pay, especially if the denomination of debt is predominantly foreign currency. While the literature has focused on short and recent periods, this study adopts a long-term approach. It analyzes the link between debt and monetary crises between 1870 and 1957 in a sample of Latin American countries. We find that low exchange rate stability has contrasting effects on debt crisis frequency. In the 19th century, the exchange rate had modest effects on the occurrence of defaults, and it had no effect on the decision of governments to default during the interwar period. In the 19th century, debt and monetary crises did not always coincide. In

both periods, the level of public debt relative to gross domestic product (GDP) and, to some extent, the behavior of the terms of trade were more important variables behind the incidence of defaults. Finally, we show that in the period after World War II, monetary stabilization largely preceded negotiations with debt bondholders. This long-term perspective relativizes the importance of exchange rate stability in the risk of default.

Key words: Debt crises; monetary crises; financial crises; fixed exchange rate; public debt; Latin America; fiscal capacity.

JEL classification: F31, F34, N26, O54, E44.

Introducción

Históricamente, el subcontinente latinoamericano ha padecido de una alta volatilidad macroeconómica. Las crisis financieras de la región han sido un problema recurrente. Este artículo analiza la relación entre crisis monetarias y crisis de deuda en un periodo caracterizado por un alto número de choques internos y externos¹. Si bien la literatura ha enfatizado el papel del tipo de cambio como un factor crucial para explicar la frecuencia de las crisis de deuda, aquí argumentamos que este ha sido menos relevante que lo que podría esperarse. Utilizando un enfoque de largo plazo, mostramos que el desempeño de muchos países latinoamericanos como prestatarios ha sido relativamente favorable comparado con periodos más recientes.

Nuestro análisis se concentra en dos épocas contrastantes. En la primera, que abarca desde las últimas décadas del siglo XIX hasta la Primera Guerra Mundial, las crisis de deuda fueron relativamente recurrentes. Esto no impidió que la mayor parte de países latinoamericanos lograra establecerse como prestataria periódica en los mercados financieros internacionales, antes incluso de definir cierta estabilidad en su tipo de cambio. Este hecho es sorprendente si

1 La definición de crisis monetarias es la utilizada por Bordo *et al.* (2001), y se refiere a los cambios forzosos en la paridad de la moneda o al abandono de un tipo de cambio fijo. En cuanto a las crisis de deuda, aquí nos referimos únicamente a los impagos de deuda externa, sea sobre la amortización o sobre los intereses, tal como se reportan en las publicaciones contemporáneas (las fuentes se explican más adelante). Los choques externos son cambios abruptos en la economía mundial, que se reflejan en el deterioro abrupto de los términos de intercambio, en la caída de los flujos de capital o en la demanda externa. Los choques internos se refieren a los cambios en las condiciones políticas, económicas y sociales de cada país.

consideramos que la mayor parte de esta deuda estaba denominada en moneda extranjera, principalmente en libras esterlinas. En la segunda época, que abarca el periodo de entreguerras, la crisis de deuda fue ocasionada por los efectos de la Gran Depresión. Esta ola de *defaults* coincidió con la introducción de controles de cambio y el abandono del patrón oro. Aunque los arreglos definitivos con los tenedores de deuda se produjeron más de una década después, estos antecedieron a la introducción de regímenes de tipo de cambio fijo, principalmente en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial.

La literatura se ha concentrado en tres características de las economías latinoamericanas para determinar las razones de la alta frecuencia de crisis de deuda en el largo plazo². La primera razón es la existencia de una capacidad fiscal limitada, cuyos orígenes se han identificado en las deficiencias institucionales, en la frecuencia de las guerras y conflictos civiles, y en la llamada *dominancia fiscal*. Summerhill (2015) asume una perspectiva institucional para demostrar que Brasil fue excepcional gracias al papel del parlamento, que limitó el poder del Ejecutivo. Esta característica permitió a Brasil tener un mejor desempeño como prestatario que el de la mayor parte de países latinoamericanos. Por su parte, Sicotte y Vizcarra (2009) muestran cómo las guerras en el siglo XIX tuvieron un impacto persistente sobre las finanzas públicas de muchos países en la región, dificultando así el repago de la deuda.

La segunda razón es la dependencia de muchos países de las exportaciones de un número reducido de bienes. La alta volatilidad en los términos de intercambio tuvo un impacto directo sobre la estabilidad de los ingresos públicos, dificultando también el servicio de la deuda. Esta es una de las consecuencias de lo que Carlos Díaz-Alejandro (1982) denominó “la lotería de las *commodities*”. Esta característica tiende a incrementar la vulnerabilidad de dichos países al comportamiento de los términos de intercambio y a los ciclos de la economía mundial. En periodos de recesión, los países latinoamericanos, como aquellos de otras regiones periféricas, han tendido a tener dificultades para mantener el servicio de la de deuda. Empíricamente, se observa que los *defaults* de países prestatarios se producen en “olas”, sugiriendo que las razones detrás del pobre desempeño de estos países como prestatarios obedece más a su relación con la

2 Existen otras razones por el lado de la oferta de fondos, relacionadas con fallos de los mercados de capitales, véase Flores (2012, 2015), Paolera y Taylor (2013).

economía mundial³. Reinhart *et al.* (2016) demuestran que desde 1815, los ciclos de descenso en los precios de las materias primas a nivel mundial coinciden con periodos de fugas de capitales, incidiendo directamente sobre la frecuencia de las crisis de deuda en los países en vías de desarrollo. No obstante, Tomz y Wright (2007) muestran que a lo largo de la historia, los gobiernos no siempre incurren en *defaults* durante “tiempos malos”.

La tercera razón, cuyos argumentos procuraremos relativizar en este artículo, consiste en explicar la frecuencia de los *defaults* a partir del comportamiento de las variables monetarias, y, en particular, de la inflación y del tipo de cambio. Reinhart y Rogoff (2011) observan una correlación persistente entre periodos de alta inflación y *defaults* para una muestra diversa de países. La inflación puede tener una incidencia sobre el tipo de cambio y, por tanto, sobre la capacidad de repago de un gobierno. Unos niveles elevados de inflación también pueden reflejar cierta debilidad fiscal que obligaría a un gobierno a incrementar la emisión monetaria, debilitando a su vez el tipo de cambio y dificultando el pago de la deuda⁴. Este tipo de vínculos han motivado algunos trabajos sobre el comportamiento fiscal de cada gobierno, distinguiendo entre momentos de “prudencia” y de “derroche”. Mauro *et al.* (2015) demuestran, en un estudio de muy largo plazo, que la relación entre inflación y balance fiscal primario es frecuentemente negativa, debido a la disminución del valor real de los niveles de deuda. Aunque estos autores no incluyen periodos de *default* en su muestra, se observa que los países latinoamericanos tuvieron un comportamiento más prudente, principalmente en el periodo posterior a la crisis de deuda de los años ochenta.

Adicionalmente, otros estudios han analizado los efectos de las crisis monetarias sobre las crisis de deuda, en contextos más recientes de deuda denominada en moneda extranjera. En esta situación, que en la literatura se conoce como “pecado original”, los gobiernos son incapaces de emitir deuda en moneda local (Eichengreen y Hausmann, 1999). Algunos autores han observado que una depreciación abrupta de la moneda tiene efectos sobre la capacidad de pago del sector privado y público (Aghion *et al.*, 2004; Jeanne y Zettelmeyer, 2005). La relación entre finanzas públicas y tipo de cambio también ha sido estudiada para distintos periodos históricos. Para el periodo que abarca las últimas décadas del

3 Una revisión de la literatura sobre este fenómeno se encuentra en Panizza *et al.* (2009).

4 Por ejemplo, el gobierno argentino antes de la crisis Baring (Della y Taylor, 2007).

siglo XIX y las primeras del siglo XX, Sabaté *et al.* (2019) encuentran que muchos países con dificultad para mantenerse en el patrón oro se caracterizan por haber padecido cierta dominancia fiscal. Esto es, aquellos países con periodos de flotación más largos fueron aquellos en donde se observa cierta correlación entre la emisión monetaria y los déficits presupuestales. Este no fue el caso para aquellos países que se mantuvieron en el patrón oro. Los autores argumentan que este comportamiento está directamente relacionado con una limitada eficiencia impositiva y con inestabilidad política.

Este artículo analiza empíricamente la relación entre depreciación de tipo de cambio y crisis de deuda. Nuestros resultados demuestran que el vínculo entre crisis de deuda y crisis monetarias es mucho menos claro de lo que podría pensarse inicialmente. Encontramos que la relación entre el comportamiento del tipo de cambio y la ocurrencia de *defaults* no es muy clara en el siglo XIX, en tanto que en el periodo de entreguerras está completamente ausente. Mientras que, en el primer periodo, el peso de la deuda en la economía es la variable más relevante, esta lo sigue siendo en cierta medida en el periodo de entreguerras, además de los términos de intercambio. El carácter comparativo de nuestro análisis nos permitirá distinguir las condiciones bajo las cuales, inestabilidad cambiaria y crisis de deuda puedan tener una relación de causalidad más o menos estrecha, y relativizar el problema del miedo a la flotación.

El trabajo se compone de cuatro apartados. En el primero se ofrece una narrativa histórica sobre las crisis de deuda y la adhesión al patrón oro en América Latina. En el segundo se hace una breve revisión de la literatura sobre el funcionamiento de los mercados de deuda soberana y los regímenes cambiarios en la historia. El tercer apartado describe los mecanismos que se han estudiado en la literatura para comprender por qué los países latinoamericanos han tenido dificultades para estabilizar su tipo de cambio, y por qué este funcionamiento monetario tendría que afectar la capacidad de pago de una economía. En el cuarto apartado realizamos una sencilla estimación econométrica para explicar los determinantes de *defaults* en los dos periodos estudiados. Por último, se presentan las conclusiones.

1. Las crisis de deuda y la volatilidad monetaria: una perspectiva histórica

Desde el momento de su independencia, muchos países latinoamericanos recurrieron a los mercados de capitales extranjeros para hacer frente a los gastos

más urgentes, frecuentemente relacionados con la formación de los nuevos Estados (Dawson, 1990; Flandreau y Flores, 2009; Marichal, 1989). Si bien la base fiscal de la mayor parte de la región debía reconstruirse, la exportación de bienes agrícolas y materias primas debía generar los recursos suficientes para el repago de esta deuda (Coatsworth, 2005; Grafe e Irigoín, 2006). La abundancia de liquidez posterior a las guerras napoleónicas y un optimismo excesivo de parte de banqueros e inversionistas pudo haber generado también una demanda desproporcionada de bonos latinoamericanos (Avella, 2007). Desgraciadamente, la inestabilidad política mermó rápidamente la capacidad de pago de los nuevos gobiernos, lo que generó la primera crisis de deuda de América Latina (Flores Zendejas, 2015; Marichal, 1989). Entre 1825 y 1828, prácticamente todos los países que emitieron deuda en Londres, entonces el principal centro financiero internacional, incurrieron en cesación de pagos. Esta primera ola de *defaults* requirió más de tres décadas de negociaciones con los tenedores de deuda y significó la exclusión de los gobiernos de los mercados de capitales europeos (Flores Zendejas, 2021).

Es necesario enfatizar que, para ese entonces, los regímenes monetarios y bancarios latinoamericanos también se encontraban en una fase embrionaria. Por tanto, el comportamiento del tipo de cambio fue siempre muy volátil. Este elemento de incertidumbre dificultaba aún más las previsiones relacionadas con el presupuesto destinado al servicio de la deuda. Una proporción importante de la deuda pública externa se encontraba denominada en moneda extranjera (principalmente en libras esterlinas), por lo cual, una depreciación de la moneda tenía un impacto directo sobre el monto por destinar para el pago de la deuda externa. Vizcarra (2011) estima que, en 1830, este rubro habría requerido 15 % del ingreso gubernamental en Argentina, 14 % en Brasil y 16 % en México, pero también, en el otro extremo, habría requerido 51 % en Colombia, 52 % en Venezuela y 72 % en Ecuador. No es, por tanto, sorprendente que, de estos países, solo Brasil continuó realizando pagos regulares sobre la deuda. El arreglo con los bonistas entre las décadas de los cincuenta y sesenta fue seguido de un nuevo *boom* de préstamos gubernamentales que terminó con la segunda ola de *defaults* en los años setenta.

Paralelamente, varios países latinoamericanos siguieron la tendencia global al adoptar algún régimen de tipo de cambio fijo, principalmente bajo el patrón oro. Aunque las razones para dicha transición aún son debatidas en la literatura,

dos argumentos han sido enfatizados⁵. Uno es la volatilidad inherente al patrón bimetálico oro y plata, que afectaba el comercio internacional y amplificaba los movimientos abruptos de capital. Por otro lado, el patrón oro tendía a suavizar dichos movimientos, mientras proveía, simultáneamente, una mayor estabilidad de precios. El otro argumento, muy relacionado con el primero, tiene que ver con los beneficios de un tipo de cambio estable para la expansión del comercio internacional y para atraer flujos de capital. A medida que Gran Bretaña y otros países del “centro” fueron adoptando el patrón oro, los incentivos para otros países fueron incrementándose. Estas relaciones han sido analizadas empíricamente. Por un lado, la pertenencia al patrón oro ha sido señalada como un factor que favoreció los intercambios comerciales (López-Córdova y Meissner, 2003; Mitchener y Weidenmier, 2008b). Por el otro, este régimen también figura como un determinante relevante para explicar la dirección y el volumen de los flujos de capital exportados desde Gran Bretaña (Clemens y Williamson, 2004).

Pocos países latinoamericanos se sumaron a este movimiento en su fase temprana. Argentina y Uruguay desde 1863, y Colombia en 1871. Pero muchos otros lo hicieron varias décadas después, como Ecuador en 1900, México en 1905 o Brasil en 1906. Además, la adopción de patrón oro no fue continua y, por el contrario, resultó extremadamente difícil permanecer en dicho régimen, como veremos más adelante. No obstante, la inestabilidad persistente del tipo de cambio no siempre coincidió con los vaivenes de los flujos de capital y los consiguientes episodios de olas de *defaults*. Durante la ola de cesaciones de pagos ocurridas entre 1873 y 1876, la depreciación del tipo de cambio continuó siendo una característica generalizada en la región. La afluencia de capitales de los años ochenta tampoco coincidió con una estabilización permanente del tipo de cambio. Por el contrario, dicho auge terminó en 1890 con la famosa crisis Baring, que afectó principalmente a Uruguay y Argentina, aunque con consecuencias sobre otros países latinoamericanos⁶. Las negociaciones que siguieron en los años noventa permitieron a los gobiernos latinoamericanos seguir accediendo al mercado de capitales, de manera más o menos ininterrumpida hasta la Primera Guerra Mundial. Esta vez, por primera vez en la historia, el

5 Reconozco que este es un resumen muy simplista de la literatura. Véanse otros más detallados en B. J. Eichengreen (1998) y C. M. Meissner (2005).

6 Sobre esta crisis, véase J. Flores (2010) y J. H. Flores (2011). Existe un debate en la literatura sobre la existencia o no contagio en el periodo posterior a esa crisis (Triner y Wandschneider, 2005; Mitchener y Weidenmier, 2008a; Flores, 2012).

aumento de inversión extranjera y de endeudamiento público coincidió con la adhesión al patrón oro de casi toda la región.

En los años posteriores a la Primera Guerra Mundial, la mayor parte de países latinoamericanos buscaron establecer algún tipo de régimen “patrón cambio oro” una vez más, esta vez institucionalizado mediante la fundación de bancos centrales en algunos países (Díaz Fuentes y Marichal, 1999; Flores Zendejas, 2021). También fueron recurrentes las visitas de consejeros extranjeros que recomendaban la adopción de dicho régimen monetario (Drake, 1994; Eichengreen y Drake, 1994). La década de los veinte, caracterizada como “la danza de los millones”, fue un momento de incremento del endeudamiento público, cuyo final tuvo lugar con la crisis de 1929. A partir de ese momento, el abandono del régimen el patrón oro y las moratorias de pago se extendieron en muchos países, tanto de Latinoamérica como en otras regiones. Argentina y Paraguay fueron dos de los primeros países en abandonar el patrón oro, mientras que otros como Costa Rica, Honduras o Chile lo abandonaron algunos años después (Marichal, 2010). Esto no implicó que los esfuerzos por estabilizar el valor externo de las monedas continuaran, aunque con ciertas dificultades. Una novedad de este periodo en América Latina fue la introducción de tipos de cambio múltiples para favorecer la industrialización (Bértola y Ocampo, 2013).

Las condiciones adversas en la economía mundial y la llegada de la Segunda Guerra Mundial retrasaron y dificultaron las negociaciones con los tenedores de bonos. A partir de la década de los cuarenta, muchos países latinoamericanos lograron renegociar sus deudas en términos muy ventajosos. La intervención del gobierno estadounidense y el acceso a préstamos del Export Import Bank de Estados Unidos y de los nuevos organismos internacionales propiciaron dichos acuerdos (Eichengreen y Portes, 1989; Mason y Asher, 2010). A partir de entonces, volvió a establecerse una tasa fija de tipo de cambio que se mantuvo relativamente estable durante más de dos décadas.

2. Mercados de deuda soberana y patrón oro

¿Como afectó la adhesión al patrón oro a la ocurrencia de *defaults*? Para poder responder a esta pregunta, es necesario remitirnos primero a la literatura sobre el patrón oro, que trata dos cuestiones relevantes para nuestro análisis. La primera, la razón por la cual la mayor parte de países tenían un incentivo para adherirse al patrón oro y, la segunda, las razones por las cuales fue tan complicado, para

algunos, mantenerse en dicho régimen monetario. Analizaremos la primera pregunta en este apartado, y la segunda en el siguiente.

En principio, la adhesión de un gobierno al patrón oro obedeció al acceso ventajoso a los mercados internacionales de capitales. De hecho, varios estudios se han enfocado en el análisis de la *percepción* de riesgo de *default* por medio de diferentes medidas de mercado (Gaillard, 2014). Esto es, la probabilidad de una crisis de deuda se explica mediante una serie de variables macro y micro-económicas. Entre estas se encuentran la volatilidad en los tipos de cambio, adherencia al patrón oro, reservas metálicas, inflación, niveles de endeudamiento, déficit público, términos de intercambio o apertura comercial. También se han incluido un conjunto de variables institucionales, como el nivel de democracia, la estabilidad del régimen político o la calidad de las instituciones. El estudio ya clásico de Bordo y Rockoff (1996) demuestra que este régimen monetario facilitaba el acceso al mercado de capitales de los países del centro permitiendo una disminución en los costos de deuda, medidos por el riesgo soberano de los bonos gubernamentales de los países prestatarios. Los incentivos implícitos en ese argumento suponen que, para que el patrón oro fuera creíble, los gobiernos tendrían que mantener una gestión sostenible de las finanzas públicas, evitando los déficits y el sobreendeudamiento y, por tanto, los defaults.

Muchos de estos trabajos se han enfocado en la época llamada del *patrón oro clásico* de finales del siglo XIX, tanto porque el capital internacional fue una fuente importante de financiación pública como porque se dispone de datos macroeconómicos sistemáticos para muchos países desde finales de la década de los setenta del siglo XIX. Haciendo una comparación entre este periodo y el periodo de entreguerras, Obstfeld y Taylor (2003) sugieren que existen diferencias en cuanto a la credibilidad del patrón oro. Según estos autores, la adhesión al patrón oro antes de la primera guerra mundial estuvo acompañada de una reducción de alrededor de treinta puntos base en la prima de riesgo. Sin embargo, este no fue el caso para el periodo posterior, en donde otras variables fueron más determinantes a la hora de evaluar el riesgo de default, en particular las variables fiscales. B. Eichengreen y R. Portes (1989) estudian los determinantes de los *defaults* de la década de los treinta, y encuentran que los principales factores que explican la incidencia de estos son las variables fiscales y el comportamiento de los términos de intercambio. También argumentan que ciertos casos pudieron haber tenido una explicación política, como el de Australia, en donde las variables económicas parecen haber tenido un peso menor para explicar su *default*. Finalmente, la variable monetaria que utilizan

es el cambio porcentual en las reservas de oro entre 1929 y 1931, y concluyen que un aumento en las reservas (respecto a la circulación monetaria) también incrementó la ocurrencia del *default*. Esto va contra la idea de que los países con mayor expansión monetaria fueron los que luego hicieron *default*. Más bien, los autores interpretan este resultado como una previsión de los países para acumular divisas extranjeras a fin de financiar las importaciones, previendo un *default* y una consecuente exclusión del crédito externo.

Una advertencia importante planteada por Flandreau y Zumer (2004) se refiere a los cambios de paradigma en la historia. Según estos autores, las percepciones de los inversionistas sobre los determinantes del riesgo soberano son variables en con el tiempo. Flandreau y Zumer señalan que muchos trabajos sobre los determinantes del riesgo soberano en otras épocas históricas trasponen las teorías modernas a datos previos y más limitados, en lugar de comprender la lógica de los inversores mirando las variables que se utilizan en publicaciones contemporáneas, como las relaciones entre el riesgo soberano y el nivel de servicio de la deuda o el de las exportaciones. Sus resultados arrojan luz sobre algunos temas interesantes. Por ejemplo, según Flandreau y Zumer, el nivel de exportaciones fue importante para determinar el riesgo soberano para el periodo anterior a 1895, pero luego hubo un cambio en el periodo posterior a la crisis de Baring de 1890. A partir de entonces, las variables fiscales y, en particular, la ratio del servicio de la deuda y los ingresos emerge como el determinante más importante del riesgo soberano.

Aun así, algunos de los resultados de Flandreau y Zumer (2004) no difieren mucho de otros trabajos. Probablemente, la principal diferencia radique en la importancia del régimen cambiario como factor principal de riesgo soberano, al que evalúan como irrelevante, contrariamente a los resultados de Bordo y Rockoff (1993). De hecho, estos autores argumentan que los inversionistas consideran que los países con moneda flotante han mostrado “un desempeño más pobre en términos de desarrollo económico y probidad financiera” (p. 33), pero esto no necesariamente aumentaría la percepción de riesgo de incumplimiento. Es importante señalar que los países latinoamericanos no se incluyen en las muestras de dichos estudios, con la notable excepción de Argentina y Brasil en Flandreau y Zumer (2004).

3. Crisis monetarias y crisis de deuda

En países considerados “del centro” (*core countries*), el patrón oro fue un régimen monetario estable, cuyos mecanismos de ajuste funcionaron de manera más o menos continua durante al menos cuatro décadas. Pero ¿por qué fue tan difícil mantener de manera persistente el patrón oro? Esta pregunta ha sido el centro de muchos estudios enfocados en la periferia de la economía mundial. La periferia está compuesta por aquellos países con un sector de exportación de vital importancia y cuyo desempeño depende de unos cuantos productos. Estos países son relativamente abundantes en recursos naturales y en trabajo no cualificado, y son tomadores de precios en los mercados internacionales de bienes (Martín y Reis, 2000, p. 8). Por lo general, los países latinoamericanos y de Europa del sur caen en esta categoría. Ögren y Øksendal (2012) añadieron la idea de que hay una multiplicidad de periferias, en la que incluyen las economías pequeñas y avanzadas de Europa del norte, países de Europa central e incluso Japón. Entre ellos, el elemento común es que son países tomadores del régimen y cuentan con poca o nula influencia sobre el régimen monetario internacional, si bien algunos de ellos puedan tener niveles de desarrollo, instituciones políticas y proximidad cultural con los países del centro.

¿Qué diferencia a estos países periféricos de aquellos del centro? En los países del centro, el mecanismo de ajuste descrito por Hume se aplicaba de manera relativamente directa, si bien las diferencias entre la teoría y la práctica siguen siendo materia de debate (Eichengreen y Flandreau, 1997). Mediante este mecanismo, un desequilibrio en la cuenta corriente ocasionaba que hubiera un movimiento contrario de oro. El país con superávit tendría por tanto un aumento en su circulación monetaria, causando un aumento generalizado de precios, mientras que lo contrario ocurriría en el país con un déficit comercial. Este cambio en la oferta monetaria y en los precios generaría un movimiento inverso que ocasionaría un reequilibrio en la cuenta corriente de ambos países.

Este mecanismo sencillo de proceso de ajuste puede ser ampliado para incluir los tipos de interés y nivel de ingreso mediante un modelo IS-LM de una economía abierta, o ajustar para tomar en cuenta el comportamiento relativo de los precios de bienes comerciables y no comerciables (Martín y Reis, 2000). Ahora bien, han sido varios los autores que han cuestionado que este tipo de mecanismos se adapte a los países periféricos. Así por ejemplo, Triffin (1964) argumentaba que la inestabilidad monetaria observada sobre todo en países latinoamericanos se explicaba por los patrones cíclicos de los movimientos de capital y de los

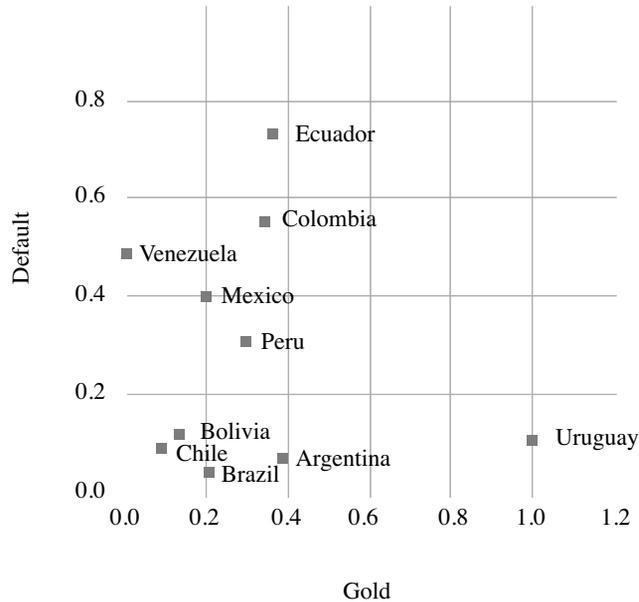
términos de intercambio. Según dicho autor, el mecanismo automático de Hume también estaba muy condicionado por el desarrollo de los mercados internos de crédito y su relación con la balanza de pagos, ya que dichos mercados podían amplificar o distorsionar el movimiento de ingresos y precios.

Por su parte, Ford (1962) también argumentó que, si bien los movimientos de capital podían tener un efecto estabilizador sobre la balanza de pagos, los tipos de interés, el nivel de producción y los precios, estos mecanismos no funcionan para países periféricos. El tipo de cambio funge frecuentemente como mecanismo de ajuste, sea por la balanza de pagos, sea por la emisión monetaria. Anteriormente, ya Williams (1920) argumentaba que los déficits comerciales en países periféricos (como en Argentina en la década de los ochenta del siglo XIX) hicieron que la entrada de capitales fuera necesaria para minimizar la depreciación del tipo de cambio. Tan pronto como cesaron estas entradas de capital por condiciones externas o por falta de confianza, la depreciación de la moneda se traducían en crisis externas (crisis de deuda). La emisión excesiva de papel moneda en la década de los ochenta fue más una respuesta que una causa de depreciaciones anteriores (la deuda externa estaba denominada en moneda extranjera).

No es sorprendente, siguiendo esta literatura, que América Latina tuviera escaso éxito estabilizando el valor de sus monedas. Lo que es menos claro es cómo estas dificultades afectaron la capacidad de pago de los gobiernos. La figura 1 presenta el tiempo relativo de adhesión al patrón oro para una muestra de países latinoamericanos (eje horizontal) en el periodo 1870-1914. También se ubica a dichos países respecto al tiempo relativo que permanecieron en default. Uruguay fue el único país que se mantuvo prácticamente de manera continua en el patrón oro, manteniendo simultáneamente el servicio de su deuda durante casi todo el periodo. Para el resto, ningún país pudo prolongar su adhesión a dicho régimen monetario más allá de 40 % del tiempo. En el caso de Venezuela, el país nunca adoptó dicho régimen. Sin embargo, este patrón no parece haber incidido sobre el tiempo que los gobiernos nacionales estuvieron en default. En los casos de Ecuador y Colombia, estos permanecieron durante más del 50 % del periodo en cesación de pagos, mientras que casos como el de Argentina o Brasil este tiempo fue relativamente breve.⁷

7 Si dejamos de lado el caso particular de Uruguay, una regresión OLS entre las variables que se muestran en el gráfico muestra un coeficiente positivo (1,16) con una estadística *t* de

Figura 1: Proporción del tiempo en régimen de patrón oro, y en default, 1870-1914



Fuente: cálculos propios.

Esta diversidad de experiencias podría inducirnos a hipotetizar que el peso de la deuda denominada en moneda extranjera fue relativamente modesto, por lo que el comportamiento del tipo de cambio no habría tenido ninguna incidencia sobre la frecuencia de los defaults. Los datos que se presentan en la tabla 1 desmienten dicha conjetura. Esta tabla muestra el peso de la deuda externa como porcentaje de la deuda total para seis países para los cuales contamos con datos fiables. Asumiendo, como fue el caso, que la mayor parte de dicha deuda estuvo denominada en moneda extranjera, se observa que el peso de la deuda externa fue elevado desde el inicio del periodo en casi todos los países (la excepción es Uruguay). La tendencia, además, fue alcista, por lo que al final del periodo las proporciones varían del 61 % para Argentina a 95 % en el caso de Chile.

3,3 y una r^2 ajustada de -0,15. Esta relación positiva y contraintuitiva se explora con más detalle en el apartado 4.

Tabla 1: Deuda externa como porcentaje del total

País	1870	1880	1890	1900	1910
Argentina	47,66	56,91	72,60	73,98	61,12
Brasil	NA	44,68	56,04	74,97	64,18
Chile	63,53	47,72	68,76	90,51	95,02
Colombia	72,99	60,13	53,97	67,52	72,25
México	67,08	NA	41,35	66,79	76,81
Uruguay	39,80	38,37	90,18	82,32	94,46

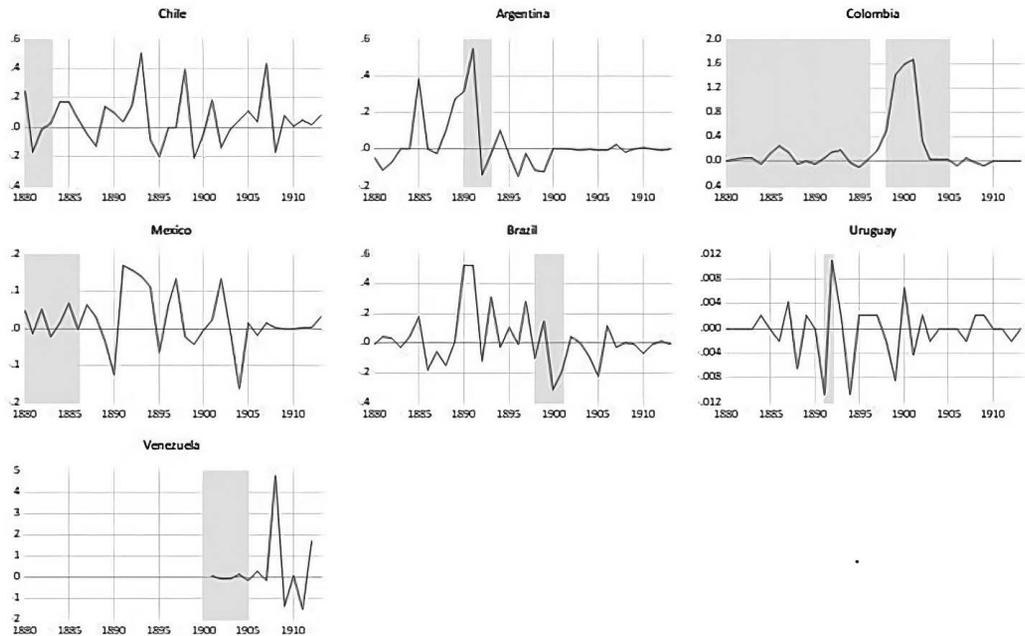
Fuentes: Ver apéndice. Para Colombia, la fuente es Avella Gómez (2007). Los datos para 1890 corresponden al año fiscal de 1889, y el de 1900 a 1902, que son los años inmediatos con disponibilidad de datos.

¿Hubo ocurrencias de crisis gemelas, monetarias y de deuda? La figura 2 muestra que, para el periodo anterior a la Primera Guerra Mundial, los momentos de *default* (áreas sombreadas) no coinciden con una depreciación abrupta de la moneda. Esta figura presenta el comportamiento del tipo de cambio de distintas monedas respecto a la libra esterlina (un aumento de esta variable implica mayor depreciación). Lo primero que observamos es que, para casi todos estos países, la inestabilidad del tipo de cambio fue la norma, pero que los periodos con mayor volatilidad no necesariamente coinciden con momentos de *default*. Con la excepción de Venezuela, todos los países logran estabilizar su tipo de cambio hacia el final del periodo, al tiempo que desaparecen las crisis de deuda (Brasil sufre una restructuración de su deuda pública en 1914). La coincidencia entre periodos de alzas en inestabilidad cambiaria y crisis de deuda se dio en el caso de la crisis Baring en Argentina y en Uruguay en 1891. En el caso argentino, la volatilidad del tipo de cambio precedió cinco años a la crisis de deuda, mientras que la depreciación del tipo de cambio en Uruguay coincidió con la necesidad de restructurar su deuda. Finalmente, Colombia experimentó una crisis cambiaria y de deuda a inicios del siglo XX, y la estabilización de su moneda favoreció el arreglo con los tenedores de bonos en 1905.

El periodo de entreguerras corresponde mejor con el vínculo esperado entre crisis monetarias y crisis de deuda. El aumento inicial de capitales que arribaron a la región, en buena parte a través de emisiones de bonos gubernamentales, culminó con el *crash* de 1929 y con la llegada de la Gran Depresión. Esta “madre de todos los *sudden-stops*”, calificada así por Accominotti y Eichengreen

(2016), propició una serie sucesiva de crisis bancarias y monetarias, precipitando la introducción de controles de capitales en muchos países. Los *defaults* latinoamericanos fueron los primeros de una ola mayúscula de *defaults* en el mundo (Suter, 1992). Dichas interrupciones de pago fueron resueltas solamente veinte años después, una vez terminada la Segunda Guerra Mundial.

Figura 2: Tasa de cambio y periodos en default, 1880-1914

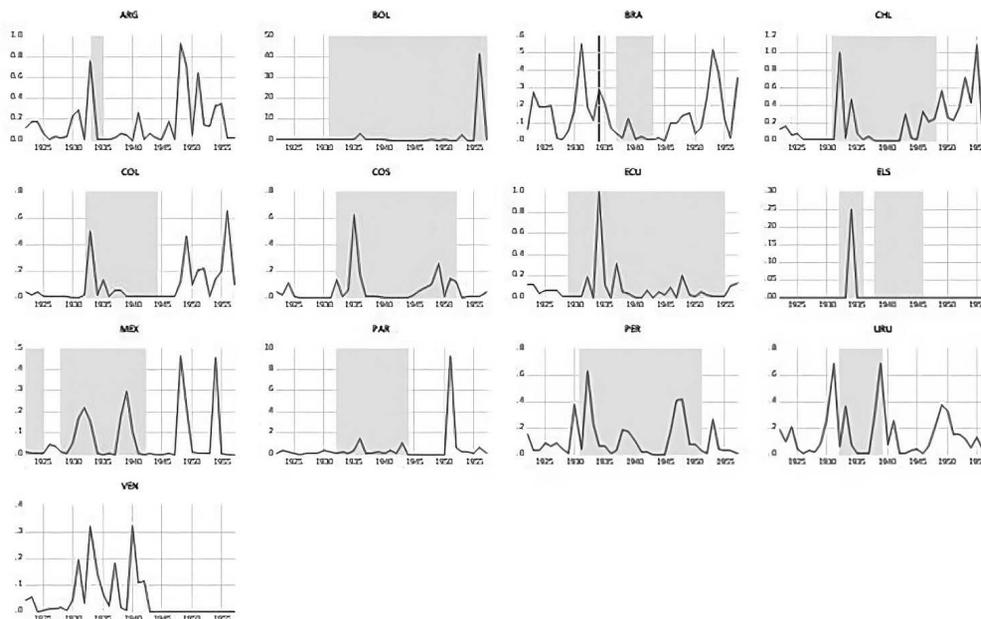


Fuente: ver apéndice.

La figura 3 muestra la relación entre el comportamiento del tipo de cambio y la duración de los *defaults* para el periodo desde 1922 hasta 1957. La cesación de pagos que se produce en casi todos los países comienza a principios de la década de los treinta, y la variación que se observa corresponde con el tiempo, más o menos largo, del periodo en *default*. Países como Bolivia, Ecuador y Perú se mantuvieron así durante varias décadas, mientras que otros países mantuvieron su servicio de la deuda, como Venezuela o Argentina, cuyos *defaults* afectaron sobre todo a las provincias. La figura muestra también el hecho de que, a pesar de que muchos países mantuvieron un tipo de cambio estable desde finales de los años treinta, la salida del *default* ocurrió mucho después, algo que una vez

más muestra la falta de relación entre crisis monetarias (en este caso, por la caída de la volatilidad cambiaria) y crisis de deuda (o en este caso, la salida de estas).⁸

Figura 3: Tasa de cambio y periodos en *default*, 1922-1957



Fuente: ver apéndice.

4. Base de datos y estimación empírica

¿Hay una relación sistemática entre inestabilidad cambiaria y ocurrencia de *defaults*? ¿Cómo cambió en el tiempo? En esta sección presentamos un breve análisis econométrico para responder a estas preguntas. Utilizamos un modelo de regresión *logit* de panel para identificar los factores que determinan la ocurrencia de *default* para países de las periferias.⁹ Incluimos países de América Latina y otros países para controlar por particularidades para los países de la región. Trabajamos con un conjunto de datos de panel, que contiene observaciones

8 En el apéndice se muestran las fechas de *default* para todo el periodo analizado.

9 También realizamos nuestras estimaciones utilizando modelos *probit*, con pocos cambios en los resultados. Un resumen de estos se encuentra disponible previa petición.

anuales para cada país durante los periodos 1880 a 1913 y entre 1923 y 1935. Para el primer periodo, los países de muestra incluyen Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Uruguay y Venezuela, Dinamarca, España, Noruega, Suecia, Italia y Portugal. Esto es, a diferencia de otros estudios, esta muestra incluye sobre todo países considerados de la periferia. Utilizamos aquí el término de periferia en el mismo sentido que Blattman *et al.* (2007), que incluye a países cuyas “economías dependen de la producción de productos primarios” sin tener incidencia en los precios mundiales de dichos productos (p. 157). Los países periféricos también pueden considerarse como economías pequeñas, en su mayoría abiertas, receptores de flujos de capital extranjero y que dependían en gran medida de sus mercados de exportación para su crecimiento económico.¹⁰ Para el segundo periodo, hemos incluido el mismo grupo de países sin México y Venezuela por falta de datos, pero incluimos a Bolivia.

Las regresiones logit de panel nos permiten identificar los factores que determinan la probabilidad de default. Empleamos un conjunto de variables explicativas, que son generalmente aceptadas como determinantes importantes de *defaults* en la literatura. La especificación *logit* de nuestro modelo se define de la siguiente manera:

$$\log it(p_{it}) = \ln\left(\frac{p_{it}}{1 - p_{it}}\right) = \beta X_{it}$$

En donde t denota el periodo, e i representa a un país. Nuestra variable dependiente, *default*, es una variable binaria, que asume el valor de 1 en cuanto hay algún tipo de cesación de pagos (*default* parcial o total). X_{it} incluye las variables de control. Estas comprenden aquellas relacionadas con el comercio exterior (cambios en los términos de intercambio, evolución de los precios de exportación; exportaciones respecto al PIB), y con la posición fiscal de los gobiernos centrales (ratio del déficit respecto al ingreso público, ratio del servicio de la deuda respecto al ingreso, y una ratio de deuda respecto al PIB, esta variable también rezagada un periodo). En cuanto a las variables monetarias (depreciación de la

10 Evidentemente, los paralelismos contemporáneos con los países de la periferia son los que actualmente se denominan “emergentes”. De hecho, tanto la volatilidad como su carácter transitorio (económico, político, social y demográfico) están en el centro de la definición del concepto (véase Mody, 2004). En principio, la división entre “centro” y “periferia” se remonta a los estudios de Prebisch sobre el carácter desfavorable de los términos de intercambio de los países especializados en la producción de productos primarios.

moneda y una variable dicotómica de adherencia al patrón oro, cuyo valor es 1 cuando el país se encuentra en dicho régimen, y 0 en caso contrario).¹¹ También incluimos una variable de calidad institucional (*Polity*). Las fuentes de los datos son diversas y están listadas en el apéndice.

La tabla 2 muestra un resumen de los resultados para el primer periodo. Hemos incluido las regresiones con efectos fijos para tomar en cuenta las características propias a cada país. Con base en lo que observamos en la sección anterior, esperamos que las variables monetarias tengan un efecto poco relevante, a diferencia de la literatura que ha trabajado principalmente con muestras de países del centro. De hecho, se observa que la variable inflación es significativa en dos regresiones, aunque el signo de coeficiente es negativo y contrario a lo esperado. Por el contrario, las variables de depreciación y adhesión al patrón oro tienen el signo esperado, aunque en ninguno de los casos los resultados son significativos. Entre las variables fiscales, la única que muestra una significatividad consistente es la variable de deuda pública, tanto la medida contemporánea como la rezagada. Así, tal como se esperaría, los países más endeudados fueron aquellos con mayor probabilidad de *default*. También los términos de intercambio muestran cierto nivel de significancia, con el signo esperado. Por el contrario, las variables relacionadas con la apertura económica y la calidad institucional, aunque con el signo esperado, no resultaron significativas.

La tabla 3 presenta un resumen de los resultados para el periodo de entreguerras. Observamos ciertos contrastes con los resultados en la tabla 2. En este caso, las regresiones no muestran un signo consistente para la inflación y el patrón oro, mientras que la depreciación tiene un signo contrario al esperado, aunque en ningún caso estas resultaron significativas. La variable de deuda respecto al PIB resultó significativa, no así el rezago de esta. Por el contrario, el déficit fiscal no fue significativo y tampoco se obtuvo el signo esperado. Los términos de intercambio también fueron significativos y con el signo esperado, aunque la magnitud del coeficiente es relativamente baja, si bien el resultado es similar al observado para el primer periodo. Finalmente, otras variables como la calidad institucional o la apertura comercial no resultaron significativas. Esto es, los

11 La tasa de depreciación se mide por el cambio porcentual de unidades en moneda local para pagar una libra esterlina para el primer periodo. Para el segundo periodo, la depreciación se mide como el cambio en el número de centavos de dólar estadounidense para comprar una unidad de moneda local. Por tanto, el significado de esta variable y su signo esperado son distintos en cada periodo.

parámetros de ambas tablas corresponden a lo que la literatura ha encontrado para periodos más recientes y se acercan más a los resultados que encontramos en la literatura. El gran contraste de nuestros resultados es el aspecto monetario. En cierta medida, no obstante, no es sorprendente si asumimos que un mensaje primordial de la literatura es que el patrón oro nunca fue un régimen creíble en la periferia (contrariamente a los países del centro). Y en esto, los inversionistas y contemporáneos tenían razón: dada la inestabilidad intrínseca de las monedas, estas no fueron el determinante de los *defaults*, como si lo fueron las variables relacionadas con los términos de intercambio, que habrían operado mediante el aumento de los ingresos públicos y, por tanto, por la capacidad de repago de los gobiernos.

Tabla 2: Modelos logit, periodo 1880-1913

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Inflación	-0,018	-0,083**	-0,072**			
	(-0,90)	(-2,99)	(-2,71)			
Patrón oro	-17,185	-15,067	-15,37			
	(-0,01)	(-0,01)	(-0,01)			
Depreciación				0,423	0,470	0,362
				(-1,46)	(-1,67)	(-1,56)
Deuda/PIB		0,086***	0,0781***			0,058***
		(-3,68)	(-3,75)			(-3,95)
Deuda/PIB _{t-1}				0,058***	0,062***	
				(-3,61)	(-4,56)	
Deficit	-0,157					
	(-0,176)					
T. de intercambio	-0,000					-0,032*
	(-0,037)					(-2,32)
Export. PIB		-23,34		-10,55		
		(-1,64)		(-0,89)		
Polity			-0,356		-0,284	

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
			(-1,94)		(-1,88)	
N	188	192	192	187	201	207
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
ll	-54,93527	-38,78477	-36,92963	-43,67201	-43,62817	-48,22728
r2_p	0,1008027	0,3018829	0,3352752	0,1771703	0,2857531	0,2473243

Variable dependiente: *default*.

Estadística *t* en parentesis

* $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$

Tabla 3: Modelos logit, periodo 1923-1935

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Inflación	1,37	-1,49	-3,16			
	(-0,40)	(-0,41)	(-0,83)			
Patrón oro	0,24	-0,75	-0,31			
	(-0,34)	(-0,89)	(-0,43)			
Depreciación				-3,53	-3,27	-1,36
				(-1,84)	(-1,77)	(-0,69)
Deuda / PIB		0,047*	0,03**			
		(2,52)	(2,58)			
Deuda/ PIB _{t-1}				0,01	0,01	0,00
				(0,70)	(1,10)	(0,07)
Deficit	-3,17					
	(-1,54)					
T. de intercambio	-,054*					-0,05*
	(-2,5)					(-2,14)
Export. PIB		10,48		-7,26		
		(-0,76)		(-,579)		
Polity			-0,01		-0,02	

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
			(-0,90)		(-1,63)	
N	78	78	91	72	84	72
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
ll	-22,33	-20,29	-23,01	-24,41	-25,67	-21,69
r ² _p	0,22	0,29	0,26	0,11	0,15	0,21

Variable dependiente: Default.

Estadística *t* en parentesis

* $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$

5. Conclusiones

¿Qué tan justificado está el miedo a la flotación? Este artículo muestra que, en cuanto al riesgo de una cesación de pagos, dicha aversión está poco justificada por la evidencia histórica. Aquí hemos analizado el vínculo entre crisis de deuda y crisis monetarias para dos periodos de tiempo que difieren en muchos aspectos y, por tanto, es necesario ubicarlos en el contexto histórico correspondiente. En el primer periodo, el régimen de tipo de cambio flotante era más la norma que la excepción y, por ello, los defaults debieron haber correspondido a cambios en otras variables, sean regímenes políticos, crisis fiscales, guerras o, principalmente, cambios en las condiciones externas. Desde esta perspectiva, este periodo cambió mucho en el periodo de entreguerras. Para entonces, la adopción de un tipo de cambio fijo fue una condición que determinaba el acceso al mercado de capitales. Por tanto, cuando las condiciones externas cambiaron, estas afectaron primeramente la capacidad de los gobiernos de mantener el patrón oro. Las crisis monetarias tuvieron un efecto directo sobre las finanzas públicas y la capacidad de pago de los gobiernos. No obstante, la narrativa muestra que a pesar de abandonar el patrón oro –algo que la mayor parte de países latinoamericanos realizó principalmente en 1931–, la decisión del *default* fue postergada en algunos casos hasta dos o tres años posteriormente. Tal rezago entre ambos eventos explica parcialmente por qué las variables monetarias no resultaron significativas en nuestras estimaciones.

Sería necesario introducir en investigación futura el papel de los distintos regímenes bancarios. En el siglo XIX, los sistemas de banca libre, o bien aquellos con bancos de Estado, tuvieron un papel importante en el manejo de la

política monetaria. Sin embargo, esta estructura sectorial puede haber tenido efectos negativos sobre el desempeño de los gobiernos como prestatarios, asumiendo que estos países sufrieron de dominancia fiscal durante esta época. El establecimiento de bancos centrales en la región en el periodo de entreguerras debió haber cambiado esta relación, haciendo al régimen cambiaron uno más creíble comparado con el siglo XIX. Este resultado dista mucho de aquel que conocemos en la literatura sobre los países del centro.

Finalmente, los tipos de cambio que fueron estableciéndose en la región siguieron persiguiendo cierta estabilidad desde los años treinta. No obstante, a pesar de contar con monedas más estables al término de la Segunda Guerra Mundial (aunque no siempre convertibles), la mayor parte de los gobiernos latinoamericanos decidieron permanecer en *default* durante mucho tiempo después. Aunque el estado de las finanzas públicas haya tendido a ser errático, los términos de intercambio se comportaron muy favorablemente durante la misma época. No obstante, queda claro que la negociación con los inversionistas –que sobrevino cierto tiempo más adelante– obedeció a lógicas más allá de la macroeconomía. Es necesario, por tanto, redimensionar el peso relativo de las variables no económicas para entender el desempeño latinoamericano como prestatario.

Referencias

- Accominotti, O. y Eichengreen, B. (2016). The mother of all sudden stops: Capital flows and reversals in Europe, 1919-32. *Economic History Review*, 69(2), 469-492. <https://doi.org/10.1111/ehr.12128>
- Aghion, P., Bacchetta, P. y Banerjee, A. (2004). A corporate balance-sheet approach to currency crises. *Journal of Economic Theory*, 119(1), 6-30. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2003.06.004>
- Avella Gómez, M. (2007). El financiamiento externo de Colombia en el siglo XIX 1820-1920. En A. Meisel Roca y M. T. Ramírez, *Economía colombiana del siglo XIX* (pp. 135-197). Banco de la República de Colombia. <https://ideas.repec.org/p/bdr/borrec/477.html>
- Baptista, A. (1997). *Bases cuantitativas de la economía venezolana, 1830-1995*. Fundación Polar.

- Barciela López, C., Carreras, A., Tafunell, X. y Fundación BBVA (2005). *Estadísticas históricas de España: Siglos XIX-XX* (2. ed., rev.ampliada). Fundación BBVA.
- Barro, R. J. y Ursúa, J. F. (2008). Macroeconomic crises since 1870. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 13940*. <http://www.nber.org/papers/w13940>
- Bértola, L. y Ocampo, J. A. (2013). *The economic development of Latin America since independence* (Repr). Oxford University Press.
- Blattman, C., Hwang, J. y Williamson, J. G. (2007). Winners and losers in the commodity lottery: The impact of terms of trade growth and volatility in the Periphery 1870-1939. *Journal of Development Economics*, 82(1), 156-179. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.09.003>
- Bonino Gayoso, N., Román, C. y Willebald, H. (2012). PIB y estructura productiva en Uruguay (1870-2011): revisión de series históricas y discusión metodológica. *Documentos de Trabajo 12-05*, Instituto de Economía - IECON.
- Bordo, M. D. y Rockoff, H. (1996). The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval”. *The Journal of Economic History*, 56(2), 389-428.
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., Martínez-Peria, M. S. y Rose, A. K. (2001). Is the crisis problem growing more severe? *Economic Policy*, 16(32), 53-82.
- Carrillo Batalla, T. E. (2002). *Cuentas nacionales de Venezuela, 1874-1914*. Banco Central de Venezuela.
- Clemens, M. A. y Williamson, J. G. (2004). Wealth bias in the first global capital market boom, 1870-1913. *Economic Journal*, 114(495), 304-337. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2004.00211.x>
- Coatsworth, J. H. (2005). Structures, endowments, and institutions in the economic history of Latin America. *Latin American Research Review*, 40(3), 126-144.
- Corporation of Foreign Bondholders (Great Britain) Council (1927). *Annual report of the Council of the Corporation of foreign bondholders for the year 1926*. <https://searchworks.stanford.edu/view/pm015jz5592>

- Dawson, F. G. (1990). *The first Latin American debt crisis: The city of London and the 1822-25 Loan Bubble / Frank Griffith Dawson*. Yale University Press.
- Della Paolera, G. y Taylor, A. M. (2007). *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935*. University of Chicago Press.
- Díaz Fuentes, D. y Marichal, C. (1999). The emergence of central banking in Latin America in the early 20th Century. En C.-L. Holtfrerich, J. Reis y G. Toniolo, *The Emergence of Central Banking from 1918 to the Present* (pp. 279-322). Ashgate.
- Díaz-Alejandro, C. (1982). *Latin America in the 1930s*. Economic Growth Center, Yale University.
- Drake, P. W. (1994). *Money doctors, foreign debts, and economic reforms in Latin America from the 1890s to the present*. SR Books.
- Eichengreen, B. y Drake, P. W. (1994). House calls of the money doctor: The Kemmerer missions to Latin America, 1917-1931. En *Money doctors, foreign debts, and economic reforms in Latin America from the 1890s to the present* (pp. 110-132). SR Books.
- Eichengreen, B. y Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. En Federal Reserve of Kansas City, *New challenges for monetary policy: A symposium* (pp. 329-368). Federal Reserve of Kansas City.
- Eichengreen, B. J. (1998). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System* (4th printing, with an update). Princeton University Press.
- Eichengreen, B. J. y Flandreau, M. (1997). *The gold standard in theory and history* (2.^a ed.). Routledge.
- Eichengreen, B. y Portes, R. (1989). Settling defaults in the era of bond finance. *The World Bank Economic Review*, 3(2), 211.
- Flandreau, M. y Flores, J. H. (2009). Bonds and brands: Foundations of sovereign debt markets, 1820-1830. *The Journal of Economic History*, 69(03), 646-684. <https://doi.org/10.1017/S0022050709001089>

- Flandreau, M. y Zumer, F. (2004). *The making of global finance 1880-1913*. Development Centre of the Organisation for Economic Co-operation and Development. <http://nrs.harvard.edu/urn-3:hul.eresource:souoecd>
- Flores, J. (2010). Competition in the underwriting markets of sovereign debt: The Baring crisis revisited. *Law and Contemporary Problems*, 73(4), 129-150.
- Flores, J. H. (2011). Information asymmetries and conflict of interest during the Baring Crisis, 1880-1890. *Financial History Review*, 18(02), 191-215. <https://doi.org/10.1017/S0968565011000060>
- Flores, J. H. (2012). Crying on Lombard Street: Fixing sovereign defaults in the 1890s. *European Review of History: Revue européenne d'histoire*, 19(6), 979-997. <https://doi.org/10.1080/13507486.2012.739144>
- Flores Zendejas, J. (2012). Fundamentos económicos, fallos de mercado y exportación de capitales: América Latina y el mercado de Londres, 1880-1913. *América Latina en la Historia Económica*, 19(3), 5-30. <https://doi.org/10.18232/alhe.v19i3.527>
- Flores Zendejas, J. (2015). *Capital Markets and Sovereign Defaults: A Historical Perspective* (Working Paper unige: 73325). University of Geneva, Paul Bairoch Institute of Economic History. <https://ideas.repec.org/p/gnv/wpaper/unige73325.html>
- Flores Zendejas, J. (2021). Money doctors and Latin American central banks at the onset of the Great Depression. *Journal of Latin American Studies*, 53(3), 429-463. <https://doi.org/10.1017/S0022216X21000444>
- Flores Zendejas, J., Lopez Soto, D. y Sanchez Amador, D. (2016). *New Paradigms and Old Promises: Central Banks and the Market for Sovereign Debt in the Interwar Period*. Working Papers of the Paul Bairoch Institute of Economic History; 1/2020.
- Ford, A. G. (1962). *The Gold Standard, 1880-1914, Britain and Argentina*. Clarendon Press.
- Foreign Bondholders Protective Council, inc. (1935). *Annual report—Foreign Bondholders Protective Council, inc.* Foreign Bondholders Protective Council.
- Gaillard, N. (2014). *When Sovereigns Go Bankrupt: A Study on Sovereign Risk*. Springer International Publishing.

- Grafe, R. y Irigoín, M. A. (2006). The Spanish Empire and its legacy: Fiscal redistribution and political conflict in colonial and post-colonial Spanish America. *Journal of Global History*, 1(02), 241-267. <https://doi.org/10.1017/S1740022806000155>
- Instituto Nacional de Antropología e Historia (2009). *Estadísticas históricas de México*. INAH.
- Jeanne, O. y Zettelmeyer, J. (2005). Original sin, balance-sheet crises, and the Roles of international lending. En B. Eichengreen y R. Hausmann, *Other People's Money. Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. University of Chicago Press. <https://chicago.universitypressscholarship.com/view/10.7208/chicago/9780226194578.001.0001/upso-9780226194554-chapter-5>
- Jeftanovic, P., Jofré, J., Lüders, R. y Paglia, M. (2003). Economía chilena 1860-2000: Estadísticas monetarias. *Documento de Trabajo*. Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía, 189. <https://repositorio.uc.cl/handle/11534/4817>
- Kalmanovitz, S. y López Rivera, E. (2009). *Las cuentas nacionales de Colombia en el siglo XIX*. Universidad de Bogotá Jorge Tadeo Lozano, Facultad de Ciencias Económico-Administrativas.
- López-Córdova, J. E. y Meissner, C. M. (2003). Exchange-rate regimes and international trade: Evidence from the classical gold standard era. *American Economic Review*, 93(1), 344-353. <https://doi.org/10.1257/000282803321455331>
- Marichal, C. (1989). *A century of debt crises in Latin America: From independence to the Great Depression, 1820-1930*. Princeton University Press.
- Marichal, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras: una perspectiva global, 1873-2008*. Debate.
- Martín Aceña, P. y Reis, J. (2000). *Monetary standards in the periphery: Paper, silver, and gold, 1854-1933*. StMartin's Press.
- Mason, E. S. y Asher, R. E. (2010). *The World Bank since Bretton Woods*. Brookings Institution Press.
- Mauro, P., Romeu, R., Binder, A. y Zaman, A. (2015). A modern history of fiscal prudence and profligacy. *Journal of Monetary Economics*, 76, 55-70. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2015.07.003>

- Meissner, C. M. (2005). A new world order: Explaining the international diffusion of the gold standard, 1870-1913. *Journal of International Economics*, 66(2), 385-406. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2004.08.007>
- Mitchener, K. J. y Weidenmier, M. (2008a). The Baring crisis and the great Latin American meltdown of the 1890s. *The Journal of Economic History*, 68(02), 462-500. <https://doi.org/10.1017/S0022050708000375>
- Mitchener, K. J. y Weidenmier, M. (2008b). Trade and Empire. *The Economic Journal*, 118(533), 1805-1834. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02192.x>
- Mody, A. (2004). *What is an emerging market?* (SSRN Scholarly Paper ID 879002). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=879002>.
- Obstfeld, M. y Taylor, A. M. (2003). Sovereign risk, credibility and the gold standard: 1870-1913 versus 1925-31. *The Economic Journal*, 113(487), 241-275. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00128>
- Ögren, A. y Øksendal, L. (2012). *The gold standard peripheries: Monetary policy, adjustment and flexibility in a global setting*. Palgrave Macmillan.
- Panizza, U., Sturzenegger, F. y Zettelmeyer, J. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*, 47(3), 651-698. <https://doi.org/10.1257/jel.47.3.651>
- Paolera, G. della y Taylor, A. M. (2013). Sovereign debt in Latin America, 1820-1913. *Revista de Historia Económica - Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 31(2), 173-217. <https://doi.org/10.1017/S0212610913000128>
- Reinhart, C. M., Reinhart, V. y Trebesch, C. (2016). Global cycles: Capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815-2015. *American Economic Review*, 106(5), 574-580. <https://doi.org/10.1257/aer.p20161014>
- Reinhart, C. M. y Rogoff, K. S. (2011). *This time is different: Eight centuries of financial folly* (First paperback print). Princeton University Press.
- Sabaté, M., Fillat, C. y Escario, R. (2019). Budget deficits and money creation: Exploring their relation before Bretton Woods. *Explorations in Economic History*, 72, 38-56. <https://doi.org/10.1016/j.eeh.2018.12.002>

- Sicotte, R. y Vizcarra, C. (2009). War and foreign debt settlement in early Republican Spanish America. *Revista de Historia Económica (Second Series)*, 27(02), 247-289. <https://doi.org/10.1017/S0212610900000768>
- Summerhill, W. R. (2015). *Inglorious Revolution: Political Institutions, Sovereign Debt, and Financial Underdevelopment in Imperial Brazil*. Yale University Press.
- Suter, C. (1992). *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820-1990*. Westview Press.
- Tomz, M. y Wright, M. L. J. (2007). Do countries default in “bad times” ? *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3), 352-360.
- Triffin, R. (1964). *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*. Princeton University Press.
- Triner, G. D. y Wandschneider, K. (2005). The Baring crisis and the brazilian encilhamento, 1889-1891: An early example of contagion among emerging capital markets. *Financial History Review*, 12(2), 199-225. <https://doi.org/10.1017/S0968565005000107>
- Vizcarra, C. (2011). Guano, compromisos creíbles y el pago de la deuda externa peruana del siglo XIX. *Economía*, 34(67), 9-38.
- Williams, J. H. (1920). *Argentine International Trade Under Inconvertible Paper Money, 1880-1900*. Harvard University Press.
- Williamson, J. G. (2008). Globalization and the great divergence: Terms of trade booms and volatility in the poor periphery 1782-1913. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 13841. <http://www.nber.org/papers/w13841>

Apéndice. Fuentes y definiciones de datos

Las fuentes de los datos relacionados con el periodo de entreguerras, se encuentran en Flores Zendejas *et al.* (2016). Para el periodo del patrón oro clásico, las fuentes son las siguientes:

PIB nominal: Argentina, Brasil, Italia, Noruega, Portugal, España, Suecia y Dinamarca: Flandreau y Zumer (2004). Las cifras de Argentina se completaron para los años 1880 a 1883 (no proporcionadas en la base de datos de Flandreau y Zumer) mediante una estimación utilizando la serie de PIB real proporcionada por Barro y Ursúa (2008) y la inflación de Flandreau y Zumer (2004). Chile: Jeftanovic *et al.* (2003). México: Instituto Nacional de Antropología e Historia (2009). Uruguay: Bonino *et al.* (2012). Venezuela: Carrillo Batalla (2002).

Inflación: Argentina, Brasil, Italia, Noruega, Portugal, Suecia y Dinamarca: Flandreau y Zumer (2004). Chile: Jeftanovic *et al.* (2003). Colombia: Williamson (2008). México: Blattman *et al.* (2007). España: Barciela López *et al.* (2005). Venezuela: Carrillo Batalla (2002). Uruguay: Bertola *et al.* (1997).

PIB real per cápita: Argentina, Brasil, Dinamarca, Italia, México, Noruega, Portugal, España y Uruguay: Barro y Ursúa (2008). Chile: Díaz, Lüders y Wagner (2008). Colombia: Kalmanovitz y López Rivera (2009). Venezuela: Carrillo Batalla (2002).

Términos de intercambio: Usamos valores de índice de Blattman, Hwand y Williamson (2007) con 1900 = 100. Las cifras de Venezuela son nuestros propios cálculos basados en Carrillo Batalla (2002).

Apertura comercial: Relación exportaciones/PIB. Las exportaciones son de Flandreau y Zumer (2004) con la excepción de los siguientes países: Chile: busque fuentes en la base de datos eh. México y Uruguay: Mitchell (2007). Venezuela: Baptista (1997).

Patrón oro: esta es una variable ficticia con valor de 1 para países con patrón oro y 0 en caso contrario (Flandreau y Zumer, 2004), completado con información proporcionada por Obstfeld y Taylor (2003) y Meissner (2005) para los países no incluidos en la muestra de Flandreau y Zumer.

Polity2: Puntaje de política combinado revisado: esta variable se tomó del Proyecto Polity IV: Características y transiciones del régimen político, 1800-2009 Dataset User Manual.

Tabla A.1: Defaults de países latinoamericanos sobre la deuda externa, 1823-1957

País	Fechas en default, 1822-1914	Fechas en default, 1922-1957
Argentina	1828-1857 ¹ ; 1890-91; 1893	1933-1935 ⁵
Bolivia	1875-1879	1931-1957
Brasil	1898; 1914	1934; 1937-1943
Chile	1826-1842; 1880-1883 ²	1931-1948
Colombia	1826-1861 ³	1932-1944
Costa Rica	1828-1840 ⁴ ; 1874-1885; 1895-1897; 1901-1911	1932-1955
Ecuador	1826-1855; 1868-1891; 1894-1897; 1906-1912	1929-1955
El Salvador	1828-1860; 1897-1899;	1938-1946
Guatemala	1828-1856; 1876-1888; 1894-1895; 1899-1913	1933-1936
Honduras	1828-1867; 1872-1914	-
México	1826-1864; 1866-1886; 1914	1928-1946
Nicaragua	1828-1874; 1894-1895; 1911-1912	1932-1937
Paraguay	1874-1885; 1892-1896;	1932-1944
Peru	1826-1847; 1876-1889;	1931-1951
Santo Domingo / República Dominicana	1872-1888; 1892-1893; 1897; 1899-1908	1931-1934
Uruguay	1876-1878; 1891-1892	1932-1939
Venezuela	1826-1839; 1847-1862; 1864-1881; 1892-1893; 1898-1905	-

Fuentes: Reportes de la Corporación Británica de tenedores de bonos y del Consejo de Defensa de bonos extranjeros estadounidense (Corporation of Foreign Bondholders [Great Britain]. Council, 1927), (Foreign Bondholders Protective Council, 1935).

Notas:

¹ El primer default se refiere a la provincia de Buenos Aires.

² Default parcial, se refiere a la suspensión del pago del principal.

³ Default de Colombia/Nueva Granada. En 1834 se dividió la deuda entre Nueva Granada, Venezuela y Ecuador.

⁴ El default de Guatemala incluye las repúblicas de Guatemala, Nicaragua, San Salvador, Honduras y Costa Rica. La división de la deuda se realizó en 1839.

⁵ Este default se refiere únicamente a provincias y ciudades, no al gobierno central.