Catalina Vizcarra

# Deuda y compromisos creíbles en América Latina

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

IEP
INSTITUTO DE ESTUDIOS PERUANOS

La deuda externa ha sido un tema crítico en varios momentos de la historia peruana. Para poder ganar nuestra independencia, construir nuestros ferrocarriles o adquirir armamento, el gobierno peruano se endeudó vendiendo títulos de la deuda en Londres y otras plazas europeas en el siglo XIX. El cumplimiento de los pagos de su deuda fue uno de los rubros con que en la historia moderna se calificó a los Estados del mundo, evaluación que se reflejaba en el premio o prima de riesgo con que sus préstamos podían obtenerse. La construcción de un buen "crédito de la nación" tomaba muchas décadas, pero podía perderse en semanas, a raíz de guerras, revoluciones o acontecimientos trágicos que precipitaban dificultades para cumplir con las obligaciones financieras. En este libro, la economista e historiadora peruana Catalina Vizcarra reconstruye la deuda externa del Perú del siglo XIX a partir de la consulta de información cuantitativa no usada anteriormente y apelando al concepto de "compromisos creíbles". Estos son mecanismos construidos con base en el hecho de que, por tratarse de entes soberanos, los Estados nacionales no pueden ser obligados a cumplir con sus pagos; sin embargo, sus clases gobernantes también son conscientes de que el incumplimiento generará dificultades a la nación en el largo plazo.

# DEUDA Y COMPROMISOS CREÍBLES EN AMÉRICA LATINA

## EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO PERUANO ENTRE LA INDEPENDENCIA Y LA POSGUERRA CON CHILE

Catalina Vizcarra

# Deuda y compromisos creíbles en América Latina

## El endeudamiento externo peruano entre la independencia y la posguerra con Chile

Banco Central de Reserva del Perú

IEP
Instituto de Estudios Peruanos

*Serie: Historia Económica, 31*

© Banco Central de Reserva del Perú
Jr. Santa Rosa 441-445, Lima 1501
Telf. (51-1) 613-2000
www.bcrp.gob.pe

© IEP Instituto de Estudios Peruanos
Horacio Urteaga 694, Lima 15072
Telf. (51-1) 200-8500
www.iep.org.pe

ISBN digital: 978-9972-51-999-4
ISSN: 2071-4246

Primera edición digital: julio de 2020
Edición impresa. 2017

Producción:
Gino Becerra, Silvana Lizarbe, Yisleny López y Odín del Pozo

# Índice

Agradecimientos ..... 11

Introducción ..... 13

1. Teoría y práctica de la deuda soberana ..... 21

La práctica de la deuda soberana ..... 24
Lugares comunes ..... 27

2. La deuda peruana en el contexto latinoamericano del siglo xix ..... 31

La deuda latinoamericana en el siglo xix ..... 32
Avances interpretativos ..... 51

3. Compromisos creíbles e inserción del perú en los mercados financieros internacionales ..... 55

El *boom* guanero ..... 63
El guano y las finanzas públicas ..... 68

La racionalidad de la renegociación de 1849 ..... 70

Estableciendo un compromiso creíble:
los contratos de la deuda ..... 73

La evidencia ..... 80

**4. La deuda externa y la Guerra del Pacífico** ..... 89

La Guerra del Pacífico, su estallido y evolución ..... 91

Las finanzas públicas de emergencia ..... 93

El impacto de la guerra sobre la deuda externa de Chile y Perú ..... 96

Cambios estructurales en las series de los bonos peruanos y
chilenos, 1876-1890 ..... 107

Interpretación de los resultados econométricos ..... 118

**Balance final** ..... 127

**Bibliografía** ..... 131

*Para Patricia*

# Agradecimientos

Este volumen es el resultado de varios años de investigación sobre la deuda externa peruana del siglo XIX. Dos de los capítulos del libro, el capítulo tres, sobre la inserción del Perú en los mercados financieros internacionales, y el capítulo cuatro, sobre el impacto de la Guerra del Pacífico, fueron publicados en diferentes formatos en revistas académicas peruanas y del extranjero. Debo un agradecimiento especial a mis coautores Richard Sicotte y Kirsten Wandschneider, por permitirme adaptar el artículo sobre la Guerra del Pacífico para su inclusión en este volumen. Estoy también muy agradecida al Banco Central de Reserva del Perú y al Instituto de Estudios Peruanos por permitirme publicar este trabajo en su prestigiosa colección, y especialmente a Carlos Contreras, quien con generosidad y gran paciencia apoyó este proyecto desde un inicio.

Debo además una mención especial a todos aquellos colegas y amigos quienes de alguna manera contribuyeron a que esta investigación avanzara en sus distintas fases. Agradezco, especialmente, a Lee Alston, Alan Dye, Andrés Gallo, Stephen Haber, Noel Johnson, Larry Neal, Richard Sicotte, William Summerhill y Gail Triner. De todos ellos, a nadie le debo más que a Richard Sicotte, cuyos comentarios fueron de gran ayuda en los inicios del proyecto, y particularmente

útiles para avanzar con la metodología del capítulo tres. También me beneficié de la oportunidad de presentar diferentes versiones de mi trabajo en un sinnúmero de instituciones académicas y conferencias internacionales; lo que me ayudó a aclarar las ideas. En especial, quisiera destacar a la States and Capital Markets organizada por el Centro de Historia Económica de UCLA en el 2006, y a la conferencia anual de la Economic History Association del 2007.

Estoy también muy agradecida con mis colegas del Departamento de Economía de la Universidad de Vermont, un lugar ideal para avanzar mis proyectos dado el ambiente cordial y el interés de varios de mis colegas por la historia económica. Entre ellos, además de Richard Sicotte, quiero agradecer a Marc Law y a Nathalie Mathieu-Bolh, quienes fueron particularmente generosos con su tiempo y entusiasmo. Finalmente, a mi familia, todo mi amor y gratitud.

*Burlington, marzo de 2016*

# Introducción

El auge de la economía peruana durante la era del guano fue un fenómeno extraordinario en la historia económica del siglo XIX. Desde los años cuarenta, el Perú exportó una gran cantidad de este valioso fertilizante a Europa y los Estados Unidos. Tal fue la escala del comercio del guano que este transformó al Perú, un Estado fallido con un largo historial de irresponsabilidad fiscal, en uno de los principales prestatarios en el mercado de capitales de Londres. Durante la era del guano, el gobierno peruano recibió el mayor flujo de capitales externos de Latinoamérica, llegando a acumular un total de alrededor de 33 millones de libras en empréstitos extranjeros. Además, el Perú honró su deuda externa de manera ejemplar, lo que llevó a que los bonos peruanos fueran de los títulos latinoamericanos más altamente cotizados de la época. El hecho de que los inversionistas extranjeros invirtieran tanto capital en un país tan inestable como el Perú y que los tenedores de bonos valorasen tan altamente sus títulos contrasta abiertamente con una de las conclusiones más sonadas de la literatura sobre la deuda soberana, la de que la inestabilidad política limita la capacidad de acceso a los mercados financieros.[1] El Perú no solo sobrepasó, en su capacidad

1. Como veremos en las próximas páginas, la idea central de la literatura es que el gobierno de turno tiene mayor probabilidad de declararse en moratoria si su

de endeudamiento, a todos los países latinoamericanos, sino que llegó a alcanzar niveles de premio de riesgo muy cercanos, e incluso por debajo, de los niveles de Brasil y Chile, dos de los países más estables y de mejor reputación de la región.

¿Cómo se explica, entonces, que un país políticamente inestable como el Perú se convirtiera en un país tan atractivo para los acreedores? En este estudio damos cuenta de la evolución de la deuda externa peruana del siglo XIX, desde la inserción del Perú en los mercados financieros internacionales en los años veinte, hasta la cancelación de la deuda externa con la firma del Contrato Grace, en 1890. La mayoría de los estudios sobre la deuda angloperuana de la época describen su evolución basándose, sobre todo, en fuentes cualitativas.[2] En lo que sigue intentamos dar una visión integral de la evolución de la deuda externa peruana en dicha etapa, con un estudio detallado no solo de variables clave como los montos de los préstamos, los precios de los bonos y el premio de riesgo para todo el periodo de estudio, sino también con un análisis de la racionalidad del gobierno peruano y del impacto de *shocks* de importancia, como el de la Guerra del Pacífico, sobre su evolución.[3] Con este propósito utilizamos nuevas series mensuales (y en algunos casos semanales) de los bonos peruanos y latinoamericanos, así como otras variables económicas significativas recolectadas principalmente de fuentes primarias. Nuestro análisis se

---

permanencia en el poder es precaria, puesto que los costos de la moratoria tienen una menor probabilidad de afectarlo negativamente en el futuro. El capítulo uno discute al detalle este resultado.

2. Entre estos trabajos destacan el de Wynne (1951) y el de Palacios (1983). Otros autores analizaron aspectos parciales de la deuda, como el papel del gobierno británico en el proceso de la renegociación de 1849, la conversión de la deuda interna en externa, la racionalidad de los acreedores, o el Contrato Grace. Véase Mathew 1970, Quiroz 1987, Revilla 1993 y Miller 1976, respectivamente. El trabajo de Revilla es de corte cuantitativo y se basa, en buena medida, en la teoría económica; aunque se circunscribe al estudio de la racionalidad de los acreedores.

3. Nuestro trabajo, sin embargo, no discute las múltiples renegociaciones del periodo 1876-1879. Al respecto, el trabajo de Wynne (1951) constituye una fuente de gran utilidad.

complementa con evidencia cualitativa tomada de periódicos y publicaciones de la época.[4]

Organizamos nuestro estudio en cuatro capítulos. En el primero presentamos los elementos básicos de la teoría económica sobre la deuda soberana. El concepto clave que desarrollamos en este capítulo es el de "compromisos creíbles," que fue desarrollado por la literatura económica de los contratos incompletos en los años setenta, e incorporado en la década de 1980 al estudio de la deuda soberana. La utilidad de este concepto para nuestra investigación es difícil de sobrestimar. Este parte de la premisa de que la credibilidad de los contratos de la deuda soberana tiene que ser construida por las partes, pues no existen mecanismos jurídicos efectivos externos que obliguen al soberano (o al gobierno de turno) a honrar sus deudas.[5] En este capítulo también presentamos la literatura económica sobre los mecanismos que permitirían llenar este vacío jurídico, y la evidencia empírica sobre su efectividad.

El segundo capítulo, contrasta la evolución de la deuda externa del Perú con la de otros países latinoamericanos, lo que nos permite entender mejor la excepcionalidad de la experiencia peruana. Este capítulo muestra que el Perú no solo logró acumular el mayor volumen de inversión extranjera en títulos de deuda pública de la región, sino que, además, tuvo un premio de riesgo muy por debajo de los promedios latinoamericanos, emulando al Brasil, país relativamente estable, que gozaba de una excelente reputación en los mercados financieros internacionales. La revisión de la literatura reciente sobre la deuda externa latinoamericana, sugiere que no todos estos países tuvieron los

---

4. Las fuentes primarias principales en las que nos apoyamos para este estudio incluyen la revista *The Economist*, *The Times*, el reporte anual de la *Corporation of Foreign Bondholders*, el *Investors Monthly Manual*, el *Course of the Exchange*; además de las fuentes primarias chilenas, particularmente, del Ministerio de Hacienda, y la compilación de Emilio Dancuart.

5. Este es el caso de los contratos de deuda soberana del siglo XIX y de la mayor parte del siglo XX. En décadas recientes ha habido un cierto desarrollo de la legislación y la práctica internacional sobre los contratos de deuda con Estados soberanos, lo que ha permitido que, en algunos casos de cesación de pagos, los países deudores respondan ante el Poder Judicial del país de los acreedores. Véase Panizza, Sturzenegger y Zettlemeyer 2009.

recursos, o la visión, de diseñar compromisos creíbles que les permitieran acceder, de manera consistente, a los mercados financieros internacionales de la época. Los compromisos más exitosos (los de Argentina, Brasil, Chile y Perú) fueron de orígenes muy diversos. Los casos brasileño y argentino indican, por ejemplo, que instituciones políticas relativamente bien delineadas contribuyeron positivamente a la credibilidad del gobierno soberano.[6] El caso peruano, por otro lado, muestra que la credibilidad del soberano puede construirse de una manera *ad hoc*, sobre relaciones comerciales en este caso, sin la necesidad de instituciones políticas bien delineadas. El caso de México, país que solo accedió a los mercados financieros de manera relativamente sólida hacia finales del siglo XIX, subraya la importancia de reformas financieras, y el potencial de "compromisos creíbles parciales".[7] En su conjunto, como veremos, estos estudios sugieren que no hubo una, sino múltiples maneras, de restablecer y ampliar el acceso a los mercados financieros internacionales en el periodo.

El tercer capítulo analiza al detalle la evolución de la deuda externa peruana. Este se inicia con una descripción de los empréstitos externos del periodo. Luego describimos cómo el *boom* guanero transformó la economía peruana y las finanzas gubernamentales. Este capítulo también explica la motivación del Perú para reinsertarse

---

6. El estudio de caso emblemático sobre las instituciones políticas y su rol en la credibilidad del soberano es el de North y Weingast (1989) para el caso de la Gran Bretaña. North y Weingast sugieren que el balance de poderes logrado como resultado de la Revolución Gloriosa fue crítico para otorgarle credibilidad al soberano y permitirle el acceso a nuevos préstamos. Para el caso del Brasil, véase Summerhill 2015; para el caso de Argentina, Saiegh 2012.

7. El concepto de compromisos creíbles parciales se deriva de la importante contribución de Haber, Razo y Maurer (2003). Estos argumentaron, convincentemente, que para garantizar inversiones en deuda pública, o en cualquier otro rubro, no son necesarias instituciones de primer orden (democráticas, inclusivas e universales). Compromisos parciales con subgrupos de la población pueden generar la credibilidad deseada —aunque producen resultados inferiores a los que generan las instituciones políticas bien delineadas—. Este fue de hecho el caso del renovado acceso mexicano a los mercados financieros internacionales durante el gobierno de Porfirio Díaz. Para un análisis detallado del caso mexicano, véase Marichal 2002.

en los mercados financieros internacionales y por qué los acreedores prestaron en tal magnitud al gobierno peruano. Una de las hipótesis centrales es que la credibilidad del gobierno peruano se basó en sus relaciones comerciales y financieras con las casas mercantiles que manejaron el comercio del guano. Sugerimos, en particular, que la magnitud espectacular de los ingresos que el guano generó, fue quizás una condición necesaria, pero no suficiente para la transformación del país a los ojos de sus acreedores. El factor clave fue que el Perú comprometió los ingresos del guano para el servicio de la deuda externa y que este compromiso resultó creíble ante los ojos de los inversionistas. En una época donde compromisos con garantías especiales eran comunes, pero frecuentemente violados, la credibilidad que el guano le otorgó al gobierno peruano fue verdaderamente notable. El gobierno peruano contrató a una casa mercantil británica de gran reputación en los mercados financieros internacionales, la casa Gibbs, para el manejo de las exportaciones de guano, así como para el servicio de la deuda externa con esos ingresos.[8] La importancia de los ingresos del guano llevó al Perú a evaluar cuidadosamente sus opciones. Como veremos, una violación por parte del gobierno de los acuerdos con sus agentes financieros (y comerciales), una declaración de moratoria, por ejemplo, habría provocado la interrupción, al menos temporal, de los ingresos del guano, del cual los inestables gobiernos peruanos dependían. Ello le otorgó gran credibilidad a los contratos de la deuda y llevó a los sucesivos gobiernos peruanos a tratar con sumo cuidado a los inversionistas. Así, el país cumplió con sus compromisos internacionales y con el repago de la deuda fielmente, hasta la inevitable caída de los ingresos del guano y de la capacidad de pago del gobierno peruano a mediados de los años setenta.

El capítulo cuatro (en colaboración con Sicotte y Wandschneider) describe los años posteriores al cese de pagos de 1876, la situación financiera del Perú durante la Guerra del Pacífico y los efectos de esta sobre el precio de los bonos peruanos, el premio de riesgo, y sobre las negociaciones que culminaron con la cancelación de la deuda en

8. A esta la sucedieron otras casas de buena reputación en los mercados financieros, como la Thomson, Bonar and Co. y la Dreyfus.

1890. La declaración de moratoria peruana de 1876 fue seguida por intensas negociaciones con los tenedores de bonos, las que se vieron abruptamente interrumpidas con la llegada de la guerra. Esta recalibró por completo las posibilidades de negociar la deuda externa peruana de hecho, la pérdida del salitre y de los recursos guaneros impactó de manera notable en las relaciones del Perú con los tenedores de bonos. Chile, por otro lado, jugó un papel muy importante en estas negociaciones; por ello, este capítulo describe al detalle no solo la situación fiscal y la evolución de la deuda externa peruana, sino también la de la chilena. La literatura económica muestra cómo los inversionistas estaban sintonizados con los eventos diplomáticos, militares, y financieros de la época, y que las noticias de tales eventos afectaron significativamente el precio y el premio de riesgo de los activos internacionales.[9] Tomados en su conjunto, nuestros resultados revelan que los tenedores de bonos se mostraron extremadamente pesimistas sobre las posibilidades de una resolución positiva a la deuda peruana a los inicios de la guerra. Nuestra investigación muestra el entusiasmo con el que los tenedores de bonos peruanos recibieron las victorias chilenas, dado que estos abrigaban la esperanza que el gobierno chileno —de una buena reputación en los mercados financieros internacionales— se hiciera cargo de la deuda peruana. Como el Tratado de Ancón (1883) limitó, explícitamente, la responsabilidad chilena, los acreedores se vieron obligados a reiniciar las negociaciones con el gobierno peruano, las que culminaron, después de muchas complicaciones, con la firma del Contrato Grace. Como se sabe, la visión de una gran parte de la historiografía es que el Contrato Grace fue beneficioso para los intereses extranjeros, y perjudicial para el Perú. Sorprendentemente, sin

9. Entre estos estudios están los trabajos sobre los bonos estadounidenses y confederados del algodón, y los *greenback* y *grayback* emitidos durante la guerra civil americana (Willard, Guinnnane y Rosen 1996; Brown y Burdekin 2000; Weidenmier 2002); estudios sobre la deuda hawaiana (Burdekin y Laney 2008); trabajos sobre los bonos rusos en la época de la revolución (Landon-Lane y Oosterlinck 2006); estudios sobre la deuda alemana en Londres durante la Segunda Guerra Mundial (Brown y Burdekin 2002); y los de los bonos alemanes y belgas en los mercados de Zúrich y Estocolmo en las décadas de 1930 y 1940 (Frey y Waldeström 2004).

embargo, el premio de riesgo de los bonos peruanos se incrementó, en vez de disminuir, con la firma de dicho contrato, lo que indica que los inversionistas anticiparon, correctamente, la baja probabilidad de beneficiarse de este contrato, y de que los activos cedidos por el gobierno peruano fueran rentables.[10]

Concluimos nuestro trabajo, con un balance final sobre las lecciones que la experiencia peruana brinda a la historiografía y a la literatura de la deuda soberana. Sin duda, uno de los resultados más interesantes que nos deja su estudio, es que la evolución de la deuda soberana del siglo XIX no es del todo consistente con algunas de las predicciones teóricas más reiteradas de la literatura. El estudio de la deuda de la región, y del caso peruano, en particular, muestra que la credibilidad de los gobiernos soberanos no descansó necesariamente en instituciones políticas sólidas, y que la relación de los gobiernos latinoamericanos con los inversionistas fue más variada, compleja, e impredecible, de lo que anticipábamos.

10. El trabajo de Rory Miller (1976), fue pionero en mostrar, analizando las cifras disponibles sobre los beneficios que estos activos produjeron, que los tenedores de bonos no se habrían beneficiado del Contrato Grace. Véase, Miller 1976, 2010.

## Capítulo 1

# Teoría y práctica de la deuda soberana

La literatura de la deuda soberana ha evolucionado enormemente en las últimas décadas. El primer impulso a la literatura moderna sobre la deuda soberana fue dado por la crisis de la deuda de los años ochenta. Luego de un paréntesis de unos años, nuevos trabajos resultaron de la crisis de finales de los años noventa, y una tercera ola surgió alrededor de la reciente crisis financiera internacional.[1] Esta literatura tiene como referente indispensable el trabajo de Eaton y Gersovitz (1981), quienes se preguntaban sobre la existencia misma de la deuda soberana: ¿qué explica la existencia de la deuda soberana si no existen mecanismos jurídicos que obliguen al soberano a honrar sus deudas? Los contratos de deuda externa, en particular, no están sujetos a leyes internacionales que avalen su cumplimiento y, por lo tanto, no son "creíbles". La evidencia demuestra, sin embargo, que estos mercados han sido de una gran importancia histórica y que los inversionistas apuestan por su credibilidad.

Eaton y Gersovitz sugirieron que la existencia de la deuda soberana se explica por la necesidad del soberano de "suavizar su consumo" en el

1. Para un recuento relativamente reciente de la literatura véase Panizza, Sturzenegger y Zettlemeyer 2009.

largo plazo. El gobierno soberano desea mantener su acceso al mercado de capitales para proveerse de recursos en tiempos de escasez, por lo que necesita honrar sus compromisos y construirse una buena reputación.[2] El trabajo de Eaton y Gersovitz fue, poco después, criticado por un sinnúmero de autores que argumentaron que el "efecto reputación" no es un mecanismo suficiente para el sostenimiento de la deuda soberana. Una de las críticas de mayor impacto fue la de Bulow y Rogoff (1989), quienes sugirieron que si un Estado deudor puede suavizar su consumo por medio de mecanismos alternativos a la deuda soberana, el efecto reputación pierde sustento. En otras palabras, el mercado de bonos no es la única opción que tiene el soberano para facilitarse recursos extraordinarios en épocas de "vacas flacas", existen otras opciones de financiamiento que pueden cumplir funciones similares.[3]

Un buen número de trabajos en esta primera ola de críticas del estudio de Eaton y Gersovitz se enfocaron en mecanismos alternativos al efecto reputación. Estos analizaron, en particular, el rol de lo que la literatura denomina "sanciones directas". Según estos modelos, las sanciones que los acreedores podrían imponer en forma directa —como la apropiación de activos en el exterior del país deudor o las restricciones a su comercio externo— garantizarían el repago.[4]

Estudios posteriores, sin embargo, le dieron nuevas alas al efecto reputación modificando los supuestos del modelo de Bulow y Rogoff. Estos sugirieron que un gobierno en moratoria no puede invertir en el exterior "a la Bulow y Rogoff" de manera segura, dado que los acreedores externos podrían interferir en estas inversiones.[5] Otros estudios enfatizaron, más bien, en los efectos colaterales que pueden derivarse de un daño a la reputación del gobierno, como cuando esta afecta las relaciones del gobierno con otras entidades (no necesariamente

---

2. Nótese que, en este caso, el mecanismo que genera la credibilidad del soberano es la incapacidad de acceder a los mercados financieros internacionales en caso de que este se declarase en moratoria.
3. Véase Bulow y Rogoff 1989: 45.
4. Bulow y Rogoff 1989, Fernandez y Rosenthal 1990.
5. Eaton 1996, Ketzler y Wright 2000.

crediticias), o las condiciones económicas internas. Estos efectos negativos potenciales podrían ser condiciones suficientes para el repago.[6]

Trabajos más recientes, en particular los de la economía política de la deuda soberana, desarrollaron modelos que enfatizan, más bien, factores domésticos, como las instituciones políticas y los grupos de interés. Amador (2003), por ejemplo, analizó detalladamente el papel de las instituciones políticas modelando la decisión del soberano en el contexto de un sistema político con dos partidos que se alternan en el poder. El soberano (o el partido de turno) sabe que regresará al poder en el futuro, y anticipa querer beneficiarse de nuevos préstamos cuando retome dicho dominio. Dejar la deuda impaga hoy implicaría restringir la posibilidad de acceso a crédito en el futuro. Otros estudios analizaron el repago en función del tipo de sistema político (democrático o autoritario). Van Rijckeghem y Weder (2004) sugieren, por ejemplo, que los sistemas parlamentarios con un buen balance de poderes, son la mejor garantía de repago.[7] Otra línea de análisis, dentro de esta perspectiva, enfatiza en el estudio de los grupos de interés asociados a los préstamos internos y externos. En general, una moratoria en el servicio de la deuda sería menos probable en el caso de que un grupo de interés, como el de los tenedores de bonos, ostentara algún grado de poder político. Estos modelos presentan la decisión de honrar el servicio de la deuda como un análisis costo-beneficio por parte del gobierno, según el cual este debe decidir si el beneficio de honrar los contratos con sus acreedores es mayor al costo de gravar a sus ciudadanos con impuestos que financien estos compromisos (Dixit y Londregan, 2000). Tabellini (1991) analiza con más detenimiento el rol de la identidad de los tenedores de bonos, quienes tienden a ser económicamente pudientes y "viejos". En la medida en que estos logren

6. Bulow y Rogoff 1989; Cole y Kehoe 1998; Sandleris 2005; Catão y Kapur 2006; Kapur, Fostel y Catão 2007. Modelos alternativos sobre los costos internos del cese de pagos pueden verse en Mendoza y Yue 2008; Broner, Martin y Ventura 2006.

7. Bajo la condición de que las cuentas macroeconómicas estén en orden. Por otro lado, estos muestran que en el caso de gobiernos autoritarios, la probabilidad de entrar en moratoria es menor cuando el régimen es estable, a diferencia de lo que sucede con regímenes autoritarios no consolidados.

una coalición con sus descendientes, los votantes jóvenes, es posible que el gobierno encuentre los incentivos suficientes para honrar la deuda, porque así tendría mayores probabilidades de asegurarse la reelección. Estudios en esta línea de análisis también incluyen acreedores internacionales. Si el gobierno no puede discriminar claramente entre los tenedores de bonos nacionales y extranjeros, el repago de la deuda es más probable. Guembel y Sussman (2009), en particular, sugieren dos condiciones necesarias para el repago. Primero, que el soberano no pueda discriminar entre los distintos tipos de tenedores de bonos; segundo, que el tamaño de la deuda sea suficientemente bajo como para que el interés del "votante mediano" esté alineado con el de los acreedores externos.[8]

En suma, la literatura sobre la credibilidad de la de deuda soberana puso inicialmente en relieve a los factores externos, como la falta de acceso a los mercados de capitales internacionales, o las sanciones que potencias extranjeras podrían imponer a los países deudores. Trabajos más recientes enfocaron aspectos más locales, como las instituciones políticas. En las próximas páginas evaluamos algunos de estos aportes teóricos a la luz de la evidencia empírica.

## La práctica de la deuda soberana

La literatura empírica sobre la deuda soberana es bastante extensa, y no es nuestro propósito discutirla aquí de manera exhaustiva. Ciertamente, nos interesa presentar los resultados de mayor relevancia para nuestra investigación. En cuanto a la discusión sobre el efecto reputación y las sanciones, no existe consenso sobre cuál de estos mecanismos primó en la evolución de estos mercados. Por un lado, tenemos los trabajos que, siguiendo a Eaton y Gersovitz (1981), sugieren que el efecto reputación jugó un rol de gran importancia, particularmente

8. De este modo, el gasto doméstico, o los impuestos, no se modificarían de manera ostensible con el repago. El votante mediano (*median voter*) es el individuo que decide las elecciones por estar colocado en el centro mismo de la distribución de electores: este tiene el mismo número de votantes a su derecha como a su izquierda y termina teniendo el voto dirimente.

en el siglo XIX. Estos estudios sostienen que históricamente el premio de riesgo fue más bajo para los deudores de buena reputación, y que la exclusión de los mercados de capitales de los países en moratoria fue aplicada con relativa rigurosidad. Este último factor explicaría la credibilidad del soberano.[9] Por otro lado, tenemos un grupo de estudios que señalan que fueron las sanciones directas impuestas por potencias extranjeras, y no el efecto reputación, el determinante más importante del desarrollo de estos mercados, especialmente durante la primera ola de globalización.[10]

De mayor importancia para nuestro trabajo, sin embargo, son los estudios de caso. Estos últimos, por su propia naturaleza, enfatizan en el papel de las instituciones domésticas.[11] El artículo clásico, en esta línea de análisis, es el de North y Weingast (1989). North y Weingast desconfiaron de la posibilidad de que el soberano exhiba un comportamiento "responsable" o de que el efecto reputación sea un mecanismo suficiente para asegurar el repago de la deuda soberna. Estos enfatizaron, más bien, en las instituciones políticas y se refirieron, en particular, al caso de la Gran Bretaña que durante el siglo XVII estuvo

---

9. Vease, por ejemplo, Tomz 2007. El trabajo relativamente reciente de Flandreau y Flores (2009) pone el énfasis en los agentes financieros. Para estos, la credibilidad de la deuda soberana estuvo basada, más bien, en la reputación de dichas casas financieras.

10. Entre estos destaca el trabajo de Mitchener y Weidenmier (2010), quienes sugirieron que las sanciones directas fueron muy efectivas entre 1870 y 1914. Además, analizaron el rol de una serie de sanciones, incluyendo la interrupción de los lazos comerciales con los países deudores, y la *gunboat diplomacy.* Esta última se refiere a los casos en que potencias extranjeras ejercieron el control económico y político de los países en cese de pagos. Los casos analizados por Mitchener y Weidenmier incluyen los de Túnez, Egipto, Turquía y Grecia en el siglo XIX, y el de Marruecos, y varios países centroamericanos en el siglo XX. Véase también Díaz-Alejandro 1983, Lane 2004, Rose and Spiegel 2004, Rose 2005, Lanau 2008, Borensztein y Panizza 2008.

11. Los estudios comparativos que incluyen grupos de países, o diversas regiones, son de enorme utilidad como primera aproximación; pero tienden a desdibujar elementos idiosincráticos, indispensables para análisis suficientemente exhaustivos del problema en cuestión. En esta sección solo presentamos los estudios de caso indispensables para nuestro análisis.

marcada por grandes cambios institucionales provocados por la Revolución Gloriosa. Enfatizaron, en particular, en la nueva prerrogativa del parlamento inglés de manejar aspectos cruciales de las finanzas públicas, incluido el endeudamiento del soberano. Como resultado del nuevo balance de poderes, la Corona habría logrado una mayor credibilidad, y el acceso a préstamos a tasas de interés más bajas.

El trabajo de North y Weingast fue seguido por un gran debate sobre el rol de las instituciones políticas. Stasavage (2003), por ejemplo, sugirió que la restricción constitucional al endeudamiento de la Corona británica no fue una condición suficiente para su credibilidad. Este demostró que el elemento crítico fue la constitución de un importante grupo de interés en el Parlamento que hizo las veces de *veto player*. Fue solo cuando los *whigs* (con intereses coincidentes con los acreedores y comerciantes) controlaron el Parlamento inglés, que se observa una caída significativa de las tasas de interés de los bonos británicos.[12] Como veremos más detalladamente en el siguiente capítulo, varios estudios sobre la América Latina del siglo XIX siguieron esta línea de análisis. Tomados en su conjunto, estos trabajos sugieren que la capacidad relativa de las nuevas repúblicas latinoamericanas para construir compromisos creíbles con sus acreedores fue esencial en el desarrollo de estos mercados. Estos compromisos, sin embargo, tuvieron orígenes muy diversos, y no siempre descansaron en las instituciones políticas. Los casos brasileño y argentino sugieren, por ejemplo, que el balance de poderes del Estado puede ser determinante. Por otro lado, los casos mexicano y peruano muestran, como veremos, que la credibilidad del soberano puede basarse en compromisos *ad hoc*, y que no depende necesariamente de las instituciones políticas.[13]

---

12. Sussman y Yafeh (2000) también criticaron la evidencia empírica del trabajo de North y Weingast. Estos presentaron series de tasas de interés más completas y demostraron que estas no bajaron concurrentemente con los cambios institucionales, pero mucho después. Sussman y Yafeh asociaron esta trayectoria con las guerras e inestabilidad política, insistiendo que estas últimas tuvieron un impacto mucho mayor sobre las tasas de interés que ningún cambio institucional.

13. Véase, en particular, Marichal (2002) para el caso mexicano, Summerhill (2006, 2015) para el caso brasileño, Vizcarra (2009) para el caso peruano y Saiegh (2013)

## Lugares comunes

Más allá de la discusión sobre la credibilidad de los contratos, queremos destacar algunos puntos de consenso en la literatura que son de relevancia para nuestro análisis. Con respecto a la relación entre la deuda soberana y el ciclo económico, la evidencia empírica sugiere que la deuda soberana, en contraste con lo que proponen los modelos teóricos descritos más arriba, es procíclica. Ello implica que los gobiernos tienden a endeudarse en los años de bonanza, y no en los años de contracción económica.[14] No debe sorprendernos, entonces, como veremos en el próximo capítulo, que el Perú se endeudara precisamente en los años del *boom* guanero, y que otros países de América Latina se endeudaran también en años de relativa bonanza.

Con respecto a la cesación de pagos, la literatura (por no citar la historia reciente) ha mostrado que los episodios de moratoria están estrechamente correlacionados con ciclos económicos externos y suelen afectar, a la vez, a varios países.[15] La literatura también ha indicado que las moratorias son costosas, aunque los costos parecen ser principalmente domésticos.[16] Se ha constatado, por ejemplo, una correlación negativa entre la moratoria y la tasa de crecimiento del producto bruto interno, y aunque no evaluamos este punto en nuestro trabajo —los datos sobre producto bruto interno en el periodo son escasos para Latinoamérica—, nos aventuramos a señalar que existen suficientes

---

para el caso argentino. En el capítulo dos discutimos con detalle estos trabajos. Para estudios fuera de la región, véase el excelente trabajo de Drelichman y Voth (2014) sobre el caso español.

14. Véase Levy-Yeyati y Panizza 2006; Alesina, Campante y Tabellini 2008; Panizza, Sturzenegger y Zettlemeyer 2009. Por otro lado, los deudores tienden a declararse en moratoria en años recesivos. Véase Levy-Yeyati y Panizza 2006, Tomz y Wright 2007.

15. Este es el fenómeno conocido como "contagio". Para una revisión histórica de las crisis de la deuda soberana, véase Reinhart y Rogoff 2008b.

16. Véase Cohen 1992, Dooley 2000 y, sobre todo, Panizza, Sturzenegger y Zettlemeyer 2009: 681.

indicios de que este resultado es consistente con la experiencia de la región. Además, hay evidencia de una serie de episodios de contagio en el siglo XIX.[17] También está claro que las crisis de deuda están asociadas frecuentemente a crisis bancarias e incluso políticas; pero el estudio de estos efectos todavía no ha arrojado resultados generalizables.[18] Finalmente, en contraste con lo que sugieren los trabajos que enfatizan en el efecto reputación, los efectos negativos sobre el costo de crédito en el futuro no parecen ser muy significativos o durar demasiado.[19]

Un resultado de especial relevancia para nuestra investigación es el de los estudios acerca de los efectos de la inestabilidad política sobre la capacidad de endeudamiento y el premio de riesgo. Tales investigaciones detectaron una correlación positiva significativa entre inestabilidad política y el premio de riesgo de los bonos soberanos durante la primera ola de globalización (1870-1914).[20] Trabajos más recientes han encontrado resultados similares para los países emergentes en las últimas décadas.[21] El caso peruano, como veremos en los capítulos siguientes, pone en duda que estos resultados sean generalizables.

En resumen, la literatura ha llegado a lugares comunes sobre la deuda soberana, en cuanto a su naturaleza procíclica, por ejemplo, o en cuanto a los costos de la moratoria. Sin embargo, y a pesar de los importantes avances de la literatura tanto teórica como empírica, no hemos llegado a un consenso con respecto a los mecanismos que coadyuvan a la credibilidad del soberano. En lo que sigue, contrastamos estas teorías con la evidencia empírica disponible sobre la experiencia

17. Véase, por ejemplo, Triner y Wandschneider 2005.

18. Para un recuento de esta literatura, véase Panizza, Sturzenegger y Zettlemeyer 2009.

19. Véase Flandreau y Zumer (2004) para el periodo 1880-1912. Para el siglo XX, véase Özler 1993; Reinhart, Rogoff y Savastano 2003; De Paoli, Hoggarth y Saporta 2006. Para un análisis de muy largo plazo, véase Lindert y Morton 1989; Chowdhry 1991; Özler 1993. Véase, también, Panizza, Sturzenegger y Zettlemeyer 2009.

20. Mauro, Sussman y Yafeh 2006; Flandreau y Zumer 2004.

21. Véase Hatchondo y Martinez 2010.

peruana y latinoamericana del siglo XIX. Como veremos, la evolución de la deuda externa en la región no se ajusta del todo a las predicciones de los modelos descritos más arriba. Si bien esta confirma la naturaleza procíclica de la deuda, y la predisposición al "contagio," su evolución también sugiere, como veremos, que el efecto reputación y las sanciones no fueron condiciones necesarias o suficientes para una inserción exitosa en los mercados financieros internacionales.

## Capítulo 2

# La deuda peruana en el contexto latinoamericano del siglo XIX

El interés de los países latinoamericanos por acceder a los mercados de capitales externos de la época se explica por sus limitadas capacidades de ahorro interno y sus altos costos de transacción. La evidencia muestra que los países de la región compitieron ávidamente por acceder a estos capitales durante el periodo.[1] Uno de los hechos estilizados claves que se desprenden del estudio de la evolución de la deuda externa latinoamericana de la época es que si bien los ciclos de los negocios de los mercados internacionales explican su tendencia en términos muy generales, la diversidad de experiencias —desde las exitosas trayectorias de Brasil y Chile, hasta las múltiples renegociaciones de México— sugiere que los estudios de caso son esenciales para su análisis.

Los estudios sobre la economía política de las finanzas públicas han contribuido, considerablemente, a la literatura en los últimos años. Estos sugieren que lo que diferenció a los países relativamente exitosos de aquellos que no lograron insertarse satisfactoriamente en los mercados financieros internacionales fue la capacidad del Estado de desarrollar compromisos creíbles con sus acreedores. Estos

1. Véase Della Paolera y Taylor 2013.

compromisos se construyeron de múltiples maneras, como veremos, desde aquellos que se sostuvieron en relaciones comerciales, como en el caso peruano, hasta los que se apoyaron en instituciones políticas, como parece haber sido el caso de Argentina y Brasil.[2]

## La deuda latinoamericana en el siglo XIX

Uno de los trabajos pioneros sobre la deuda externa de América Latina desde una perspectiva histórica es el estudio de Carlos Marichal (1989). Marichal muestra que, desde los inicios de su vida independiente hasta la década de 1930, la región experimentó varias olas de influjos masivos de capitales externos seguidos por una serie de crisis de cese de pagos, proceso que habría estado conectado a los vaivenes de los ciclos de los negocios de los mercados internacionales. En los años de auge, los préstamos internacionales abundaron; en las fases recesivas, la región experimentó serias dificultades fiscales que impactaron negativamente sobre su capacidad de repago y sobre sus posibilidades de acceso a capitales foráneos.

Se pueden identificar, de manera muy general, cuatro ciclos financieros en el periodo. El primer ciclo (1822-1829) se inicia con el fin de las guerras napoleónicas y el *boom* crediticio de los años veinte. Para los países latinoamericanos que se encontraban o salían de la debacle de la guerra, el acceso a los mercados financieros internacionales fue una panacea. En la tabla 2.1 presentamos el monto, las tasas de interés y el precio de emisión de los bonos latinoamericanos durante la primera ola de préstamos. Brasil, México y la Gran Colombia recibieron el mayor volumen, con un total de £3, 6,4, y 6,7 millones respectivamente. Les siguió el Perú con cerca de £2 millones, y Buenos Aires

2. En este capítulo presentamos el estado de la cuestión para los ocho países latinoamericanos que tuvieron la mayor presencia en los mercados financieros internacionales en el periodo: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela. La literatura y los datos para el resto de la región son bastante escasos; por ello, no los incluimos en el presente capítulo de forma sistemática.

y Chile con 1 millón.[3] Los bonos públicos latinoamericanos tuvieron, en esta época, periodos de maduración de entre 20 y 50 años. Estos fueron otorgados con un descuento promedio del 25% y conllevaron, por lo general, la obligación de pagos de amortización y del cupón de intereses cada seis meses. La mayoría de estos préstamos se hicieron a una tasa de interés anual del 6%. El *boom* de crédito externo de los años veinte, sin embargo, duró muy poco —terminó en 1825 con la drástica caída del mercado de valores de Londres—.[4] Como vemos en la tabla 2.1, todos los países de la región, con la excepción de Brasil, se declararon en moratoria hacia fines de la década de 1820.[5] El gráfico 2.1 muestra como el premio de riesgo de los países latinoamericanos se elevó drásticamente con la crisis.[6]

La literatura sugiere que el colapso de los países latinoamericanos se debió a varios factores, los que incluyeron la caída de las exportaciones por la severa crisis comercial que azotó a la economía mundial en el periodo, y la ruinosa situación de las arcas fiscales debido a las constantes guerras y a la caída de los ingresos aduaneros.[7] Varios países mandaron emisarios a Londres para gestionar nuevos préstamos para el refinanciamiento de la deuda, pero las condiciones ofrecidas por

---

3. La República Federal de Centroamérica accedió a un préstamo muy pequeño de £163.300 en 1825. Este fue distribuido, luego de su disolución (en 1838), en las siguientes proporciones entre los países que la conformaron: Guatemala, 42%; Honduras, Nicaragua y El Salvador, 16,6% cada uno; y Costa Rica, 8,3%.

4. El mercado de valores colapsó en octubre y fue seguido por un pánico bancario que se extendió por toda Europa. El *shock* fue producido por un abrupto incremento de las tasas de descuento del Banco de Inglaterra. Al respecto, véase Kaminski y Vega-García 2013: 2.

5. Las fechas de cese de pagos que presentamos se refieren exclusivamente al cese de pagos de intereses. No incluimos a Brasil con los deudores morosos porque no dejó de pagar intereses, aunque suspendió los pagos de amortización de la deuda por un corto periodo de tiempo. La República Federal de Centroamérica también se declaró en moratoria en 1828.

6. El Perú fue uno de los países más afectados. Este vio su premio de riesgo incrementarse de alrededor de 500 puntos básicos, en agosto de 1825 a más de 2000 hacia mediados de 1827 (100 puntos básicos equivalen a un punto porcentual).

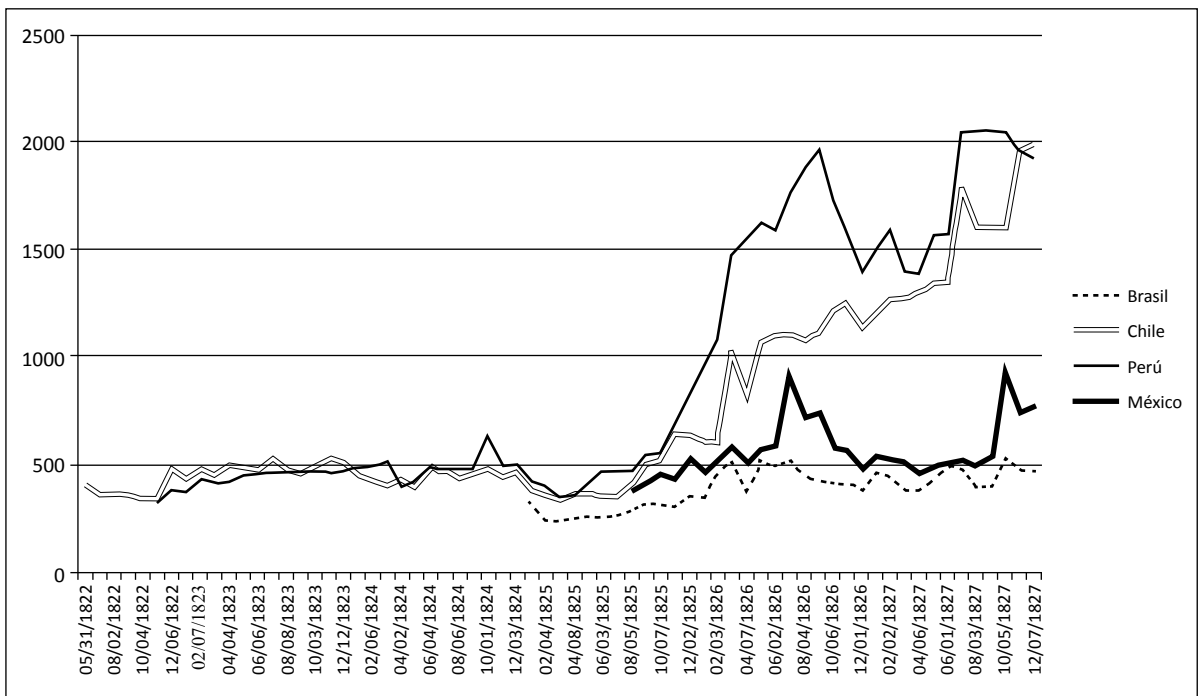
7. Marichal 1989, Dawson 1990, Neal 1998.

Tabla 2.1
Primera ola de préstamos, 1822-1825

| País | (1) Fecha del préstamo | (2) Monto (libras esterlinas) | (3) Tasa de interés | (4) Precio de emisión | (5) Fecha del cese de pagos | (6) Fecha de la renegociación | (7) Servicio de la deuda[1] |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Buenos Aires | 1824 | 1.000.000 | 6 | 85 | 1828 | 1857 | 60.000 |
| Brasil | 1824<br>1825 | 1.000.000<br>2.000.000 | 5 | 75<br>85 | --- | | |
| Chile | 1822 | 1.000.000 | 6 | 70 | 1826 | 1842 | 60.000 |
| Gran Colombia[2]<br>Ecuador (21,5% )<br>Nueva Granada(50%)<br>Venezuela (28,5%) | 1822<br>1824 | 2.000.000<br>4.750.000 | 6<br>6 | 84<br>88 | 1826<br>1826 | <br><br>1855<br>1845, 1861<br>1840, 1859 | 405.000 |
| México | 1824<br>1825 | 3.200.000<br>3.200.000 | 5<br>6 | 58<br>89 | 1827<br>1827 | 1831, 1837,<br>1846, 1851 | 352.000 |
| Perú | 1822<br>1824<br>1825 | 450.000<br>750.000<br>616.000 | 6<br>6<br>6 | 88<br>82<br>78 | 1826<br>1826<br>1826 | 1849 | 108.960 |

*Fuentes*: Sicotte y Vizcarra 2009; Summerhill 2006, 2015.
*Notas*:
[1] El servicio de la deuda fue aproximado tomando el interés anual sobre el principal. Los montos de amortización solo son incluidos para algunos casos y fueron típicamente de entre 0,5 % y 1% por año.
[2] La Gran Colombia se dividió en Ecuador, Nueva Granada y Venezuela en 1831. El servicio de la deuda para cada uno de estos países se ajustó según los porcentajes expresados en la tabla.

Gráfico 2.1
PREMIO DE RIESGO DE LOS BONOS LATINOAMERICANOS, 1820-1827
(puntos básicos)



los inversionistas fueron bastante engorrosas, tan es así que muchos se rehusaron, como en el caso del Perú, a adquirir nuevos préstamos bajo tales condiciones.[8] Así, la mayor parte de la región se mantuvo en moratoria por décadas, hasta que encontró condiciones más beneficiosas para su reinserción en los mercados financieros internacionales, durante el *boom* económico de las décadas de 1940 y 1950.

El segundo ciclo financiero (1840-1875) se inició con el *boom* comercial que llevó al auge de productos como la plata, el cobre, el guano, el trigo, el café, el azúcar, el tabaco, y la lana. La creciente demanda por estos productos se tradujo en una marcada prosperidad fiscal gracias al auge de los impuestos de aduanas. Dicho auge permitió que varios países de la región reiniciaran sus renegociaciones con los tenedores de bonos. La tabla 2.2 presenta los paquetes de refinanciación de la deuda para siete países del área.[9] Los paquetes de refinanciación generalmente incluyeron el retiro de los bonos impagos y la flotación de dos clases nuevas de bonos: uno representando el principal de la deuda y el otro, los intereses atrasados. Estos paquetes también supusieron, por lo general, una reducción (en algunos casos temporal) de la tasa de interés sobre el principal original y una prórroga del pago de los intereses atrasados.[10] En general, todos estos acuerdos postulaban que una porción de los ingresos de aduanas se destinaría al servicio de la deuda.

A pesar de la relativa uniformidad de los paquetes iniciales de renegociación, la trayectoria de estos países fue bastante diversa en

---

8. Dawson (1990) analiza, por ejemplo, la oferta en París de un préstamo al Perú con un descuento del 40%.

9. Brasil no se encuentra en la tabla porque no tuvo necesidad de reestructurar su deuda externa. Los países centroamericanos que heredaron la deuda externa de la República Federal de Centroamérica también renegociaron su deuda en este periodo, aunque con diversos grados de éxito. Costa Rica renegoció su deuda en 1844, Guatemala en 1856, El Salvador en 1860, Honduras en 1867 y Nicaragua en 1874. Lamentablemente la historiografía sobre el historial de la deuda en la mayoría de estos países está muy poco desarrollada, por lo cual no damos cuenta detallada de esta.

10. Dado que la situación financiera de los países deudores se esperaba mejoraría en el mediano y largo plazo.

lo que respecta al manejo de su deuda externa en el periodo. En la tabla 2.2 vemos la duración de los nuevos acuerdos. Argentina, Chile y Perú lograron honrar sus contratos de renegociación sin interrupción por varias décadas. El resto de la región, sin embargo, se vio envuelta en un sinnúmero de negociaciones infructuosas en el periodo. México, por ejemplo, tuvo una serie de renegociaciones y solo logró efectuar un mínimo de pagos —esporádicos— a sus acreedores. Los préstamos que obtuvo durante estas fueron bastante limitados y dedicados a refinanciar sus deudas pendientes. Nueva Granada (Colombia) siguió una suerte similar. Renegoció su deuda en 1845, pero se declaró en moratoria poco después, en 1848. De 1850 en adelante, los bonos emitidos por Nueva Granada estuvieron básicamente dedicados a la refinanciación de deudas anteriores. Para todo efecto práctico, con la excepción de un pequeño préstamo en 1863 de £200.000 para gastos de infraestructura, Nueva Granada fue separada de los mercados de capitales internacionales. Los intentos de Venezuela fueron igualmente desalentadores. Esta renegoció su deuda en 1840 y cesó su servicio poco después en 1847; luego, en 1859, pudo flotar nuevos bonos para refinanciar su deuda anterior, pero cesó su pago nuevamente en 1860. Ecuador siguió una trayectoria similar. Así, refinanció su deuda en 1855, posteriomente, dejó de pagar algunos cupones en 1859, y empezó a pagar otra vez un año más tarde. Entre 1860-1869 remitió pagos, aunque continuaron estando atrasados. El acuerdo de 1855 fue formalmente repudiado en agosto de 1869, año en que suspendió todos los pagos.[11]

El flujo de capitales externos fue bastante más selectivo en la segunda ola de préstamos que en la primera. Durante la primera ola el total de préstamos alcanzó £21 millones; durante la segunda, en cambio, el total llegó a £179 millones, de los cuales el 69% representaron bonos de los gobiernos latinoamericanos; el resto fue deuda privada.[12] Este flujo de capitales fue destinado a gastos de infraestructura

11. Véase Sicotte y Vizcarra (2009) para un recuento detallado de las renegociaciones latinoamericanas en el periodo.

12. Véase Della Paolera y Taylor 2013: 177.

Tabla 2.2

Las renegociaciones durante la segunda ola de expansión de los mercados financieros internacionales, 1840-1870

(libras esterlinas)

| País | Fecha[1] | Principal en moratoria | Intereses atrasados | Bonos antiguos retirados? | Monto de las nuevas emisiones | Tasa de interés | Nuevo servicio de la deuda | Fecha de la moratoria de los montos renegociados[2] |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Buenos Aires | 1857 | 977.000 | 1.626.705 | No | 1.500.000 | 1% hasta 1865; 2% 1865-1870; 3% 1870- | 73.620 para empezar, max de 103.620. | 1890 |
| Chile | 1842 | 934.000 | 756.000 | No | 756.000 | No intereses hasta 1847; 3% 1847- | 70.000 hasta 1847; 100.260 1847- | 1931 |
| Ecuador | 1855 | 1.424.579 | 2.393.292 | Sí | 1.824.000 | 1% en el caso de que 1/4 de los ingresos por aduanas de Guayaquil fuera menor de $400.000 por año; si fuera mayor a $400.000 el excedente se aplicaría al servicio de la deuda hasta un máximo de 6%. | Entre 14.245 y 85.475. | 1859 1869[3] |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| México | 1831 | 5.281.400 | 1.108.486 | No | 639.255 | Cero hasta 1836; 5% 1836- | 290.477 hasta 1836; 379.156 1836- | 1833 |
| | | | | | 945.270 | Cero hasta 1836; 6% 1836- | | |
| | 1837[4] | 6.865.820 | 1.869.537 | Sí | 4.623.689 | 5% | 231.198 hasta 1847; 462.396 1847- | 1837 *1843*[5] |
| | | | | | 4.623.689 | Cero hasta 1847; 5% 1847- | | |
| | 1846 | 10.714.750 | 489.269 | Sí | 10.241.650 | 5% | 512.082 | 1847 |
| Nueva Granada | 1845 | 3.312.975 | 3.776.791 | Sí | 3.312.975 | 1% hasta 1849, subir ¼% cada año hasta un max de 6% | 33.130 hasta 1849, alcance un max de 298.161 en 1877. | 1848 *1853*[6] |
| | | | | | 3.312.975 | Cero hasta 1861; 1% en 1861; subir cada año 1/8% hasta un max de 3% | | |
| | 1861 | 3.241.425 | 774.906 | Sí | 4.016.331 | 2% hasta1866; 3% 1866- | 88.350 para comenzar, alcanza un max de 147.525 después de 1866. | 1880 |
| | | | | | 3.209.075 | Empieza con ¼%, y sube gradualmente hasta un max de 1,5%. | | |

*va...*

*...viene*

| País | Fecha[1] | Principal en moratoria | Intereses atrasados | Bonos antiguos retirados? | Monto de las nuevas emisiones | Tasa de interés | Nuevo servicio de la deuda | Fecha de la moratoria de los montos renegociados[2] |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Perú | 1849 | 1.759.100 | 2.472.933 | Sí | 1.759.100 | 4% hasta 1850, sube 0,5% cada año hasta un max de 6%. | 70.364 en 1849; sube hasta un max de 105.546. | 1876 |
| | | | | | 1.854.700 | Cero hasta 1852; 1% en 1852, subiendo 0,5% cada año hasta un max de 3%. | | |
| Venezuela | 1840 | 1.888.396 | 1.501.000 | Sí | 1.857.160 | 2% hasta 1847; sube 0,25% cada año hasta un max del 6%. | 37.143 hasta 1847; llega al máximo de 203.805 en 1868. | 1847 |
| | | | | | 1.847.500 | Cero hasta 1852; luego sube a 1%, sube luego 25% cada año hasta un max de 5% | | |
| | 1859 | 3.354.300 | 911.200 | Sí | 2.812.000 | 2,5% en 1859; 3% 1859- | 84.114 en 1859; 106.000 1859- | 1860 (1863)[7] |
| | | | | | 1.382.350 | 1% en 1859; 1,5% 1859- | | |

*Fuentes*: Sicotte y Vizcarra 2009.

*Notas*:

[1] La fecha del acuerdo es aquella en la que el acuerdo fue ratificado por el gobierno nacional excepto en el caso de México en 1837. La ratificación de este último ocurrió en 1839.

[2] La fecha de la moratoria se refiere a la fecha en que se dejó de pagar el primer cupón.

[3] Ecuador dejó de pagar algunos cupones en 1859, y empezó a pagar otra vez un año más tarde. Entre 1860-1869 remitió pagos, aunque continuaron atrasados. El acuerdo de 1855 fue formalmente repudiado en agosto de 1869, año en el que suspendieron todos los pagos.

[4] México no ratificó oficialmente el acuerdo de 1837 hasta 1839. No pagó dividendos en efectivo hasta 1842, aunque permitió a los tenedores de bonos intercambiar los cupones no pagados por certificados de aduanas. Los únicos pagos en efectivo bajo este acuerdo se hicieron en 1842.

[5] El último cupón pagado por México fue el de julio de 1853. Algunos fondos fueron enviados a los tenedores de bonos esporádicamente, pero nunca fueron suficientes para pagar otro cupón por completo.

[6] En 1850, Nueva Granada ofreció a los tenedores de bonos del tesoro pagar 6% de interés a cambio de tres cupones en moratoria (de diciembre de 1848 a diciembre de 1849). Estos fueron amortizados en 1860. En 1856, Nueva Granada pagó seis dividendos atrasados usando bonos peruanos. Para las fechas de la renegociación de 1861, todavía debía pagos de cupones atrasados desde diciembre de 1853.

[7] Venezuela se declaró en moratoria inmediatamente después de su nuevo acuerdo; así esta logró negociar un nuevo préstamo con la Casa Baring en 1862, que incluyó la capitalización de intereses. Venezuela hizo estos pagos hasta 1865. Mientras tanto, gestionó otro préstamo en 1864 con la General Credit Co., y cumplió con los pagos hasta 1867. No hay récord alguno de que pagó alguna cuota de la deuda renegociada.

(ferrocarriles) y a la refinanciación de la deuda, a diferencia del énfasis casi exclusivo en gastos militares de la primera ola. La tabla 2.3 muestra el influjo de capitales, la tasa de interés, el precio de descuento y el destino de los préstamos externos para los países que se hallaban en buenos términos con los acreedores (Argentina, Brasil, Chile y Perú). Cabe resaltar que el Perú se convirtió en el receptor del mayor flujo de capitales en estos años, acumulando un total de deuda pendiente de alrededor de £33 millones. Como vemos en la tabla, Brasil fue el segundo gran beneficiario de la segunda ola de préstamos, seguido por Chile y Argentina. El resto de la región accedió a préstamos de forma muy limitada y a tasas de interés mayores.[13] Como se desprende de los gráficos 2.2 y 2.3, el premio de riesgo fue marcadamente distinto para los dos grupos de países durante el periodo. El promedio del premio de riesgo fue de 295 puntos básicos para Argentina, Brasil, Chile y Perú, y de 840 puntos básicos para el resto.[14]

El furor de préstamos de la segunda ola financiera internacional llegó a su fin con el advenimiento de la crisis de 1873.[15] En los años setenta, un gran número de países latinoamericanos se declararon en moratoria. La tabla 2.4 ilustra la acumulación de la deuda total y la deuda pública externa para los países de la región. En esta se puede apreciar que fueron los deudores "marginales", aquellos que tuvieron

13. Colombia recibió £2,2 millones, Costa Rica 3,4 millones, Guatemala 650.000, Honduras 5,5 millones, Paraguay 3 millones, República Dominicana 757,000, Uruguay 3,5 millones y Venezuela 2,5 millones. Una buena parte de estos préstamos no fueron préstamos "frescos" sino préstamos para la refinanciación de deudas anteriores. México recibió £16,9 millones para refinanciar sus deudas pasadas, además del préstamo del gobierno de Maximiliano en 1864, que financió la invasión de México. Este último fue posteriormente repudiado por el gobierno mexicano. Véase Marichal 1989: 80.

14. Este fue calculado para el periodo 1850-1872.

15. La crisis estuvo relacionada con el fin de la guerra franco-prusiana y la indemnización pagada por el gobierno francés. Esta última llevó a un masivo influjo de capitales a las economías de Europa central, lo que generó actividades especulativas en los mercados financieros que resultaron en un espectacular *crash* del mercado de valores de Viena, el que luego fue transmitido a toda Europa. Véase Kaminski y Vega-García 2013: 3.

Tabla 2.3
Préstamos durante la segunda ola (1852-1872)*

| País | (1) Fecha | (2) Monto (libras esterlinas) | (3) Tasa de Interés | (4) Precio | (5) Motivo del Préstamo |
|---|---|---|---|---|---|
| Argentina | 1866 | 500.000 | 6 | | Gastos de guerra |
| Argentina | 1868 | 1.950.000 | 6 | 72,5 | Gastos de guerra |
| Buenos Aires | 1870 | 1.034.700 | 6 | 88 | Ferrocarriles, puertos |
| Brasil | 1852 | 954.250 | 4,5 | 95 | Retirar el préstamo portugués de 1823 |
| | 1858 | 1.425.000 | 4,5 | 95,5 | Ferrocarriles |
| | 1859 | 508.000 | 5 | 100 | Retirar el préstamo de 1829 |
| | 1860 | 1.210.000 | 4,5 | 90 | Infraestructura |
| | 1863 | 3.300.000 | 4,5 | 88 | Refinanciación deuda |
| | 1865 | 5.000.000 | 5 | 74 | Gastos de guerra |
| | 1871 | 3.000.000 | 5 | 89 | Deuda flotante/ ferrocarriles |
| Chile | 1858 | 1.554.800 | 4,5 | 92 | Ferrocarriles, gastos generales |
| | 1866 | 450.000 | 6 | 92,5 | Gastos de guerra |
| | 1867 | 2.000.000 | 6 | 84 | Gastos de guerra, conversión de la deuda |
| | 1867 | 626.700 | 7 | 92 | Gastos de guerra |
| | 1870 | 1.012.700 | 5 | 83 | |

*va...*

*...viene*

| País | (1) Fecha | (2) Monto (libras esterlinas) | (3) Tasa de interés | (4) Precio | (5) Motivo del préstamo |
|---|---|---|---|---|---|
| Perú | 1853 | 2.600.000 | 4,5 | 85 | Conversión deuda externa |
| | 1853 | 1.800.000 | 4,5 | | Conversión deuda interna |
| | 1853 | 800.000 | 4,5 | | Conversión deuda interna |
| | 1853 | 400.000 | 4,5 | | Ferrocarriles |
| | 1862 | 5.500.000 | 4,5 | 93 | Conversión |
| | 1865 | 10.000.000 | 5 | 83,5 | Conversión, gastos de guerra |
| | 1869 | 290.000 | 5 | 70 | Ferrocarriles |
| | 1870 | 11.920.000 | 6 | 82,5 | Ferrocarriles |
| | 1872 | 22.130.000 | 5 | 60-75 | Ferrocarriles y conversión de la deuda |

*Fuente*: Sicotte y Vizcarra 2009; Summerhill 2006.

*La tabla solo incluye los préstamos a los países latinoamericanos de mayor dinamismo en los mercados de capitales en el periodo. Brasil obtuvo cuatro préstamos entre 1829 y 1852. En 1829, obtuvo dos préstamos para financiar el pago de intereses por £200.000 y 199.940. En 1839 obtuvo un préstamo para financiar su déficit fiscal por £312.500, y en 1843 obtuvo otro préstamo por £622.707 destinado a la conversión de deuda.

Gráfico 2.2

PREMIO DE RIESGO DE LOS BONOS LATINOAMERICANOS, 1840-1880

(puntos básicos)

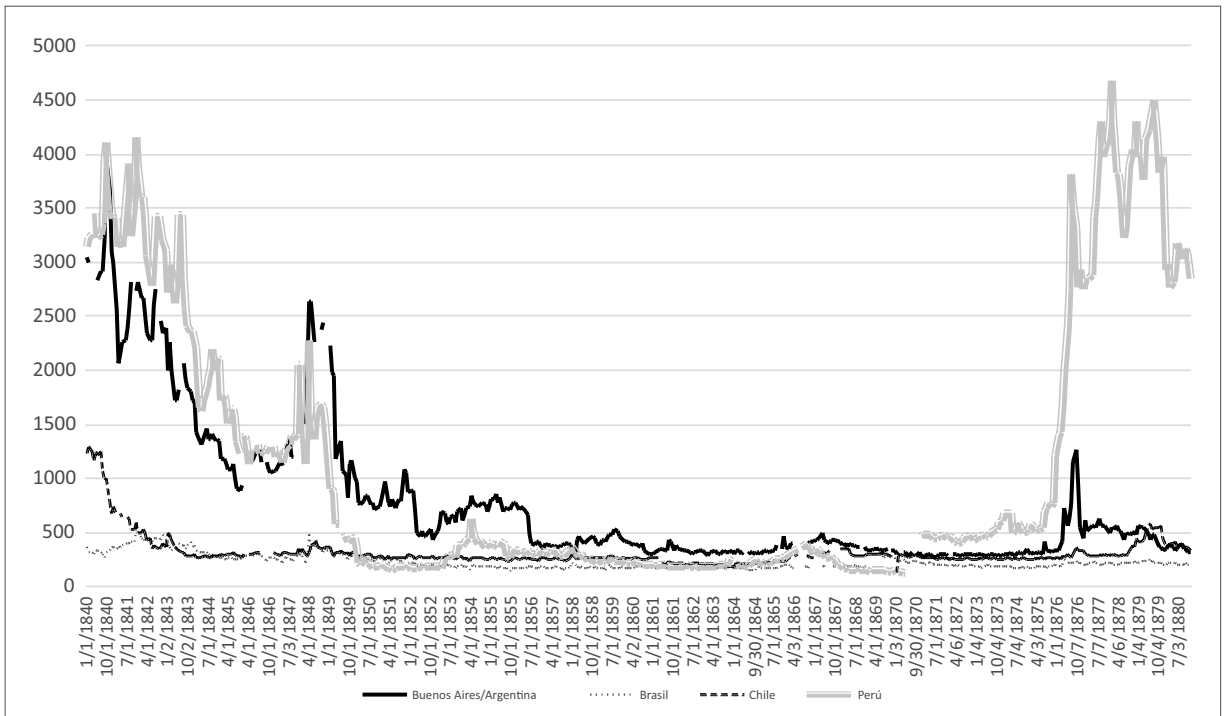
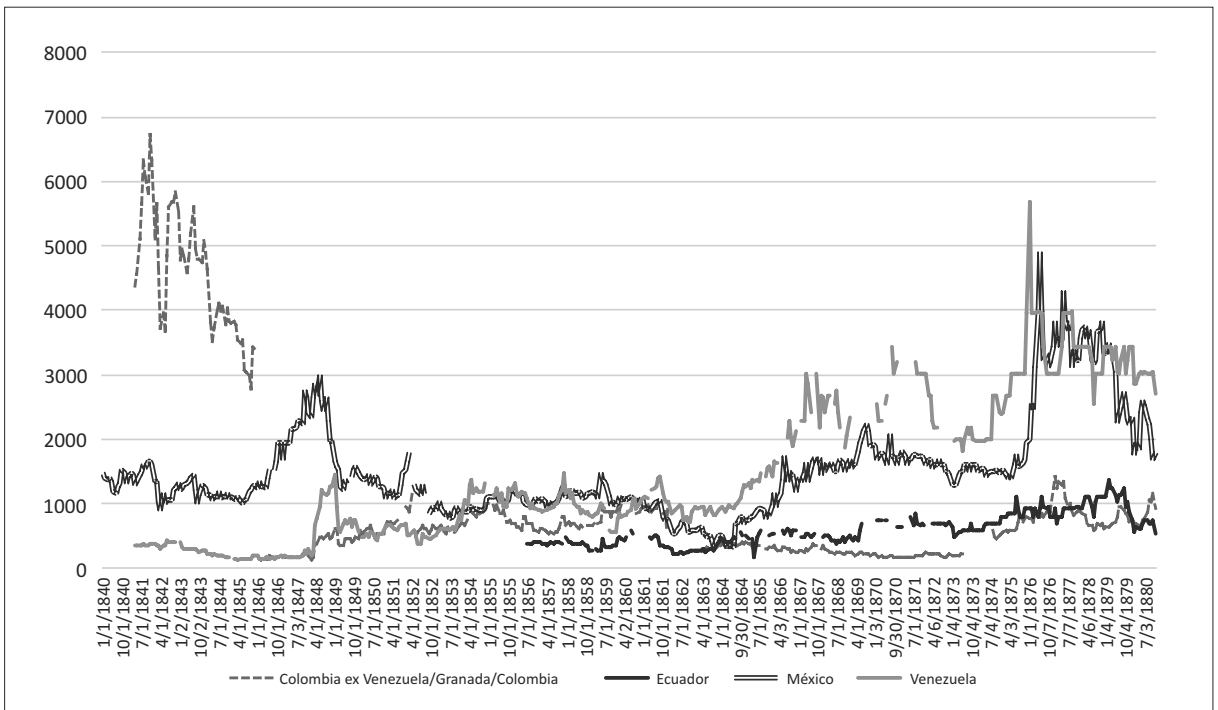


Gráfico 2.3

PREMIO DE RIESGO DE LOS BONOS LATINOAMERICANOS, 1840-1880

(puntos básicos)



un acceso limitado a los mercados, y el Perú, los que se declararon en moratoria.

Los mercados de capitales se recuperaron hacia fines de la década de 1870, gracias a un nuevo *boom* comercial. El tercer ciclo financiero (1880-1890) significó un nuevo flujo importante de capitales a la región, que fue aún mayor al de las dos olas anteriores. Entre 1880 y 1890 el total de las inversiones británicas en el área se duplicó llegando a un total de £426 millones. De estas, 194 millones representaron inversiones en bonos públicos.[16] La concentración de las inversiones en la tercera ola fue mayor que en las anteriores.[17] El flujo de capitales, en esta ocasión, estuvo dominado por préstamos a la Argentina, y, en menor volumen, a Brasil, Chile, Uruguay y México. México, bajo el porfiriato, renegoció exitosamente su deuda externa, resumiendo su pago de manera regular por primera vez desde las guerras de la independencia, logrando así acceder a nuevos préstamos. En la tabla 2.5 se aprecia la importancia relativa de la Argentina como receptora de este nuevo flujo de capitales. El total de préstamos a esta llegó a los £77.985 millones, muy por encima del volumen de préstamos dirigido a Brasil, el segundo país en la lista. Esto explica que el fin de este ciclo estuviera marcado por la crisis de la Casa Baring (la suscriptora de los préstamos a la Argentina). El colapso de la Casa Baring estuvo asociado al estado de la economía argentina, la que entró en crisis a principios de 1890.[18] En el gráfico 2.4 se puede apreciar el gran impacto de la crisis sobre el premio de riesgo de los bonos de la región. Entre los años 1890 y 1894 varios países latinoamericanos se declararon en moratoria.[19]

El siguiente y último ciclo del periodo (1895-1914), sin embargo, se inició poco después de la crisis de la Casa Baring, y terminó con el

---

16. Della Paolera y Taylor 2013: 179.

17. Ibíd.

18. El Banco de Inglaterra intervino para evitar una catástrofe financiera, rescatando a la Casa Baring. La crisis, sin embargo, afectó a varios países de la región. Véase Mitchener y Weidenmier (2008) para una discusión de los efectos de la crisis en otros países latinoamericanos.

19. Además de la Argentina se declararon en moratoria Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

Tabla 2.4
Las inversiones británicas en América Latina a fines de 1880 (libras esterlinas)

| País | Total | Empresa privada | Bonos gubernamentales | Bonos gubernamentales en moratoria |
|---|---|---|---|---|
| Argentina | 20.338.709 | 9.105.009 | 11.233.700 | — |
| Bolivia | 1.654.000 | — | 1.654.000 | 1.654.000 (1875) |
| Brasil | 38.869.067 | 15.808.905 | 23.060.102 | — |
| Chile | 8.466.521 | 701.417 | 7.765.104 | — |
| Costa Rica | 3.304.000 | — | 3.304.000 | 3.304.000 (1874) |
| Cuba | 1.231.600 | 1.231.600 | nd | nd |
| República Dominicana | 714.300 | — | 714.300 | 714.300 (1872) |
| Ecuador | 1.959.380 | 135.380 | 1.724.000 | 1.824.000 (1868) |
| Guatemala | 544.200 | — | 544.200 | 544.200 (1876) |
| Honduras | 3.222.000 | — | 3.222.000 | 3.222.000 (1872) |
| México | 32.740.916 | 9.200.116 | 23.540.800 | 23.540.800 (1866) |
| Nicaragua | 206.570 | 23.540.800 | — | — |
| Paraguay | 1.505.400 | — | 1.505.400 | 1.505.400 (1874) |
| Perú | 36.177.070 | 3.488.750 | 32.688.320 | 32.688.320 (1876) |
| Uruguay | 7.644.105 | 4.124.885 | 3.519.220 | — |
| Venezuela | 7.564.390 | 1.161.590 | 6.402.800 | — |
| General | 10.274.660 | 10.274.660 | nd | nd |
| Total | 179.490.261 | 56.412.255 | 123.078.006 | 71.097.020 |

*Fuente*: Della Paolera y Taylor 2013, basado en Rippy 1959.

Tabla 2.5
Préstamos de cinco países latinoamericanos durante la tercera ola de préstamos externos, 1880-1890

| País | Número de préstamos | Valor nominal (miles de libras) |
|---|---|---|
| Argentina | 50 | 77.985 |
| Brasil | 8 | 38.914 |
| Chile | 4 | 9525 |
| México | 5 | 21.850 |
| Uruguay | 4 | 18.782 |

*Fuente*: Marichal 1989: 128.

inicio de la Primera Guerra Mundial. En esta etapa, los capitales británicos y franceses fueron acompañados de capitales alemanes y americanos. Con la crisis producida por el estallido de la Primera Guerra Mundial: Brasil, Ecuador, México, y Uruguay se declararon en moratoria. Poco después de la guerra, y gracias a la creciente productividad de la economía mundial producto de las nuevas tecnologías desarrolladas durante el periodo, varios países latinoamericanos lograron acceder a cuantiosos préstamos, especialmente en la década de 1920, incluido el Perú.[20] Esta nueva ola de préstamos terminó abruptamente con la Gran Depresión de 1929.

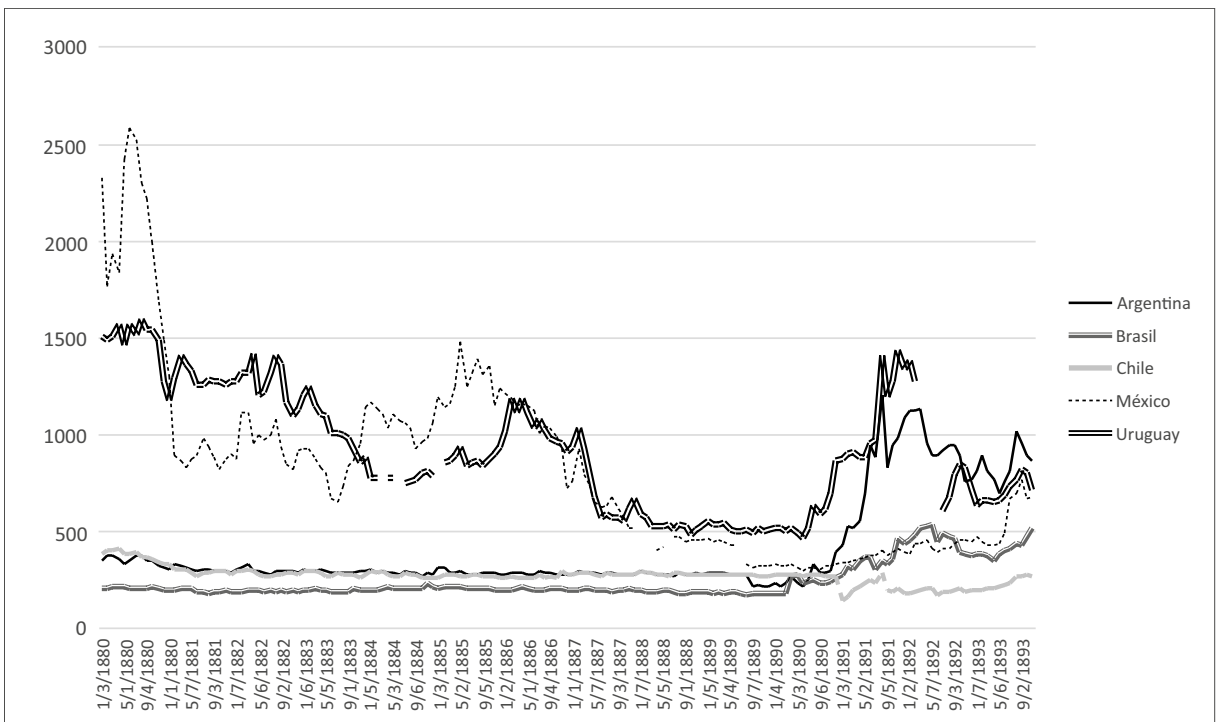
En suma, la revisión del historial de la deuda externa en la región durante el siglo XIX sugiere que, si en la primera ola de inversiones

20. Después de la firma del Contrato Grace, que canceló la deuda peruana en 1890, el Perú tuvo que esperar varios años para reinsertarse en el mercado de capitales. En 1906, recibió un pequeño préstamo por £600.000 para gastos militares. Luego, en 1909, recibió un préstamo adicional de £1,2 millones para refinanciar su deuda pendiente y para la compra de municiones. Es recién en los años veinte que el Perú se insertó con mayor intensidad en los mercados financieros internacionales, recibiendo una serie de nuevos préstamos para gastos de infraestructura y refinanciación. Véase Wynne 1951.

Gráfico 2.4

Premio de riesgo de los bonos latinoamericanos, 1880-1893

(puntos básicos)



extranjeras los préstamos fueron indiscriminados, en los ciclos siguientes las inversiones fueron dirigidas a los países que fueron consistentes en honrar sus obligaciones financieras. Como es de esperarse, el premio de riesgo, por lo general, fue menor para los países que tuvieron un buen récord en los mercados financieros internacionales. Los ciclos financieros explican, sin duda, las tendencias generales de la deuda en el área, pero estos solo sirven como marco referencial. La diversidad de experiencias de la región es aparente. Brasil y Chile, por ejemplo, fueron casos inéditos, por cuanto cumplieron con sus pagos religiosamente prácticamente durante todo el siglo XIX: Brasil, hasta la iniciación de la república en 1889, y Chile hasta muy entrado el siglo XX. Estos lograron una alta estima en los mercados financieros internacionales y captaron como consecuencia un importante volumen de inversiones extranjeras durante el periodo.[21] En contraste con estos casos, un buen número de países sobresalen por su largo historial de renegociaciones infructuosas y su difícil acceso a nuevos préstamos. En lo que sigue hacemos un recuento de los avances más importantes de la literatura con respecto a los factores que explican esta disparidad.

**Avances interpretativos**

Desafortunadamente, todavía no disponemos de trabajos que analicen de manera integral y sistemática, los factores que afectaron la evolución de la deuda externa de la región en el periodo. Trabajos relativamente recientes muestran la importancia de ciertas variables para etapas relativamente cortas. Sicotte y Vizcarra (2009), por ejemplo, estudiaron la evolución de la deuda externa en siete países del área (Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, México, Venezuela y Perú) para el periodo 1830-1870. Estos mostraron que las guerras internas y externas afectaron marcadamente su evolución. Por un lado, los conflictos militares impactaron fuertemente en las arcas fiscales afectando su capacidad financiera; por el otro, dada la enorme inestabilidad

21. La Gran Depresión provocó la moratoria de un sinnúmero de deudores, incluido Chile.

política, varios gobiernos de la región privilegiaron el repago de la deuda interna sobre la externa, con el objetivo de asegurar el apoyo de grupos de interés domésticos. Finalmente, los autores muestran cómo los cambios estructurales en las series del premio de riesgo correspondieron en su mayoría a conflictos armados.[22] Estudios adicionales para el siguiente periodo (1870-1914) sugieren que la adhesión al patrón oro fue un factor importante en la determinación del premio de riesgo. Este habría funcionado como un sello de aprobación de la credibilidad de los contratos de deuda externa, dado que su adopción implicaba un mayor grado de responsabilidad fiscal. Sin embargo, estos resultados no son del todo robustos.[23]

Estudios de caso recientes, por otro lado, sugieren que la diversidad de experiencias latinoamericanas se explica, en buena medida, por la economía política de sus finanzas públicas. Brasil fue, sin duda, el país que logró la inserción más estable y exitosa en los mercados financieros internacionales durante el periodo. Summerhill (2015) nos ofrece una interesante interpretación del éxito brasileño. A diferencia de autores que enfatizan en la relativa solidez de las exportaciones brasileñas, o en su crecimiento económico, Summerhill considera que Brasil fue exitoso en el manejo de sus finanzas públicas, en las décadas que precedieron a la constitución de la primera república, gracias a su marco institucional. En particular, este argumenta que las modificaciones constitucionales de 1824 restringieron los grados de libertad del Poder Ejecutivo en el manejo de las finanzas del Estado gracias a que el Parlamento dispuso de la capacidad de veto sobre el manejo de la deuda externa e interna. Así, Brasil tuvo la posibilidad de acceder a un gran volumen de crédito externo a precios razonables.[24] Asimismo, en

22. Estos estimaron los cambios estructurales en las series siguiendo la metodología de Bai y Perron. Esta metodología les permitió identificar que los cambios estructurales estuvieron en su mayor parte relacionados con eventos militares. Véase Sicotte y Vizcarra 2009: 282-284.

23. Della Paolera y Taylor 2013: 190-191.

24. Como el mismo Summerhill menciona, en las décadas inmediatas posteriores a la Constitución de 1824, el crédito externo brasileño fue relativamente pequeño y el premio de riesgo relativamente alto. Solo desde la década de 1850 se nota una me-

el caso de Argentina, Saiegh (2013) sugiere que los cambios institucionales de los años cincuenta —los que instauraron un Estado con un balance de poderes similar a los de la Constitución americana— explican el *boom* crediticio argentino y la reducción de su premio de riesgo. El costo del crédito argentino bajó en más de tres puntos porcentuales, y su acceso a crédito externo se multiplicó sustancialmente en el periodo que sucedió al cambio institucional (1860-1913).[25] En la década de 1880, en particular, como vimos en la sección anterior, Argentina tuvo acceso al mayor volumen de crédito de la región. Después del paréntesis ocasionado por la crisis de la casa Baring, Argentina resumió una alta tasa de endeudamiento externo entre 1898 y 1908.[26]

El caso mexicano ha sido estudiado en los años recientes por Marichal (2002) y más extensamente por Salvucci (2009). Marichal relata cómo la credibilidad del gobierno mexicano se catapultó con las reformas financieras y políticas del porfiriato, las que permitieron la reinserción de México en los mercados de capitales internacionales. Aunque la razón central del cese de pagos mexicano fue la mala situación de las arcas fiscales, las reformas fiscales tuvieron poco que ver con la reinserción. El elemento clave fue la reforma financiera que instituyó a Banamex como el agente financiero del Estado. Banamex, un banco privado que tenía como dueños a financistas americanos y europeos de muy buena reputación en los mercados financieros

---

jora significativa. Es importante contrastar la perspectiva de Summerhill con la de Flandreau y Flores (2009), quienes sugieren que el factor esencial para la credibilidad de los soberanos en el periodo fue la identidad del *underwriter* de la deuda; en el caso del Brasil, esta hipótesis adquiere una importancia especial porque el Brasil fue abalado por una de las casas financieras más famosas y con mejor reputación de la época, la Casa Rothschild.

25. Saiegh 2013: 67.

26. En el trabajo de Saiegh, sin embargo, no queda del todo claro hasta qué punto fueron los cambios institucionales *per se*, o más bien la unificación del territorio y la consolidación de las finanzas públicas, la que le dio una mayor credibilidad al gobierno argentino.

internacionales, estuvo a cargo de la renegociación y el manejo de la deuda externa, lo que le dio gran credibilidad al gobierno mexicano.[27]

A pesar de estos avances, necesitamos ampliar el estudio de la deuda pública externa de la región, no solo en cuanto al número de estudios de caso, sino también con respecto a estudios interpretativos integrales que lleguen a conclusiones generalizables.[28] Nuestra intención, en este volumen, es de contribuir a la literatura con el análisis al detalle de la deuda externa peruana y, además, aunque más modestamente, con la discusión de cómo la experiencia peruana informa a los estudios sobre la deuda de la región. El caso peruano, de hecho, es de gran importancia, por tratarse de un caso atípico que desafía varias de nuestras presuposiciones sobre el comportamiento de los inversionistas y de los Estados deudores. Los compromisos creíbles que permitieron al Estado peruano convertirse en el mayor deudor de América Latina en la era del guano no descansaron en reformas institucionales, políticas o financieras, como parece haber sido el caso de Argentina, Brasil y México, sino en el comercio del guano, y en las relaciones que se derivaron de su comercialización con agentes comerciales y financieros foráneos, como veremos en las próximas páginas.

27. Véase Marichal 2002: 94.

28. Para importantes estudios de caso de corte histórico, véase Amaral 1995, Bazant 1968, Berglund 1995, Burgin 1946, Costeloe 2003, y Liehr 1989. El énfasis en la credibilidad de los compromisos con los acreedores es importante, pero tal vez nos ha distraído del estudio sistemático de temas centrales como el de la capacidad de pago de la región, por ejemplo.

## Capítulo 3

# Compromisos creíbles y la inserción del Perú en los mercados financieros internacionales[1]

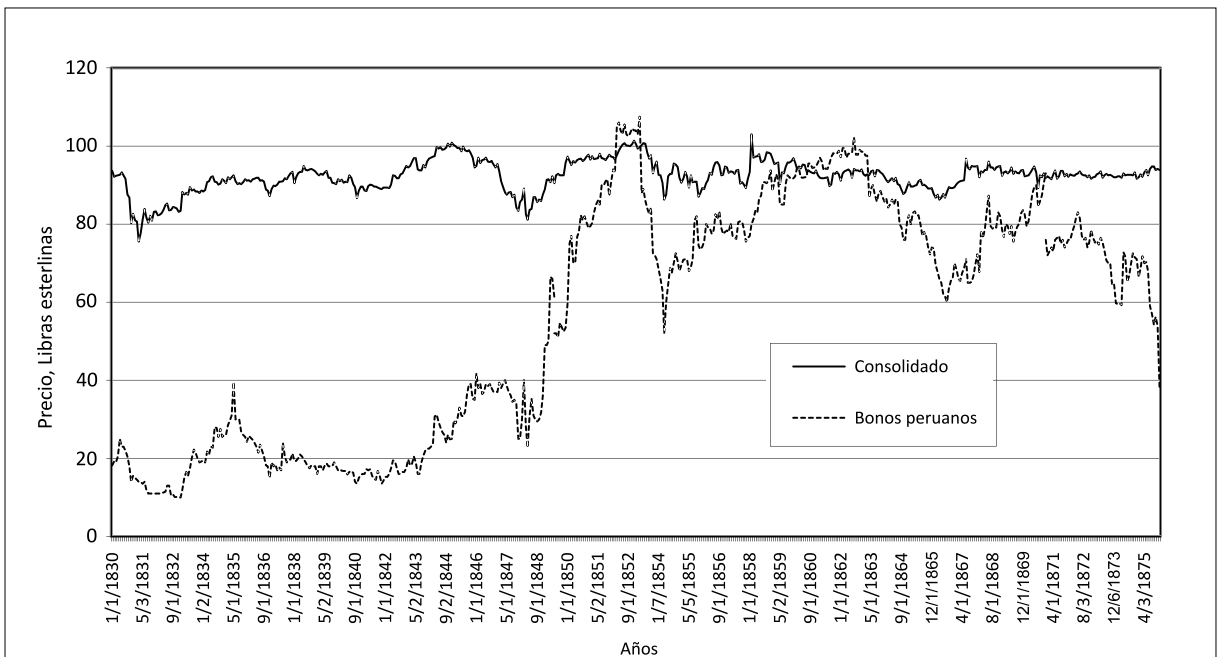
El origen de la deuda externa peruana se remonta a la guerra de la independencia. Como muchos otros gobiernos revolucionarios de América Latina, desde el inicio del periodo republicano, el Perú emitió una serie de bonos en el mercado británico para financiar sus gastos militares. Recibió dos préstamos iniciales, uno en 1822 por £1,2 millones y otro en 1825 por un monto adicional de £616.000. El gobierno peruano, sin embargo, se declaró en moratoria poco después, en 1826.[2] El cese de pagos duró más de dos décadas, tiempo durante el cual los bonos peruanos se comercializaron a precios extremadamente bajos, frecuentemente por debajo del 20% del valor nominal (véase el gráfico 3.1).

Fue en 1849, que el Perú obtuvo un acuerdo con los tenedores de bonos para reiniciar el pago del monto principal adeudado y emitir bonos por el interés acumulado. Bajo el nuevo acuerdo, el monto principal de la deuda se convirtió en bonos "activos" por un total de £1.759.100, 25% del interés fue perdonado, y el resto del valor de los

1. Este capítulo está basado, en buena medida, en el artículo "Guano, Credible Commitments and Sovereign Debt Repayment in Nineteenth Century Peru," publicado en el *Journal of Economic History*, 69(2): 358-387, junio, 2009.

2. Todos los países latinoamericanos se declararon en moratoria hacia fines de la década de 1920 con la única excepción del Brasil.

Gráfico 3.1
PRECIOS DE LOS BONOS, 1830-1875




*Fuentes:* Consols: Course of the Exchange. Peru: Course of the Exchange (1830-1844), *The Economist* (1845-1875).
*Observación:* Los bonos peruanos representados en la figura son los de mayor importancia en el mercado de Londres para cada periodo.

intereses, £1.854.700, fue flotado como bonos pasivos que no empezarían a pagar interés hasta el mes de abril del año 1852.[3] El Perú se adhirió a los términos del acuerdo, y, desde 1853, sucesivos gobiernos accedieron a nuevos préstamos para una variedad de propósitos —conversión de deuda, gastos generales, financiamiento de guerra, y construcción de ferrocarriles—. La tabla 3.1 presenta todas las emisiones de bonos del gobierno peruano durante el siglo XIX, incluyendo las fechas, montos, precios de emisión, y tasas de interés. En 1853, el Perú recibió los primeros préstamos que sucedieron a la renegociación (cuatro préstamos en total, tres en Londres y uno en París). El mayor de estos convirtió todos los bonos extranjeros activos a una nueva serie, reduciendo la tasa de interés de 6% a 4,5%. Los otros préstamos, también pactados al 4,5%, fueron reservados para la conversión de la deuda doméstica. En su conjunto, estos préstamos incrementaron la deuda externa peruana, de aproximadamente £3,5 millones a más de 7,5 millones. Poco después, en 1862, el Perú emitió otro importante volumen de bonos, del cual, cerca de la mitad, fue destinada a cancelar bonos anteriores. Más tarde, durante la guerra con España, en 1865, el gobierno peruano asumió un préstamo en Europa por £10 millones y otro en los Estados Unidos en 1866, por alrededor de £290.000. A fines de la misma década e inicios de la siguiente, el país emitió tres préstamos con el objetivo de embarcarse en la construcción de ferrocarriles, los que expandieron dramáticamente la deuda de £10 millones a 33 millones. Finalmente, en diciembre de 1875, después de más de veinticinco años de honrar su deuda externa, el Perú se declaró en moratoria, y no pagó ni principal ni intereses por quince años, hasta la firma del Contrato Grace en 1890.[4] En suma, la experiencia peruana en los mercados internacionales de capitales en el siglo XIX consistió

3. Los bonos activos pagaron un interés del 4% desde abril de 1849. La tasa de interés sobre estos bonos, sin embargo, estaba programada para ser incrementada en 0,5 puntos porcentuales en abril de 1853. Los bonos pasivos pagaron un interés del 1% por año desde abril de 1852. Esa tasa estaba programada para ser incrementada en 0,5 puntos porcentuales anualmente hasta un 3% en abril de 1856.

4. El Contrato Grace canceló la deuda externa peruana a cambio de poner en las manos de los tenedores de bonos los ferrocarriles y otros activos del Estado, véase Miller 1976.

Tabla 3.1
Préstamos al gobierno peruano (1822-1872)

| Fecha de emisión | Agente | Préstamo | Monto (£) | Precio | Tasa del cupón (%) | Amortización (%) | Incremento deuda total (£) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1822 | Fry and Chapman | Financiar la guerra | 1.200.000 | 88,82 | 6 | 1,16 | 1.200.000 |
| 1825 | Fry and Chapman | Ídem | 616.000 | 78 | 6 | 1 | 616.000 |
| 1849 | Casa Murrieta | Renegociación | 3.613.800:<br>Bonos activos: 1.759.100<br>Bonos: 1.854.700 | n.d. | Bonos activos: 4-6 %<br>Bonos pasivos: 1-3 % | Bonos activos: 1% empezando en 1856<br>Bonos pasivos: 0,5% empezando en 1856; subió a 3% en 1855 | Ninguno |
| Feb. 1853 | Murrieta y Hambro & Sons | Renegociación 1849 Bonos Activos | 2.600.000 | 85 | 4,5 | 2: incrementado a 5 en 1855; a 8 en 1858 | 620.447 |
| Mayo 1853 | Montané (París) | Conversión de deuda doméstica | 800.000 (20.000.000 ff) | n.d. | 4,5 | 8 en 1862 | 800.000 |
| Mayo 1853 | Uribarren | Conversión de deuda doméstica | 1.800.000 | n.d. | 4,5 | 1 | 1.800.000 |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1853 | Hegan | Ferrocarril Tacna-Arica | 403.100 | n.d. | 4,5 | 1 | 403.100 |
| 1862 | Heywood, Kennard & Co. | Renegociación y pago de deudas antiguas | 5.500.000 | 93 | 4,5 | 8 | 2.308.374 |
| 1865 | Thomson, Bonar & Co. | Conversión, financiar la guerra | 10.000.000 | 83,5 | 5 | 5 | 3.000.000 |
| 1866 | Intereses norteamericanos | Junto con Chile. Guerra con España | 289.760 ($2.000.000) | n.d. | 7 | n.d. | 289.760 |
| 1869 | Thomson, Bonar and Co. | Construcción ferrocarril | 290.000 | 71 | 5 | 2 | 290.000 |
| 1870 | J.H. Schroder | Construcción ferrocarril | 11.920.000 | 82,5 | 6 | 2 | 11.920.000 |
| 1872 | J.H. Schroder and Stern Brothers | Ferrocarriles, conversión | 22.130.000 | 60 a 75 | 5 | 2 | 13.700.000 |

*Fuentes*: Dancuart, *Anales*, varios volúmenes. Véase también Fenn, *Compendium*, varios años; el *Times*, varios años; Mathew 1970b; Palacios Moreyra 1983; Tantaleán 1983 y Wynne 1951, vol. 2: 109-195.

en un periodo de veinticinco años de frecuente endeudamiento, y fiel servicio de la deuda, precedidos y seguidos por décadas de completa penuria y cesación de pagos. Los veinticinco años de solvencia correspondieron al auge del guano.

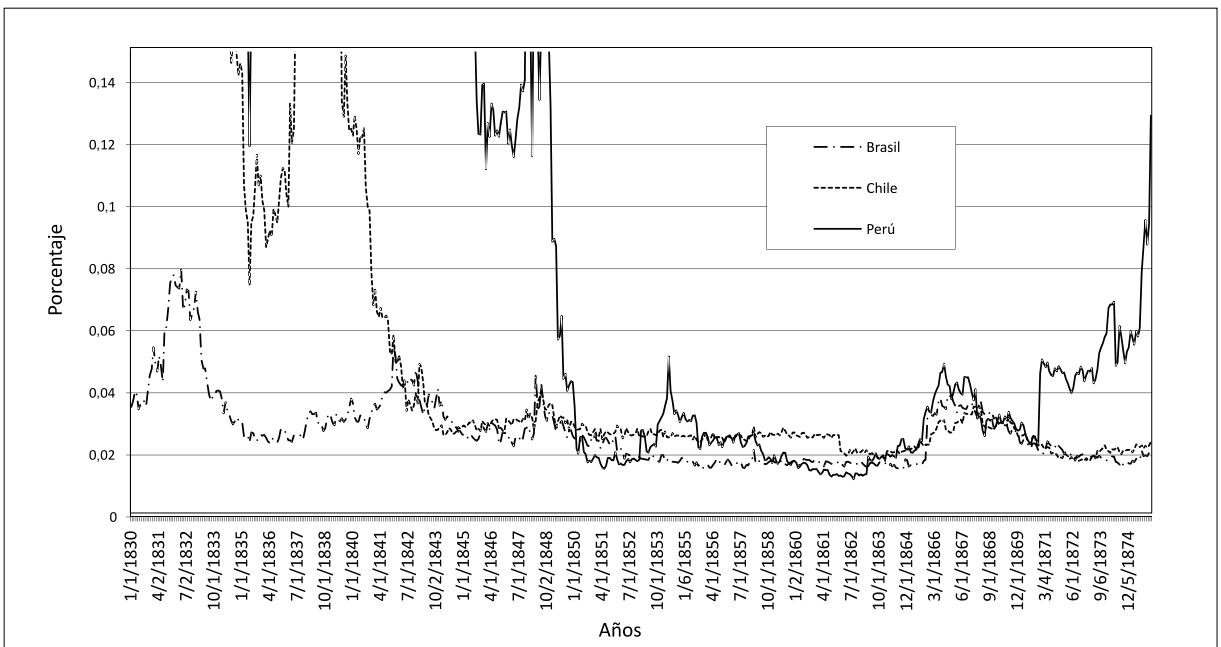
Durante la era del guano la evolución de la deuda externa peruana fue excepcional por varias razones que quisiéramos destacar. Primero, y a pesar de la gran inestabilidad política del país, los precios de los bonos peruanos se incrementaron dramáticamente con la renegociación de 1849, y el país disfrutó de un bajo riesgo crediticio por aproximadamente dos décadas, hasta inicios de los años setenta (véase el gráfico 3.1). El gráfico 3.2 muestra los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos más importantes de Brasil, Chile y Perú frente a los bonos perpetuos británicos entre 1830 y 1875.[5] La serie peruana muestra una mejora repentina y dramática en 1849. Durante el auge del guano, los diferenciales de rendimiento peruanos estuvieron frecuentemente por debajo del 2%, en el nivel, o, incluso, por debajo del nivel alcanzado por los bonos de Brasil y Chile. Este resultado es sorprendente, dado que Brasil y Chile eran los países más estables de la región y gozaban de excelente reputación en los mercados financieros internacionales.[6] En segundo lugar, el Perú acumuló una gran deuda convirtiéndose en el mayor deudor solvente de América Latina. La tabla 3.2 compara la deuda externa de los países latinoamericanos en 1830, 1855, y 1875. En 1855 y 1875, la deuda externa del Perú rivalizaba solamente con la de México, pero casi el íntegro de la

5. Con fines ilustrativos, incluimos cálculos de los diferenciales de rendimiento para estos países aun cuando estuviesen en cesación de pagos (Perú antes de 1849 y Chile antes de 1842). Analizamos los casos de Brasil y Chile porque los otros deudores principales de América Latina (México, Colombia [Nueva Granada], Ecuador, y Venezuela) no honraron el pago de la deuda externa —con algunas excepciones por periodos muy breves— en estas décadas. Argentina absorbió la deuda revolucionaria de Buenos Aires cuando se consolidó, en la segunda mitad del siglo XIX.

6. Este fue el caso de Brasil durante la mayor parte del siglo XIX y de Chile después que llegase a un acuerdo de pago sobre su deuda externa a inicios de los años cuarenta.

Gráfico 3.2

Premio de riesgo v. consolidado, 1830-1875




*Fuentes:* Consoles: Course of the Exchange. Peru, Brasil y Chile: Course of the Exchange (1830-1844), *The Economist* (1845-1875).
*Notas:* Los bonos latinoamericanos utilizados son los de mayor importancia para cada país en el mercado de Londres en el periodo.

Tabla 3.2
Deuda externa de los países latinoamericanos
(millones de libras esterlinas)

| País | 1830 | 1855 | 1875 |
|---|---|---|---|
| Argentina/Buenos Aires | *1,0* | *1,0* | 13,0 |
| Brasil | 4,5 | 5,9 | 19,5 |
| Chile | *1,0* | 1,4 | 7,1 |
| Colombia/Nueva Granada | *3,3* | *6,5* | 2,1 |
| Ecuador | *1,4* | *1,4* | *1,8* |
| México | *6,4* | *10,2* | *27,9* |
| Perú | *1,8* | 7,3 | 33,0 |
| Venezuela | *1,9* | *3,4* | *6,6* |

*Fuentes*: *Investor's Monthly Manual* (30 de enero de 1875); Fenn, *Compendium* (1855, 1876); *Fourth Annual Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders* (1876); Dawson (1990); Marichal (1989); Summerhill (2006).
*Observaciones:*

- Las cifras de 1830 se refieren al capital del préstamo original, que permaneció virtualmente impago. Los préstamos originales a la Gran Colombia han sido asignados 50% a Colombia, 28,5 % a Venezuela y 21,5% a Ecuador según el acuerdo de 1834.
- Para los países en cesación de pagos, las cifras no toman en cuenta el interés acumulado por moras a menos que este haya sido convertido a bonos como parte de los nuevos acuerdos. Esto ocurrió en el caso de Colombia, Ecuador, México y Venezuela.
- Las cifras de 1876 se refieren solo a la deuda pública de Argentina. El préstamo revolucionario a Buenos Aires y la capitalización de los intereses en mora fueron asumidos por la República Argentina bajo el plan de 1857-1858, pero los préstamos provinciales a Buenos Aires, Entre Ríos y Santa Fe de los años setenta no se incluyen. Estos suman alrededor de tres millones de libras esterlinas.
- Las cifras en cursiva indican que el país se encontraba en cesación de pagos.

deuda acumulada de México provenía de la capitalización de intereses impagos sobre préstamos antiguos, después de varios intentos fallidos de renegociación.[7] El Perú, en cambio, emitió millones de libras en

7. México emitió nueva deuda durante el imperio de Maximiliano, pero esa deuda no fue reconocida después de su derrota. Véase Costeloe 2003, Marichal 1989.

nuevos préstamos. De hecho, entre los países que se habían declarado en moratoria en la época de la independencia, solo Argentina (Buenos Aires), Chile y Perú asumieron nuevos préstamos significativos antes de 1875.

La deuda peruana no solamente fue la mayor de América Latina, sino que también lo fue la ratio del servicio de su deuda externa con relación a los ingresos gubernamentales. La tabla 3.3 muestra esta ratio para varios países latinoamericanos, para los años 1830, 1855, y 1875 (también mostramos los datos para los países que se encontraban en cese de pagos; así podemos comparar las cargas de la deuda de los países solventes y no solventes). Nótese que, tanto en 1855 como en 1875, el Perú tuvo el servicio de la deuda más alto entre los deudores solventes. En 1855, el servicio de la deuda externa representó el 18% de los ingresos gubernamentales, y en 1875 llegó al 40%. La combinación de una baja compensación por riesgo y de la alta ratio del servicio de la deuda sugiere que los acreedores tuvieron un grado de confianza especialmente alto en la capacidad de pago del Perú y en su compromiso con el servicio de la deuda. En las siguientes secciones, sugerimos que el extraordinario desempeño del Perú en los mercados financieros internacionales estuvo basado en el compromiso creíble del gobierno peruano de honrar el servicio de la deuda con los ingresos del guano.

## El *boom* guanero

Durante el periodo colonial tardío, la economía peruana estuvo dominada por la extracción de minerales, sobre todo para la exportación, y por la agricultura, que en su mayoría era para consumo doméstico. El Perú de entonces tenía una población de aproximadamente dos millones, pero la mayoría de sus habitantes vivía en la región andina y dependía de la agricultura para subsistir. Una pequeña élite residía predominantemente en la costa, y en particular en la capital, Lima. La élite se especializaba en la agricultura de plantación, minería, y comercio. Los mercados crediticios estaban muy poco desarrollados, y estaban dominados por conexiones personales. El comercio exterior se basaba, fundamentalmente, en el intercambio de minerales por

Tabla 3.3

Ratio del servicio de la deuda externa sobre los ingresos gubernamentales

| País | 1830 | 1855 | 1875 |
|---|---|---|---|
| Argentina/Buenos Aires | *0,15* | *0,07* | 0,30 |
| Brasil | 0,14 | 0,09 | 0,14 |
| Chile | *0,21* | 0,08 | 0,25 |
| Colombia/Nueva Granada | *0,51* | *0,28* | 0,23 |
| Ecuador | *0,72* | 0,09 | *0,05* |
| México | *0,16* | *0,17* | *0,36* |
| Perú | *0,27* | 0,18 | 0,40 |
| Venezuela | *0,52* | *0,18* | *0,08* |

*Fuentes*: *Investor's Monthly Manual* (30 de enero de 1875); Fenn, *Compendium* (1855, 1860, 1876); Amaral (1995); Berlung (1995); Burgin (1946); Carmagnani (1983); Dawson (1990); Levy (1995); Mathew (1970); *Memoria de la Hacienda de Nueva Granada; Resumen de la Hacienda Pública de Chile*; Rodríguez (1985); Tantaleán (1983).

*Observaciones*:

- El servicio de la deuda incluye pagos por intereses y amortización, tal como se especifica en los contratos y se informa en las fuentes detalladas abajo. El servicio real de la deuda podía ser mayor, si se rescataban bonos adicionales, o menor, si se suspendía el pago de amortización o intereses.
- Las fechas reales utilizadas son las siguientes: Argentina: 1830, 1857, 1875. Brasil: 1830, 1855, 1875. Chile: 1833, 1855, 1875. Colombia: 1832, 1855, 1875. Ecuador: 1830, 1855, 1875. México: 1830, 1855, 1875. Perú: 1830, 1855, 1875. Venezuela: 1832, 1858, 1875.
- El servicio de la deuda de Argentina en 1875 no incluye el servicio de la deuda provincial.
- La ratio para Brasil en 1830 es la deuda externa total sobre los gastos gubernamentales.
- Las cifras en cursiva indican que la deuda se encontraba en cesación de pagos.

manufacturas de lujo con Europa, y en el comercio agrícola con Chile y Bolivia.[8]

La existencia de depósitos de guano en las islas cercanas a la costa del Perú era muy conocida por esos años, pero fue en la década de 1830 que se condujeron experimentos que descubrieron que el guano

8. Para una visión general de la economía peruana de la época, véase Cavieres y Contreras 2006: 277-359. Véase también Gootenberg 1989; Hunt 1973, 1985; Contreras 2012.

peruano contenía cantidades significativas de nitrógeno y fósforo, lo que lo convertía en un fertilizante especialmente útil, con ventajas importantes sobre otros abonos de estiércol, así como sobre el hueso y sangre disecada.[9] Los depósitos más importantes se encontraron en las islas de Chincha, un grupo de tres islas no habitadas alrededor de 20 kilómetros frente a la costa del Perú, y a menos de 200 kilómetros del Callao, el puerto más importante del país. Bajo la ley peruana, las islas eran de propiedad del Estado, y dada su ubicación aislada, era fácil protegerlas de recolectores ilegales con una presencia naval mínima. Así, la tradición legal y la geografía ayudaron al mantenimiento del monopolio gubernamental.

La extracción del guano requería poca inversión de capital. Principalmente suponía excavar el guano y transportarlo por conductos desde los escarpados de la isla hasta las bodegas de los barcos que anclaban en las cercanías. Sin embargo, cargar un barco podía tomar alrededor de un mes, y durante el apogeo de su comercio, entre las décadas de 1950 y 1960, era frecuente ver más de cincuenta barcos abasteciéndose de guano simultáneamente. La duración del tiempo de carga y del viaje implicaba un alto costo de transporte.[10] La adquisición de los barcos y la coordinación de las ventas, el almacenamiento y la comercialización, también fueron actividades costosas que requerían de un cierto grado de especialización que el gobierno peruano no poseía. En consecuencia, el Estado contrató con consignatarios extranjeros para manejar su exportación y comercialización.[11]

Los contratos más grandes y lucrativos fueron los del mercado británico; esa fue una de las razones por las cuales el comercio del guano fue adjudicado en consignación a una casa comercial británica;

---

9. Mathew 1970a: 113. Para un excelente trabajo historiográfico sobre el rol del guano en el Perú prehispánico véase Cushman 2013.

10. El costo del transporte del guano a los mercados extranjeros fue estimado en cerca de £4 17s por tonelada, aproximadamente 70% de los costos totales. Véase Mathew 1977, 1981: 29. Véase también Levin 1960.

11. Un resumen de los principales términos de los contratos peruanos de exportación durante la era del guano está disponible en Rodríguez 1921. Un buen número de los contratos se encuentran en Dancuart 1902-1926.

Anthony Gibbs and Sons, la que estuvo a cargo del comercio del guano hasta el año de 1862.[12] Después de 1862, el sistema de consignación fue modificado para permitir la inclusión de comerciantes peruanos, pero el rol clave en Inglaterra permaneció en las manos de una firma británica de muy buena reputación, Thomson, Bonar and Co.[13] Aunque el mercado extranjero principal para el guano era el británico, los Estados Unidos y Francia también fueron mercados de importancia. El gráfico 3.3 muestra las exportaciones peruanas de guano entre 1845 y 1879. La naturaleza errática de las series de datos es engañosa —el flujo de ventas fue menos variable dada la tenencia de inventarios por parte de los consignatarios en los países importadores—.[14]

El valor de las exportaciones peruanas de guano a la Gran Bretaña, que fue el destino de entre la mitad y dos tercios de todas las exportaciones peruanas de guano, se incrementó dramáticamente entre 1847 y 1860, excediendo rutinariamente los £2 millones por año. Los precios del guano no fluctuaron demasiado, debido a que el gobierno peruano fijó un precio mínimo de venta que fue usualmente efectivo.[15] En consecuencia, las variaciones en los ingresos reflejaron las fluctuaciones en las cantidades exportadas. Dado que el Perú no publicó estadísticas de comercio entre 1847 y 1877, el valor y la importancia relativa de las exportaciones de guano solo pueden ser estimados. Charles Fenn estimó que las exportaciones totales del Perú alcanzaron £2,92 millones, de los cuales 1,56 millones correspondían al guano. Los estimados basados en las estadísticas de comercio de Gran Bretaña indican que entre 1854 y 1871, durante el apogeo del

12. La casa Gibbs recibió derechos exclusivos sobre el mercado británico en 1849. Esta ganaba una comisión así como un margen comercial fijo por flete, carga y almacenamiento. Véase Levin 1960, Mathew 1981.

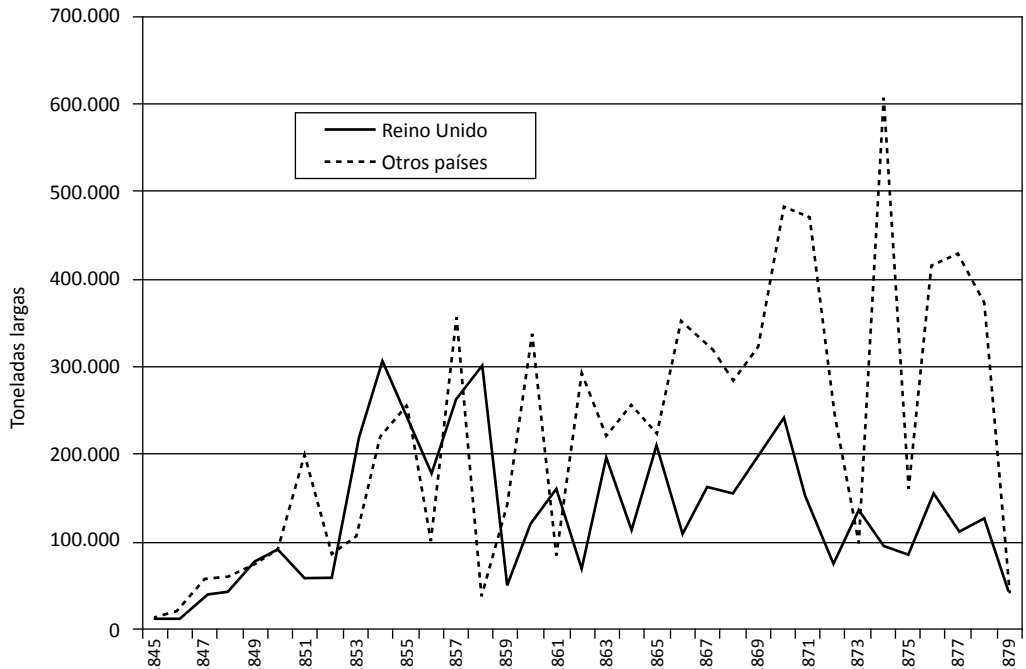
13. La Thomson, Bonar and Co tenía vínculos con William Gladstone, entonces ministro de Economía, quien se convertiría en primer ministro en 1868. La firma siguió en el ramo hasta la expiración de su contrato a inicios de los años setenta.

14. Desafortunadamente, exceptuando algunos datos para Gran Bretaña, existe poca evidencia directa de las ventas totales anuales.

15. Durante la mayor parte del periodo, el precio del guano se fijó en alrededor de £12 por tonelada. Véase Mathew 1981: 29.

Gráfico 3.3

EXPORTACIONES DE GUANO




*Fuentes:* Mathew1981; Hunt 1973; Rodríguez 1921

guano, este constituyó en promedio un 60% del valor de las exportaciones peruanas a la Gran Bretaña.[16]

## El guano y las finanzas públicas

Desde los inicios de la República, el Perú estuvo marcado por tensiones regionales, de clase y étnicas, lo que contribuyó a una inestabilidad política extrema. Desde 1821 hasta 1845, las guerras internas dominaron la política peruana, produciendo más de cincuenta cambios de gobierno y siete Constituciones.[17] Las estadísticas sobre los ingresos y gastos gubernamentales son escasas, reflejando la turbulenta atmósfera política. Sobre la base de estas, sin embargo, podemos inferir que los ingresos de la aduana y el tributo indígena —un remanente de la era colonial— fueron las fuentes de mayores ingresos. Los gastos excedieron a los ingresos durante todo el periodo; los gastos militares, en particular, llegaron a la cifra de £450.000 por año.[18] Los déficits, que afectaron regularmente al país, fueron cubiertos frecuentemente con "préstamos de emergencia" otorgados en su mayoría por comerciantes domésticos. Aunque el gobierno prometió que tales préstamos serían pagados con los futuros ingresos de la aduana y de otras fuentes, muchos quedaron impagos hasta los años sesenta. El monto de dicho crédito probablemente nunca se sabrá con exactitud, pero en su estudio

16. Las estadísticas comerciales del Reino Unido con el Perú fueron tomadas de varios volúmenes del *Compendium* de Fenn, que se basa en cifras de la UK Board of Trade.

17. Los conflictos más severos tuvieron lugar hacia fines de los años treinta, cuando la Confederación Peruano-Boliviana fue derrotada por Chile, y durante las guerras civiles de 1841-1845 durante las cuales la presidencia cambió de manos nueve veces.

18. No hubo datos sistemáticos disponibles sobre tales gastos hasta que se promulgó el primer presupuesto durante la presidencia de Castilla en 1845. Los gastos militares en su primer año de gobierno fueron de alrededor de 2239 millones de pesos (£450.000), el más bajo durante la era del guano. Para una discusión sobre el ruinoso estado de las finanzas gubernamentales durante el periodo, véase Gootenberg 1989 y Mathew 1985.

Tabla 3.4
Ingresos y gastos gubernamentales del Perú
(miles de libras esterlinas)

| | 1831 | 1847 | 1852 | 1857 | 1862 | 1866 | 1872 | 1877 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ingreso total | 662 | 1001 | 1739 | 3731 | 3990 | 4026 | 4491 | 3064 |
| Guano | - | - | 659 | 3059 | 2797 | 2713 | 2121 | 1291 |
| Aduana | 280 | 401 | 622 | 417 | 651 | 781 | 1483 | 1377 |
| Tributo indígena | 164 | 265 | 267 | - | - | - | - | - |
| Gastos totales | 995 | 1192 | 1676 | 3272 | 3941 | 3912 | 11.884 | 4176 |

*Fuentes*: 1831: Tantaleán 1983, apéndice Tablas 4 y 5. 1847, 1852, 1862, 1866, 1872, 1877: Hunt 1985: 299-300.
*Observaciones*:
- Las cifras de Hunt han sido ajustadas sustrayendo los préstamos y adelantos de los ingresos totales.
- Los repagos de los adelantos a los consignatarios y a Dreyfus de 1872 han sido sustraídos de los gastos. Esos ajustes explican las diferencias con sus cifras para 1862, 1872 y 1877.
- 1857: El *Compendium* de Fenn, 1863: 295-296.
- Las cifras se convirtieron a libras esterlinas con una tasa de 5:1.

de la era, Gootenberg lo estimó en alrededor de 3 millones de pesos (£600.000) entre 1821 y 1845.[19]

El monopolio del guano revolucionó las finanzas gubernamentales. Tal como se muestra en la tabla 3.4, el guano excedió los ingresos de la aduana a principios de la década de 1850, y a partir de esa fecha y hasta los años sesenta, representó dos tercios o más del total de los ingresos. A mediados de los años cincuenta, cuando el ingreso del guano excedió £2 millones, el Perú redujo sus aranceles de importación y abolió el tributo indígena. Los ingresos por aranceles, sin embargo, siguieron creciendo porque las importaciones crecieron rápidamente durante ese periodo. Los ingresos gubernamentales prácticamente se duplicaron entre 1847 y 1852, y se duplicaron nuevamente a principios de la década de 1860. El gasto público, sin embargo, se incrementó a

19. Gootenberg 1989: 169-171.

la par con los ingresos del guano. Los gastos militares y el servicio de la deuda representaron la mayor parte de este incremento (véase la tabla 3.4).[20]

## La racionalidad de la renegociación de 1849

En enero de 1849, el gobierno peruano llegó a un acuerdo de pago con los tenedores de bonos británicos. El guano abrió la posibilidad de reanudar el pago de la deuda, pero ¿por qué querría el Perú reanudar su servicio? Desde nuestro punto de vista, hay dos explicaciones posibles. Primero, dado que el Perú tenía, gracias al guano, recursos para pagar su deuda (por lo menos en teoría), y dado que el recurso del guano se comercializaba en Inglaterra, es posible que este temiera que el gobierno británico interviniera directamente a favor de los tenedores de bonos, ya sea capturando los embarques de guano en el extranjero, interfiriendo en su comercio, o incluso sancionando al Perú militarmente. Segundo, el Perú podía haber anticipado algún tipo de "recompensa" por reasumir su servicio. En particular, podría haber estado interesado en renovar su acceso a los mercados financieros internacionales.[21]

Nuestra investigación sugiere que la primera hipótesis es la menos plausible. La literatura muestra, persuasivamente, que el gobierno británico no amenazó al país andino con sanciones militares o comerciales. Después de las altas exportaciones de guano de 1847 y 1848, los tenedores de bonos percibieron que el Perú tenía la capacidad de pago, pero que no tenía intenciones —al menos en el corto plazo— de reasumir el pago de la deuda. Desde entonces intensificaron las presiones

---

20. La razón principal del aumento en los gastos militares fue la inestabilidad política que continuaba afligiendo al país. Durante el auge guanero hubo catorce cambios de gobierno, la mayoría de los cuales fue resultado de una guerra civil o de un levantamiento militar. La riqueza del guano fue un arma de doble filo. Por un lado, ofreció al gobierno la posibilidad de financiar la construcción del Estado. Por otro lado, el control de las rentas del guano se constituyó en una suerte de recompensa para aquellos que pudieran acceder al control del aparato estatal, lo cual no ayudó a aminorar los conflictos entre las diferentes facciones que luchaban por el poder.

21. Ciertamente una combinación de ambas hipótesis también es una posibilidad.

al gobierno británico para que interviniera en su favor.[22] Estos emitieron una serie de resoluciones en julio de ese año, incluyendo un pedido formal de ayuda al gobierno británico, señalando que "[…] parece abundantemente claro que […] existen dentro del territorio del [Perú] amplios recursos solo en el artículo del guano para liquidar su deuda externa; y en consecuencia el gobierno está comprometido por todo principio de fe pública y honor nacional a proceder con ese fin sin mayor retraso".[23]

La posibilidad de una intervención británica —incluso la ocupación de las islas guaneras— fue abiertamente discutida en el Perú. El ministro de Finanzas del Perú, Del Río, en su Memoria de 1847, expresó los temores gubernamentales de que "[…] hasta que se llegue a un acuerdo de pago sobre la deuda externa, la remisión del guano al extranjero […] podría traer grandes complicaciones que debemos evitar".[24] Es improbable, sin embargo, que tales temores hayan sido decisivos. La literatura sobre este punto sugiere, en su mayor parte, que la cancillería británica comunicó su insatisfacción al gobierno peruano, pero que no se lanzaron amenazas. Como lo describe W. M. Mathew: "[…] los documentos de la cancillería muestran que la presión británica fue relativamente débil […]".[25] La opinión de Mathew es consistente con los hallazgos de otros estudiosos del tema que han revisado a profundidad los archivos de la cancillería británica, concluyendo que no hubo ninguna política de parte del gobierno británico de apoyar a

---

22. Un intento previo de reanudar los pagos de la deuda externa ocurrió en enero de 1842, cuando el gobierno peruano aprobó un decreto que prometía la mitad de los ingresos del guano a los tenedores de bonos británicos. El decreto nunca fue cumplido. Varias circunstancias explican el *impasse*. En particular, hubo un sinnúmero de cambios de gobierno en esos años, y los ingresos del guano no estuvieron cerca de los niveles inicialmente estimados. El decreto de 1842 se puede encontrar en Dancuart (1902-1926, vol. 3, cap. 2: 155). Véase también la carta de G. R. Robinson, presidente del Comité de Tenedores de Bonos de la América Española, a *The Times*, fechada 26 de febrero de 1847 y 13 de marzo de 1847.

23. *The Times*, 24 de julio de 1847.

24. La Memoria de Del Río se puede encontrar en Dancuart 1902-1926, vol. 4: 107.

25. Mathew 1981: 234. Para un análisis completo y exhaustivo sobre este punto, véase Mathew 1970b.

los tenedores de bonos por medio de amenazas militares, económicas o diplomáticas.[26]

La evidencia sugiere, en cambio, que el Perú llegó a un acuerdo con respecto a la deuda por la existencia de un beneficio potencial significativo asociado a la reinserción en los mercados financieros internacionales. Los inversionistas británicos y continentales fueron capaces de ejercer presión sobre los deudores en moratoria a través un simple arreglo institucional: las principales bolsas de valores europeas no listaban ninguna nueva emisión propuesta por un Estado en cesación de pagos.[27] El presidente del Perú, Ramón Castilla (1845-1851), expresó de manera inequívoca la racionalidad del proceso de renegociación: la de "[…] revivir el crédito que la República perdió en Europa casi al mismo tiempo que esta vino a la existencia".[28] Los crecientes requerimientos financieros del Perú fueron citados como razones para renovar el acceso a los mercados de crédito internacional. A pesar de las riquezas que trajo el guano, la emergencia fiscal del Perú, que se volvió más aguda como resultado de las guerras internas que precedieron el ascenso de Castilla al poder, siguió siendo una limitación severa para el financiamiento del Estado. Cuando Castilla asumió el poder, la aduana y la casa de la moneda estaban hipotecadas por más de 700.000 pesos. En los años cuarenta, el Estado recibió un total de alrededor de 5,5 millones de pesos en ingresos por el guano, la mayor parte bajo la forma de avances en efectivo (vale decir, préstamos de corto plazo con altos intereses adelantados por los consignatarios y respaldados por el guano), que solo pudieron satisfacer un décimo de los requerimientos presupuestarios del Perú.[29]

---

26. Véase Tomz 2007: 143-53; Platt 1968: 34-53.

27. Borchard 1951: 24.

28. A partir de su examen de materiales del Ministerio de Relaciones Exteriores británico, Mathew concluye que el acuerdo de pago del Perú estuvo motivado por el deseo de "abrir el camino para nuevo endeudamiento" (1981: 234).

29. En 1847, el gobierno trató de obtener préstamos de la élite mercantil doméstica, pero esta se rehusó. Una razón adicional que se citó para acceder a nuevos préstamos fue el temor de una invasión española del continente. Véase Gootenberg 1989: 122, Mathew 1981: 80.

Una contabilización cuidadosa de los ingresos del guano a partir de la renegociación (1849) y hasta el fin de la primera presidencia de Castilla (1851) muestra que el gobierno recibió flujos netos (todos en la forma de adelantos en efectivo de los consignatarios) por un monto de hasta £344.000.[30] Esos adelantos fueron concedidos a tasas de interés más bajas que en los años previos al acuerdo.[31] Por otro lado, los pagos del gobierno a los tenedores de bonos habrían sido de alrededor de £202.768 en el mismo periodo.[32] Lo que implica que el pago de la deuda no supuso un flujo negativo de ingresos ni un riesgo adicional de pérdida del poder para Castilla. Por el contrario, el acuerdo le permitió al gobierno peruano prestarse dinero a tasas de interés más bajas y abrió posibilidades de recibir préstamos a largo plazo por primera vez desde la década de 1920.

**Estableciendo un compromiso creíble: los contratos de la deuda**

En 1852, el Congreso peruano autorizó a su representante en Londres a negociar los términos de la nueva emisión de deuda. El acuerdo se firmó a inicios de 1853, y la inminente emisión de nuevos bonos fue publicitada el 26 de febrero. El préstamo redimía los bonos activos

30. Del contrato de diciembre de 1847 con la casa Gibbs, £90.000. Del contrato de octubre de 1849, con la misma casa mercantil, £94.400, y del contrato de mayo de 1850, nuevamente con la casa Gibbs, £160.000. Véase los contratos en Dancuart (1902-1926, vol. 4, cap. 5), con la excepción del contrato de 1850 que nunca fue publicado. Véase Mathew (1981: 104-105), para detalles sobre el contrato de 1850.

31. Mathew 1981: 101.

32. Esta cantidad resulta de añadir el 50% de los ingresos del guano producidos entre enero de 1850 y abril de 1851 (que de acuerdo con el contrato de la deuda pertenecía a los tenedores de bonos) al interés pagado en 1849. El 50% de los ingresos del guano se puede estimar de la siguiente manera: las ventas entre enero de 1850 y abril de 1851 fueron de 135.068 toneladas. Considerando que el precio por tonelada era de £9 y que los costos por tonelada eran £6, los ingresos netos fueron de £405.204. Si restamos las comisiones de los consignatarios (£71.666), llegamos a un total neto de £333.537. De modo que el pago total a los tenedores de bonos habría sido de un máximo de £166.768 (50% de los ingresos del guano) más los £36.000 de intereses pagados en 1849, lo que arroja un total de £202.768. La estimación de las comisiones de los consignatarios se deriva de Mathew 1981: 104.

de 1849 que estaban programados para recibir un interés del 6% en abril de 1853, y conllevaba un flujo neto de capital por encima de las £600.000. Los nuevos bonos, fijados a un precio de £85, traían una tasa de interés más baja (4,5% en vez de 6%). Además, el gobierno peruano se comprometió a pagos anuales del 2% para el fondo de amortización.[33] Así, los bonos de 1853 constituyeron un flujo positivo de capitales. Pero ¿cómo fue que el Perú, con su largo historial de irresponsabilidad fiscal y su consabida inestabilidad política, logró persuadir a sus acreedores de otorgarle préstamos frescos, de que su promesa de pago era firme, y de que sería respetada no solo por el gobierno de turno sino también por gobiernos posteriores?

El gobierno peruano necesitaba persuadir a sus acreedores no solo de que era financieramente capaz de honrar el servicio de la deuda, sino también de que optaría por su servicio. En lo que respecta a su capacidad de pago, como describimos anteriormente, la fuente principal de los ingresos gubernamentales del Perú eran los ingresos del guano, los que fueron explícitamente dados como garantía para honrar el servicio de la deuda en los contratos de emisión de bonos. Su capacidad para mantener altos niveles de ingresos dependía de la extensión de sus depósitos de guano y de si enfrentaría o no competencia en el extranjero. Con la finalidad de evaluar el potencial del guano para generar ingresos a largo plazo, se condujeron sondeos de las islas de Chincha con observadores extranjeros al inicio de los años cincuenta. En 1851, se estimó muy optimistamente que los depósitos de guano eran de alrededor de 26 millones de toneladas, y que durarían —a las tasas de exportación de entonces— hasta el año 2112. En 1853, una nueva estimación calculó una cifra más razonable, un total cercano a las 12,5 millones de toneladas. La visión más pesimista estimó los depósitos de Chincha de entre 6 y 8 millones de toneladas, lo que implicaba que los depósitos de guano durarían cerca de veinte

33. *The Times*, 26 de febrero de 1853. El interés cobrado sobre los bonos peruanos fue el mismo que el de una emisión brasilera menor en 1852, y menor al 6% cobrado en un préstamo de 3 millones de libras al Imperio otomano en 1854 —el primero de una larga serie de ese país—. El préstamo brasilero fue fijado a un precio de 95% y el préstamo otomano a 80%. Las cifras son de Clarke 1878: 314-315.

años.[34] En su conjunto, todas estas estimaciones dejaban entrever que los ingresos del guano, dado el volumen de los depósitos, se mantendrían por mucho tiempo.

Con respecto a la posibilidad de competencia externa, los descubrimientos de yacimientos nuevos más significativos, los de las islas de Lobos en particular, también se encontraban en el Perú. El clima excepcionalmente árido y la corriente de Humboldt, muy rica en nutrientes, hicieron que la costa peruana fuese un sitio ideal para la acumulación de guano. Muchos otros lugares tuvieron una de estas características, pero no las dos. Como resultado del dominio prácticamente absoluto del Perú en el mercado, el lugar privilegiado del guano entre los fertilizantes, y una creciente demanda de fertilizantes en el extranjero, los inversionistas, a inicios de los años cincuenta, confiaban en que el guano peruano arrojaría un flujo considerable de ingresos por muchos años.[35]

Una cuestión, sin embargo, era convencer a los acreedores de que el Perú tenía los recursos para pagar; otra bastante diferente era convencerlos de que el Perú honraría esos compromisos. Los problemas que enfrentan los gobiernos para establecer compromisos creíbles con sus acreedores han sido extensamente estudiados por la literatura. En general, como discutimos en el primer capítulo, los contratos internacionales que involucran a Estados soberanos no están sujetos a acciones legales efectivas para su cumplimiento. Así, a menos que los prestamistas (frecuentemente en combinación con el soberano) diseñen una sanción significativa creíble en caso de incumplimiento, estos contratos no son creíbles.

Teóricamente, un Estado soberano puede tener dos tipos de incentivos para honrar sus obligaciones financieras. Uno de estos es el efecto reputación: los efectos de una buena reputación implican que la cesación de pagos es sancionada ya sea a través de un boicot de crédito

---

34. Véase el *The Times*, 17 de octubre de 1853; declaración de E. Escobar de Bedoya, adjunto a la Legación Peruana en París, Nueva York, el *The Times*, 23 de noviembre de 1853. Véase también Dancuart 1902-1926, vol. 5: 18, Mathew 1981: 146.

35. Para una visión general del mercado del guano y una discusión sobre las percepciones británicas, véase Mathew 1970a.

futuro, o a través de mayores tasas de interés sobre futuros préstamos que reflejen el mayor riesgo asociado al deudor.[36] Alternativamente, en caso de cesación de pagos, el Estado puede tener que enfrentarse a penalidades o sanciones, más allá de las amenazas de restricción de crédito. Tales sanciones pueden adoptar varias formas: pueden emanar de instituciones políticas domésticas que penalicen al gobernante si este repudia la deuda, como en el caso emblemático de Gran Bretaña o de la presión diplomática o militar de gobiernos extranjeros, como en el caso del imperialismo norteamericano en el Caribe a inicios del siglo XX.[37]

En el caso del Perú, la sanción en juego no fue un producto derivado de las instituciones políticas ni el resultado de amenazas formales de intervención extranjera, sino más bien de la posibilidad de una repentina interrupción del comercio del guano. La vinculación de los ingresos del guano con el servicio de la deuda fue simple y efectiva. Recordemos que el Perú confió en consignatarios para su comercio —en particular, la casa Gibbs—. Es importante resaltar que, según la admisión del propio Castilla, la principal razón para mantener a la casa Gibbs a cargo del comercio del guano fue el deseo de restablecer el crédito del Perú sobre una base firme.[38]

---

36. Véase Eaton y Gersovitz 1981. Véase también, para un estudio histórico del efecto reputación, Tomz 2007.

37. Véase Bulow y Rogoff 1989, Weingast 1997, North y Weingast 1989, Conklin 1998, Mitchener y Weidenmier 2005, Fratianni 2006.

38. Castilla al Charge d'Affaires británico en Lima, octubre de 1849, véase Mathew 1981. Tal como mencionamos más arriba, la casa Gibbs estuvo involucrada en el comercio del guano desde la década de 1840. No obstante, es recién con el contrato de 1849 que esta adquirió derechos exclusivos sobre una buena porción del mercado europeo. El control que tenían de este comercio se incrementó durante los años cincuenta. En 1861 su contrato expiró y el comercio del guano fue entregado a capitalistas peruanos, quienes, a su vez, se apoyaron en otra casa mercantil británica para que actuara como su agente en Gran Bretaña, la Thomson, Bonar and Co. El gobierno peruano firmó un nuevo contrato de venta con la casa mercantil Dreyfus hacia fines de los años sesenta, el cual entró en vigencia con la expiración de los contratos de consignación. La Casa Dreyfus también fue nombrada como agente financiera del Estado y recibió derechos monopólicos para la venta del guano en toda Europa y sus colonias con la excepción de Cuba y Puerto Rico.

Los términos básicos para la renegociación de la deuda con los tenedores de bonos fueron acordados en enero de 1849.[39] En el contrato de consignación del mismo año, el Perú nombró a la casa Gibbs como la *agente financiera* para el servicio de la deuda y la hizo responsable de destinar una porción importante de los ingresos del guano (originalmente 50% de las ganancias del mercado británico) para el servicio de la deuda. La emisora de los nuevos bonos fue la casa Murrieta, con la cual el gobierno firmó un contrato complementario en abril de 1849.[40] La casa Gibbs era la responsable de entregar los ingresos del guano asignados al pago de la deuda a Murrieta directamente. La operación no suponía interferencia alguna por parte del gobierno peruano.[41]

No era infrecuente que en esta época los gobiernos hipotecasen sus ingresos —usualmente los ingresos de la aduana— para el pago de los intereses y obligaciones de amortización. Los préstamos originales al Perú, por ejemplo, fueron garantizados de esa misma manera. En un sinnúmero de casos, sin embargo, en particular en América Latina, este tipo de compromisos fueron ignorados por los gobiernos deudores.[42] No obstante, el guano ofrecía una garantía muy superior,

---

39. Una ley aprobada por el Congreso en marzo de 1848 le otorgó a Castilla la autoridad de renegociar la deuda externa con Gran Bretaña. Los representantes del gobierno peruano se reunieron con los representantes de los tenedores de bonos el 4 de enero de 1849. Ambos contratos (el contrato con los tenedores de bonos y el contrato con la casa Gibbs) fueron negociados en enero de 1849 y firmados el 31 de enero de 1849. Los contratos se encuentran en Dancuart 1902-1926, vol. 4: 33-39. Véase también Basadre 1983, vol. 3, cap. 2: 20.

40. Adicionalmente, Murrieta obtuvo un contrato de consignación para el mercado español.

41. El proceso ocurrió de forma similar para las siguientes emisiones de la deuda peruana. Muchos de los emisores fueron cercanos colaboradores financieros de la casa Gibbs. Montané, por ejemplo, uno de los emisores de los préstamos de 1853, tenía importantes vínculos con esta. Montané fue un socio principal de la casa Gibbs en el comercio del guano en los años cuarenta. Véase Mathew 1981: 81.

42. Tres ejemplos son ilustrativos. La promesa de Nueva Granada (Colombia) de entregar en pago los ingresos del monopolio de la sal se quedó en el camino cuando el gobierno abolió el monopolio. Venezuela prometió entregar sus ingresos aduaneros a cambio de un número de préstamos extranjeros y domésticos que excedían grandemente la capacidad de la aduana de generar ingresos. El gobierno

porque sus ingresos se cobraban en el exterior y no en el territorio peruano. Un tenedor de bonos citado en *The Times* en abril de 1857 se refirió precisamente a este punto: "La seguridad que otorga el guano es incuestionable, y dada su situación local se encuentra fuera del control del gobierno peruano […] hay que tomar en cuenta que las ganancias se reciben en Inglaterra y no en el Perú". [43] En su evaluación del historial crediticio del Perú, Fenn observó en 1876 que, "[…] sobre todo, y en distinción de otros valores hipotecados por estados extranjeros, la transferencia era muy fácil, dado que los ingresos se cobraban en Europa —algo que interesó sobremanera a los capitalistas europeos respecto del Perú".[44] La referencia de Fenn al mismo argumento ofrecido veinte años antes sugiere que esa perspectiva probablemente era compartida por un gran número de tenedores de bonos, y que esta influyó positivamente en la confianza de los inversionistas.

De igual importancia a la localización del comercio del guano fue el hecho que el Perú confió el servicio de la deuda a la casa Gibbs a una firma de excelente reputación dentro de la comunidad financiera británica. Una firma con tal atributo tenía una menor probabilidad de coludirse con un gobierno extranjero (el Perú en este caso) para defraudar a los tenedores de bonos porque tal acción le podía costar su red de clientes. Mathew ilustra la importancia de esa red para la casa Gibbs: "[…] la base de la casa Gibbs era el mercado financiero de Londres y allí ellos intentaron construir, con éxito sustancial en el largo plazo, un gran negocio de aceptación de letras de cambio. El

---

prefirió asignar los escasos fondos a la deuda doméstica, e incluso muchos de estos fueron suspendidos durante las guerras civiles y rebeliones. Ecuador prometió entregar los ingresos aduanales de Guayaquil, y la recolección estuvo administrada por un agente francés. Pero estos pagos se suspendieron cuando Guayaquil fue bloqueada por la armada peruana, y posteriormente ocupada por fuerzas rebeldes. A pesar de que esas interrupciones fueron temporales, el gobierno ecuatoriano eventualmente suspendió las operaciones del agente francés apropiándose de los ingresos aduanales. Véase Fenn (1876), varios volúmenes, así como la cobertura en el *The Times* y en el *The Economist*.

43. *The Times*, 23 de abril de 1857.

44. Fenn 1876: 387.

progreso en ese campo tenía relación con la reputación que uno tenía en el mercado".[45] Mathew añade: "[…] el hecho que los fondos que se les debía [a los tenedores de bonos] provenían de una casa mercantil británica y no de los cofres gubernamentales de Lima les otorgó gran confianza en los bonos peruanos".[46]

Sin embargo ¿no podía el gobierno peruano simplemente renegar de su contrato de consignación con la casa Gibbs, cesar el pago de la deuda y encontrar una salida alternativa para el comercio del guano? Encontrar una casa mercantil alternativa con especialización en este comercio y con capacidad para reunir el capital necesario para el transporte y almacenamiento no hubiera sido una tarea fácil. Por su experiencia, la casa Gibbs había desarrollado una considerable ventaja en esas actividades y encontrar a un consignatario con buena disposición (y capacidad para reunir capital de la comunidad financiera británica) para manejar un negocio relativamente intensivo en capital hubiera sido muy difícil. En todo caso, cualquier cambio abrupto en los contratos de consignación y deuda hubiera implicado una interrupción temporal de un importante flujo de ingresos, lo que en el contexto de la inestabilidad política que vivía el Perú podía traer consigo consecuencias muy negativas para el gobierno de turno. El ministro de Relaciones Exteriores, Evaristo Gómez Sánchez, hizo mención precisamente de este punto en una carta dirigida a un importante funcionario gubernamental británico: "[…] las obligaciones del gobierno para con los consignatarios son tan complicadas y tan importantes que si ellos tratasen de realizar un cambio inmediato a este respecto, la nación entera atravesaría una crisis que tal vez no pudiese superar aunque pusiese en ello toda su energía".[47]

---

45. Mathew 1981: 242.

46. Ibíd., p. 233. Adicionalmente, la casa Gibbs también poseía títulos de la deuda peruana. Esta adquirió y especuló con bonos peruanos por varios años desde los inicios del comercio del guano. Además, dado que la casa Gibbs era una entidad legal en Gran Bretaña, esta podía temer juicios en su contra, tal como en efecto ocurrió después cuando el Perú cesó sus pagos en 1875. Véase Wynne 1951, vol. 2: 127-136.

47. Citado en Mathew 1972: 619-620.

Las opciones del gobierno estuvieron limitadas también por el hecho de que no había una alternativa real al guano. En los primeros años de su auge, a inicios de los años cincuenta, los presidentes Echenique y Castilla reformaron radicalmente el sistema impositivo. Algunos de los cambios claves incluyeron masivas reducciones arancelarias, tratados comerciales con países extranjeros, y la abolición del tributo indígena. Los aranceles y el tributo comprendían cerca del 70% del ingreso gubernamental en la era que precedió al guano. La reimposición del tributo indígena o el incremento de los aranceles habrían implicado negociaciones políticas que hubiesen tomado tiempo, y cuyo resultado no podía garantizarse. La historiografía sugiere que hubo una gran resistencia a cualquier tipo de reforma impositiva en este periodo.[48] Adicionalmente, una caída en las exportaciones del guano hubiese recortado las importaciones, de modo tal que incluso con un incremento en las tasas arancelarias, los efectos positivos sobre la recaudación hubieran sido bastante inciertos. Todo esto apunta a que, por lo menos en el corto plazo, no había alternativa al guano. Al incrementar su dependencia de los ingresos del guano, el Perú hizo más creíble su compromiso con los tenedores de bonos. Ningún gobierno peruano querría asumir el riesgo de un cambio abrupto en las relaciones con los consignatarios. Consecuentemente, en contraste con las teorías de la deuda soberana, la evidente inestabilidad política del Perú no afectó la credibilidad del compromiso de repago de su deuda externa. La identidad del gobierno de turno pasó, en el caso peruano, a ser un asunto secundario.

**La evidencia**

Si es cierto que el compromiso del Perú de honrar el servicio de la deuda se tornó creíble con los contratos de renegociación de la deuda y de consignación de fines de 1849, debería notarse un incremento significativo de los precios de los bonos peruanos, y un decrecimiento del premio de riesgo (del diferencial de rendimiento respecto de los bonos

48. Para un resumen sucinto, véase Pike 1967; Contreras 2012: 95-97.

perpetuos británicos) coincidente con la renegociación. En lo que sigue, analizamos la evidencia disponible utilizando la metodología de quiebres estructurales desarrollada por Jushan Bai y Pierre Perron.[49] En particular, investigamos la existencia de múltiples quiebres estructurales endógenos en los promedios de las series de los diferenciales de rendimientos de los bonos peruanos con los bonos perpetuos británicos, y la de los rendimientos de los bonos peruanos. La metodología de Bai y Perron involucra un algoritmo de búsqueda de programación dinámica para calcular el número y momento óptimo de los quiebres. Un parámetro clave es el tamaño del intervalo —o el periodo mínimo de estabilidad de los parámetros—. En la estimación fijamos un intervalo de tres años para eliminar sucesos relativamente transitorios.[50]

El procedimiento selecciona siete quiebres en la serie peruana, siendo cada uno de ellos significativo al 1%. Los quiebres son idénticos en la serie de los rendimientos y de los diferenciales de rendimiento. Para simplificar, nos concentraremos en los resultados que se presentan en la tabla 3.5. Los primeros tres puntos de quiebre coinciden con hechos militares y políticos en el Perú, pero durante cada uno de estos intervalos el rendimiento de los bonos permanece muy alto (los precios se mantienen bajos).[51] El cuarto punto de quiebre, que ocurre en 1843 —durante el comienzo del periodo de exportación del guano— resulta de un declive sustancial de los rendimientos de los bonos peruanos del 36% al 19%. El quinto quiebre corresponde, precisamente, al acuerdo de renegociación de la deuda, y la estimación del parámetro cae del 19% al 5,8%. Soprendentemente, no se detectan quiebres

---

49. Bai y Perron 1998: 47-78, 2003: 1-22.

50. Los resultados son robustos con respecto a tamaños alternativos de los intervalos. Los cambios más grandes (más significativos económicamente) en los promedios de las series son idénticos independientemente de los tamaños de los intervalos, aunque se detectan más quiebres que indican movimientos bastante pequeños en los promedios. Esos resultados están disponibles a pedido.

51. La primera ventana de puntos de quiebre corresponde a la reanudación de relaciones diplomáticas con Gran Bretaña; la segunda comprende la formación de la Confederación Peruano-Boliviana bajo el mariscal Andrés de Santa Cruz, y el estallido de la guerra entre la Confederación y Chile. La tercera ventana incluye la derrota de la Confederación y su disolución.

Tabla 3.5
Quiebres en las series de los rendimientos de los bonos peruanos, enero 1830-diciembre 1878

| Meses de quiebre (Ti) | Límites en meses para un intervalo de confianza al 95% | |
|---|---|---|
| Mayo de 1833 | Abril 1833 | Septiembre 1833 |
| Agosto de 1836 | Junio 1836 | Diciembre 1836 |
| Noviembre de 1839 | Enero 1839 | Abril 1840 |
| Septiembre de 1843 | Agosto 1843 | Octubre 1843 |
| Diciembre de 1848 | Noviembre 1848 | Enero 1849 |
| Noviembre de 1870 | Julio 1870 | Enero 1871 |
| Diciembre de 1875 | Noviembre 1875 | Enero 1876 |

| Parámetro | $\beta_i$ | t-estadístico |
|---|---|---|
| $\beta_1$ | 0,445 | 69,63 |
| $\beta_2$ | 0,250 | 38,04 |
| $\beta_3$ | 0,323 | 49,28 |
| $\beta_4$ | 0,363 | 60,18 |
| $\beta_5$ | 0,191 | 37,08 |
| $\beta_6$ | 0,058 | 23,16 |
| $\beta_7$ | 0,088 | 16,76 |
| $\beta_8$ | 0,369 | 54,00 |

$R^2 = 0.97$
$F = 2182$
$N = 588$

*Observaciones*:

- Los precios de los bonos peruanos son del mercado secundario de Londres, y las cifras son del *Course of the Exchange* (antes de 1845), y del *The Economist* en adelante. Los rendimientos se han calculado dividiendo las tasas de los cupones por el precio del bono.
- El procedimiento Bai y Perron (1998, 2003) determina el número óptimo de quiebres, su momento y los estimados de los parámetros (rendimiento de los bonos) que minimiza la suma de los cuadrados residual dado un periodo mínimo de estabilidad (fijado en tres años en nuestra muestra) del parámetro (rendimiento del bono). Cuando se aplica a la serie de rendimientos de los bonos peruanos, se determinan siete puntos de quiebre, con intervalos de confianza al 95% tal como se muestran en el panel superior de la tabla 3.5. El panel inferior brinda el estimado del parámetro (rendimiento estimado del bono) para cada intervalo acotado por los quiebres. De esa manera, por ejemplo, $\beta_1$ corresponde al rendimiento estimado de enero (enero 1830-abril 1833), y es 0,445 (44,5 %). $\beta_2$ es el rendimiento estimado del bono desde abril 1833 hasta junio 1836 (25%), y así sucesivamente.

adicionales hasta veinte años más tarde, en 1870/1871, cuando el procedimiento encuentra un quiebre que indica un incremento del 9% en el rendimiento de los bonos. El quiebre corresponde a un préstamo muy grande que el Perú obtuvo en 1870 y a las preocupaciones sobre las reservas del guano, y es una señal de que los contratos de la deuda ya no tenían el mismo grado de credibilidad. El quiebre final en la serie corresponde al cese total de pagos. En su conjunto, la evidencia estadística presenta niveles de rendimientos bajos y relativamente estables de los bonos peruanos durante el auge del guano, confirmando la predicción de que los inversionistas confiaron en los compromisos contractuales que ligaron el pago de la deuda a estos ingresos.

Un análisis más detallado de los rendimientos de los títulos peruanos señala los factores que tuvieron mayor importancia para los tenedores de bonos. Los gráficos 3.1 y 3.2, por ejemplo, muestran que durante la era del guano, el precio de los bonos peruanos permaneció elevado (el diferencial del rendimiento fue bajo) excepto por tres intervalos relativamente cortos: 1854-1855, 1865-1867 y después de 1871. Durante el primer episodio, el diferencial del rendimiento de los bonos peruanos frente a los bonos británicos se incrementó de cerca de 1,5% en 1853 a 5,1% en abril de 1854. Para julio de 1854 había caído a 3,3% y se mantuvo en el rango de 3% hasta agosto de 1855, cuando de nuevo cayó abruptamente a 2,3%. El incremento del diferencial del rendimiento de los bonos durante este periodo refleja la preocupación de los inversores del préstamo al Perú de £2,6 millones de 1853 (el préstamo de Murrieta que fue en gran parte una conversión de la deuda revolucionaria a una tasa de interés más baja), cuando tomaron conocimiento de los detalles sobre los nuevos préstamos que el Perú había contraído. Los préstamos, de Uribarren y Montané, que totalizaron otros £2,6 millones, fueron destinados a la conversión de la deuda peruana doméstica en deuda externa. Esta conversión fue inesperada y altamente controvertida, y fue considerada por muchos como un pago a aliados políticos domésticos, puesto que el gobierno reconoció deuda doméstica que incluía sumas sobre la base de exigencias de pago altamente cuestionables.[52] Algunos tenedores de bonos

52. Véase Quiroz 1987.

expresaron dudas sobre la adecuación de estos ingresos para cubrir un incremento de la carga de la deuda. Otros se quejaron de que las nuevas emisiones diluían el valor de sus inversiones, aun cuando el guano estuviese disponible en cantidades suficientes para garantizar el préstamo.[53]

El Perú tomó medidas para atender ambos reclamos. Primero, como mencionamos más arriba, el gobierno permitió sondeos de los depósitos por observadores extranjeros, considerados independientes. Un informe hecho por el almirante Moresby de la Marina Británica recibió publicidad en *The Times* el 25 de marzo de 1854. El reporte estimaba en 7 millones de toneladas los depósitos de las islas de Chincha, menos que un tercio de los 26 millones de toneladas estimadas algunos años antes y alrededor de la mitad del estimado de 12,5 millones hecho por los ingenieros franceses que se hizo público en diciembre de 1853. La publicación del informe de Moresby coincide con los índices más altos de rendimiento de los bonos peruanos. Como consecuencia del incremento de la carga de la deuda y de la reducción de los estimados de las reservas del guano, los tenedores de bonos británicos empezaron a exigir un incremento de las amortizaciones de los bonos de Murrieta de 1853, y de los bonos pasivos de 1849. Así, se llevaron a cabo nuevas negociaciones, y el 7 de agosto de 1855 los tenedores de bonos aceptaron una propuesta peruana del 25 de julio de 1855 para incrementar la amortización sobre el primer préstamo del 2% al 5%, y del segundo de 0,5% al 3%. Este anuncio corresponde precisamente a un incremento repentino y estabilización de los precios de los bonos peruanos.[54]

---

53. *The Times*, 6 de agosto de 1855.

54. *The Times*, 8 de agosto de 1855. Los títulos peruanos negociados con Montané y Uribarren, sin embargo, tuvieron una trayectoria más accidentada, debido a la naturaleza política de la conversión de la deuda interna en externa. Castilla se negó a reconocer esta deuda hasta 1857. Mathew sostiene que a pesar de que en este caso, de manera excepcional, se advirtieron presiones de representantes del gobierno británico, estas no fueron determinantes. Más bien la rebelión de Vivanco llevó a Castilla a contemporizar con el gobierno británico (y francés) y a reconocer estos bonos en marzo de 1857 (1968: 575-577).

El segundo episodio, 1865-1866, durante el cual el margen sobre el rendimiento de los bonos peruanos se incrementó, correspondió a la guerra con España. El conflicto se originó cuando España ordenó a una expedición naval a capturar las islas de Chincha.[55] Las islas estuvieron en posesión española entre abril de 1864 y enero de 1865. En enero de 1865, Perú y España firmaron el tratado Vivanco-Pareja. Bajo los términos de dicho tratado, España se retiró de las islas a cambio de una indemnización. Muchos consideraron que tal pacto era una afrenta al honor nacional y, como consecuencia, poco tiempo después, en enero de 1866, el Perú declaró la guerra a España. Es importante hacer notar que la percepción en Gran Bretaña fue que las posesiones peruanas sobre las islas de Chincha estaban seriamente amenazadas.[56] Los márgenes de rendimiento de los bonos en el periodo 1864-1868 llegaron a un pico, precisamente durante la guerra, con índices entre 4,5 y 5%. Después de que la victoria peruana estuvo asegurada, a mediados de 1866, los precios de los bonos empezaron a recuperarse y los márgenes iniciaron una tendencia a la baja. No es sorprendente que los rendimientos no retornaran al nivel que tuvieron antes de la guerra, dado que el Perú había incrementado su deuda para hacer frente a los gastos generados por el conflicto (véase la tabla 3.1).

El periodo final, que mostró los mayores márgenes de rendimiento, coincide con el incremento masivo de la deuda en 1870 y 1872, y con la creciente consciencia de que los más ricos depósitos de guano en las islas de Chincha estaban casi agotados, y de que los depósitos de guano en otras islas no eran de la misma calidad. El primer salto en el margen del rendimiento ocurrió con la emisión de 1870, que debutó en la bolsa en diciembre de 1870 a un precio de 76% (el rendimiento fue de 4,6%), casi el doble que el rendimiento del bono de 1865 de un mes antes. El segundo incremento ocurrió poco después de la emisión del bono de 1872, hasta más del 5,5%; poco después, en la segunda

55. Véase Pike 1967: 115, para una descripción breve de los hechos que provocaron la invasión española.

56. *The Times*, 4 de marzo de 1865 y 23 de febrero de 1866.

mitad de 1875, hubo un rápido deterioro, cuando la cesación de pagos se hizo inminente.

El incremento masivo en la carga de la deuda fue uno de los factores principales que contribuyó a la declinación de la confianza de los tenedores de bonos peruanos, pero el declive en el mercado del guano también fue un factor importante. El Perú trató de calmar los temores acerca del agotamiento del guano en las islas de Chincha proveyendo sondeos que mostraban importantes reservas no solo en Chincha sino también en otras islas. En particular, durante el periodo 1871-1875, *The Times* presentó numerosos informes que especulaban sobre el tamaño de las reservas peruanas de guano. La Corporación de Tenedores de Bonos Extranjeros (Corporation of Foreign Bondholders) hizo notar, sin embargo, que los sondeos peruanos "no incluyen una verificación de los resultados por parte de los tenedores de bonos". Los informes de esta hacen notar la creciente ansiedad de los inversionistas con respecto a la verdadera extensión de los depósitos restantes de guano del Perú. Además, estos informes pedían la ejecución de sondeos independientes, e insistían en que los tenedores de bonos debían recibir prioridad sobre el resto de acreedores en la asignación de los ingresos del guano que todavía quedaban.[57] En 1874 un informe del parlamento británico reunió información sobre los sondeos británicos más recientes. Estos confirmaron que los depósitos de Chincha estaban casi agotados.[58]

Así, el delicado balance entre los ingresos del guano, la carga de la deuda, y los compromisos contractuales del Perú se resquebrajó en los años setenta. El presidente peruano, Manuel Pardo, en su mensaje al Congreso de 1874, dijo al respecto que:

> […] mi predecesor, Balta, dio forma a la idea de convertir el guano en ferrocarriles. En dos años, contrató la construcción de nueve ferrocarriles por 125 millones de dólares, digamos que 24 millones de libras

57. Primero, segundo, y cuarto informe del consejo de la Corporation of Foreign Bondholders (1873, 1874, 1876).

58. *The Economist*, 9 de mayo de 1874, pp. 558-559; y *The Times*, 31 de julio de 1874, 7 de agosto de 1874.

esterlinas, dinero que fue recaudado mediante préstamos extranjeros, y cuyos pagos de intereses se harían con los 8,5 millones de dólares por año del contrato Dreyfus del guano. Tales enormes préstamos pronto nos inhabilitaron, considerando que los ferrocarriles eran improductivos […] y luego vinieron fracasos y paralizaciones y otros problemas que han reducido al Perú a su pobre situación actual".[59]

Pardo intentó acceder al crédito extranjero para nacionalizar la industria del salitre, convirtiéndolo así en un monopolio gubernamental capaz de honrar el servicio de la deuda y financiar al gobierno. Los inversionistas, sin embargo, se negaron a colaborar. El Perú, finalmente, se declaró en cesación de pagos en enero de 1876.

En resumen, la revisión de estos episodios muestra que el riesgo principal que preocupaba a los tenedores de bonos era el tamaño de la carga de la deuda con relación al flujo de los ingresos del guano. Los principales factores que influyeron en los precios de los bonos peruanos fueron las noticias sobre el nivel de la deuda y el tamaño y control de los depósitos de guano. Lo que resulta notable sobre la evolución de las series de bonos es la irrelevancia de la inestabilidad política interna. Quizás la mejor manera de ilustrar este punto es citando la siguiente carta de un tenedor de bonos británico al *The Times:* "Con respecto a la [desordenada] situación interna del Perú […]no tiene la menor importancia para los tenedores de bonos ingleses. Si su seguridad descansase sobre la base de los recursos internos del Perú y de la honestidad de sus gobernantes, no creo que hubiese ningún inversionista que valorase los bonos en más del 10 % […] pero la seguridad del guano es incuestionable, y por su situación local está más allá del alcance y control de cualquier gobierno del Perú[…]".[60] En su conjunto, la evidencia presentada en este capítulo muestra que los contratos de la deuda proveyeron un compromiso creíble para honrar su servicio, credibilidad que se mantuvo hasta el declive del comercio del guano, al inicio de la década de 1870.

---

59. *The Economist*, 24 de abril de 1875, pp. 483-484.

60. *The Times*, 23 de abril de 1857.

## Capítulo 4

# La deuda externa y la Guerra del Pacífico[1]

La declaración de moratoria del Perú, en 1876, fue seguida por intensas negociaciones con los tenedores de bonos, negociaciones que se vieron abruptamente interrumpidas con la llegada de la Guerra del Pacífico.[2] La guerra descarriló todos los acuerdos y las negociaciones que la precedieron, y alteró dramáticamente las opciones del Perú. En este capítulo, analizamos la evolución de la deuda externa peruana desde el periodo de la crisis fiscal que antecedió al conflicto bélico, hasta la cancelación de la deuda con la firma del Contrato Grace.[3]

La Guerra del Pacífico fue, sin duda alguna, un punto de inflexión en la historia económica y financiera del país. La absoluta victoria

---

1. Este capítulo se basa en el artículo de Sicotte, Vizcarra y Wandschneider "Military Conquest and Sovereign Debt: Chile, Peru and the London Bond Market, 1876-1890," publicado en *Cliométrica* 2010, 4: 293-319. El artículo ha sido adaptado y modificado según las necesidades de este volumen. Traducción inicial de Rossana Cheesman, revisión final de la autora.

2. Para un extenso estudio de las negociaciones entre el gobierno peruano y los tenedores de bonos entre 1876 y 1879, véase Wynne 1951: 120-134.

3. El Contrato Grace canceló la deuda externa del gobierno peruano en su totalidad a cambio de la cesión de los ferrocarriles por 66 años, y de la asignación del guano remanente en el Perú hasta por un total de 2 millones de toneladas. Además de otros activos y privilegios adicionales, el gobierno peruano se comprometió a pagar a los tenedores de bonos £80.000 anuales por treinta años.

militar chilena permitió al vecino del sur controlar la provincia peruana de Tarapacá. La inmensa riqueza mineral de esta provincia, rica en depósitos de guano y salitre, proporcionó al gobierno chileno la habilidad de incrementar dramáticamente sus ingresos gubernamentales y de acceder a un renovado financiamiento externo. Para el Perú, en cambio, la pérdida de Tarapacá fue devastadora, los ingresos del gobierno peruano cayeron en forma dramática, y el Perú se halló sin esperanza alguna de verlos crecer en el corto o mediano plazo. En este contexto, el manejo de la enorme deuda externa peruana se convirtió en un duro reto para el país. En este capítulo, analizamos las dificultades que el gobierno peruano enfrentó en el manejo de su deuda externa durante este tumultuoso periodo, dando particular énfasis a las negociaciones entre el Perú, Chile y sus acreedores. La evidencia sugiere que los tenedores de bonos peruanos se mostraron extremadamente pesimistas sobre las posibilidades de una resolución positiva de la deuda peruana al inicio de la guerra. Las expectativas de los inversionistas mejoraron con las sucesivas victorias chilenas, las cuales estuvieron asociadas a una mejora del precio de los bonos peruanos, dada la esperanza de que Chile asumiera parte de la responsabilidad de su pago. Sin embargo, como veremos en las siguientes páginas, los inversionistas sostuvieron un sinnúmero de negociaciones infructuosas con todas las partes involucradas, que solo se resolvieron, muchos años después —en 1890—, con la firma del Contrato Grace. Las reacciones de los inversionistas ante la firma de tal contrato son de particular interés. Como se sabe, la visión de un buen número de científicos sociales es que este fue beneficioso para los intereses extranjeros, y perjudicial para el Perú.[4] Sorprendentemente, sin embargo, el premio de riesgo de los bonos peruanos se incrementó, en vez de disminuir, con la firma del Contrato Grace, lo que indica que los inversionistas anticiparon (correctamente) la baja probabilidad de beneficiarse del contrato y de que los activos cedidos por el gobierno peruano fueran

4. Una notable excepción es el trabajo de Rory Miller (1976), quien mostró, analizando las cifras disponibles sobre los beneficios que estos activos produjeron, que los tenedores de bonos no se habrían beneficiado del acuerdo. Véase Miller 1976, 2010.

rentables. Para nuestro estudio nos basamos en análisis econométricos de quiebres estructurales en las series de precios semanales de los bonos peruanos y chilenos entre 1876 y 1890, siguiendo la metodología de Bai y Perrón (1998, 2003). La literatura basada en esta última muestra cómo los inversionistas estaban ampliamente sintonizados con los acontecimientos diplomáticos, militares, y financieros de la época, y que las noticias de tales sucesos afectaron significativamente el precio y el premio de riesgo de los activos internacionales. Complementamos nuestro análisis con evidencia cualitativa tomada de periódicos y publicaciones de la época.[5]

**La Guerra del Pacífico, su estallido y evolución**

Como se sabe, la causa de la guerra fue una disputa fronteriza entre Bolivia y Chile. Los dos países habían firmado un acuerdo en 1874 por el que Chile concedía soberanía a Bolivia sobre una parte del territorio en disputa, a cambio del compromiso de Bolivia de no incrementar, en los próximos veinticinco años, los impuestos a las empresas mineras chilenas ubicadas en la región de frontera. Sin embargo, el presidente boliviano aumentó los impuestos de exportación y Chile reaccionó ocupando la costa boliviana en febrero de 1879. Un tratado secreto de defensa entre Perú y Bolivia arrastró a Perú a la guerra poco después. Dadas las características geográficas de la zona, la parte que lograra la supremacía naval tendría una ventaja sustancial en cualquier enfrentamiento entre los ejércitos. Por consiguiente, en la fase inicial de la guerra, las armadas chilena y peruana compitieron por el control de las franjas costeras. La marina peruana sufrió una derrota crítica cuando su buque más potente, el Huáscar, fue hundido en la Batalla de Angamos a inicios de octubre de 1879. El 2 de noviembre de 1879, Chile desembarcó un ejército de cerca de 10.000 hombres en el puerto salitrero de Pisagua en la provincia peruana de Tarapacá. Luego de dos semanas y media, Chile derrotó los ejércitos combinados de Perú

5. Entre las fuentes citadas se encuentran: *The Times; The Economist; Investor's Monthly Manual* (1875,1885); el reporte anual de la Corporation of Foreign Bondholders; y Foreign Relations of the United States 1880.

y Bolivia en la batalla de Dolores. Sin la capacidad de proveer suministros a sus tropas, las fuerzas aliadas pronto se vieron forzadas a retirarse hacia el norte, abandonando Tarapacá en manos de los chilenos. Las derrotas militares tuvieron consecuencias políticas inmediatas en Perú y Bolivia: sus presidentes fueron derrocados.[6]

En la primera mitad del año 1880, el ejército chileno diezmó gran parte de las tropas aliadas en las batallas que tuvieron lugar en las provincias peruanas de Tacna y Arica, al norte de Tarapacá. Ya para octubre, Chile exigía términos de paz que incorporaban la cesión del litoral boliviano y la provincia peruana de Tarapacá. Sin embargo, Bolivia y Perú se negaron a la propuesta chilena. Chile preparó entonces la invasión de Lima, la que ejecutó en enero de 1881. Las fuerzas regulares e irregulares peruanas bajo diferentes comandos que competían por controlar el país, llegaron a resistir a los chilenos durante dos años. En octubre de 1883 uno de los líderes de la resistencia, el general Miguel Iglesias, aceptó un tratado con Chile en el que se cedía Tarapacá, y en el que se acordaba que la soberanía sobre las provincias de Tacna y Arica se determinaría en un plebiscito que se llevaría a cabo pasados diez años (el plebiscito nunca tuvo lugar y solo después de un acuerdo subsiguiente, en la década de 1920, Tacna regresó al Perú, mientras que Arica quedó para Chile).[7] Las fuerzas peruanas opuestas al tratado de paz lucharon contra Iglesias, lo que eventualmente condujo a su remoción en diciembre de 1885. El régimen constitucional se reanudó, y el líder rebelde, Andrés Cáceres, asumió la presidencia manteniendo el cargo hasta 1890. Cáceres tomó el tratado como un *fait accompli*, y se enfocó más bien en el establecimiento del orden interno, la reconstrucción del país, y el arreglo de la deuda externa.[8]

---

6. En una controvertida movida, el presidente peruano partió hacia Europa para comprar armas, y en consecuencia fue destituido. Véase Quiroz 2008: 172.

7. Bolivia, que había permanecido al margen desde 1880, firmó un tratado con Chile en 1884 por el cual cedió su costa a Chile, aunque recibiría una parte de la recaudación aduanera, y Chile se comprometió a construir una vía férrea desde la costa hasta el centro de Bolivia (Dennis 1967).

8. Basadre 1983, vol. 7; Bonilla 1980; Sater 2007.

## Las finanzas públicas de emergencia

La evolución de las finanzas públicas de Perú y Chile, entre 1876 y 1890, se muestra en la tabla 4.1. Nótese que, en los años previos a la guerra, los ingresos fueron decrecientes en ambos casos, lo que refleja una profundización de la recesión y de las penurias financieras en ambos países. En el caso de Chile, la caída de los precios de sus productos de exportación y las bajas cosechas de trigo tuvieron efectos significativos (Sater 1979). Los ingresos decrecientes de las exportaciones se propagaron por el resto de la economía, llevando a un gran incremento de créditos impagos y a la falta de liquidez. Como resultado, los ingresos del gobierno se vieron reducidos, y este incurrió en déficits presupuestales crecientes. El gobierno se vio obligado a recortar los gastos gubernamentales y a aumentar los aranceles de aduana, pero las propuestas de impuestos al ingreso y a la herencia fueron detenidas en el congreso. Por otro lado, Chile intentó, sin éxito, obtener un préstamo externo de £1 millón. La recesión condujo finalmente a la inestabilidad financiera de los bancos, produciéndose importantes quiebras bancarias en 1877 y 1878. En julio de 1878, el gobierno suspendió la convertibilidad de las notas bancarias para evitar el completo colapso del sistema financiero. La agitación pública fue creciente debido a las dificultades económicas.[9]

En el caso del Perú, los ingresos del gobierno dependían principalmente de la recaudación aduanera (alrededor de £1 a 1,5 millones) y de las ventas del guano. Los ingresos guaneros, que habían sido del orden de varios millones de libras por año hasta principios de la década de 1870, cayeron dramáticamente al extinguirse los mejores yacimientos. En 1878 ascendieron tan solo a 418.000 pesos.[10] Frente al dramático descenso de los ingresos del guano, el gobierno necesitaba desesperadamente encontrar fuentes adicionales de ingresos. La nacionalización de la industria del salitre fue vista como una opción deseable, pero el gobierno carecía de los fondos necesarios para llevarla

9. Sater 1979: 79-82, Fetter 1931: 16-26, Briones 2008.

10. Hunt 1985: 299.

Tabla 4.1
Ingresos y gastos del gobierno (miles de libras esterlinas)

| Año | Chile | | Perú | |
|---|---|---|---|---|
| | Ingresos ordinarios (porcentaje del salitre) | Gastos | Ingresos ordinarios (Incluyendo guano y salitre) | Gastos |
| 1876 | 2596 (0) | 3496 | 5674 | 6436 |
| 1877 | 2399 (0) | 3586 | 3927 | 3863 |
| 1878 | 2317 (0) | 2750 | 3595 | 3731 |
| 1879 | 2117 (0) | 3511 | 2395 | 5177 |
| 1880 | 3655 (4,71) | 4085 | 2055 | 5232 |
| 1881 | 4771 (15,25) | 4562 | n.d. | n.d. |
| 1882 | 6044 (20,23) | 6135 | n.d. | n.d. |
| 1883 | 6499 (22,86) | 6961 | n.d. | n.d. |
| 1884 | 5082 (28,19) | 5937 | 1030 | 826 |
| 1885 | 3824 (28,21) | 4333 | 1120 | 1209 |
| 1886 | 3726 (23,56) | 5448 | 782 | n.d. |
| 1887 | 4684 (28,65) | 5986 | 721 | 663 |
| 1888 | 5489 (35,71) | 5041 | 982 | 835 |
| 1889 | 6065 (39,21) | 6573 | 1025 | 706 |
| 1890 | 5334 (49,29) | 7526 | 1080 | 977 |

*Fuentes*: Resumen de la Hacienda Pública de Chile desde 1833 hasta 1914; Chile. Ministerio de Hacienda, Antecedentes de la Industria Salitrera, 1925: 21; Tantaleán (1983) para 1876-1878; Armas Asín (2001) para 1879-1880, Memoria de la Hacienda y Comercio (1886, para 1884-1885; 1889, para los ingresos de 1886-1888); Basadre (1983) para los ingresos de 1889-1890 y los gastos de 1886-1890.

*Observaciones*:

- Las cifras de Chile se consignan en libras esterlinas en la fuente utilizada. Las cifras peruanas se consignan en una combinación de soles de plata y soles de papel moneda. Las tasas de cambio para los soles de plata a libras esterlinas se calculan usando el precio de la plata en las series NBER 04018, y las tasas de cambio según las reportadas en Basadre, McQueen, y Armas Asín. Las tasas de cambio para convertir los soles a soles de plata o libras esterlinas son tomadas de Armas Asín y Basadre.
- Las cifras peruanas se toman de los presupuestos de 1875-1878, y son las efectivas para 1879-1880 y 1884-1890. Los estimados de los gastos efectivos en el *The Economist*, Fenn, McQueen y Tantaleán para algunos de los años entre 1875-1878 sugieren que estas figuras no están fuera de línea. Las cifras de gasto reportadas por Basadre para 1886-1890 son casi con certeza demasiado bajas. Las fuentes contemporáneas se quejaban de déficits fiscales crónicos. La *Memoria de Hacienda y Comercio* no contribuye a zanjar estas contradicciones.
- La figura excepcional de gastos peruanos para 1876 está relacionada al intento de nacionalizar la industria del salitre. Véase Greenhill y Miller 1973.

a cabo. Para solucionar este *impasse*, se gestó un complicado esquema para financiar las expropiaciones a través del sistema bancario.[11] En 1875, el gobierno tomó un crédito de £3,6 millones de los bancos de Lima, suspendió la convertibilidad de las notas bancarias, y expandió la autoridad de los bancos para emitir papel moneda. Esta operación, sin embargo, agudizó la crisis financiera, y el ministro de Finanzas fue llamado al Congreso en 1878, para responder por los préstamos al gobierno. Dada la agudización de la crisis, el Congreso debatió cómo recortar gastos, y en particular discutió abiertamente la reducción del tamaño del cuerpo de oficiales y su paga. El caos financiero se reflejó en el ámbito político, con asesinatos, rebeliones y rumores de complots para derrocar al gobierno.[12]

Con el estallido de la guerra, las finanzas públicas chilenas y peruanas entraron en estado de emergencia. Chile financió inicialmente la guerra con empréstitos domésticos y mayores impuestos, pero principalmente a través de la emisión de papel moneda no convertible. Aun así, la situación financiera del gobierno chileno era muy delicada. El representante norteamericano en Chile escribió en julio de 1879, que "[…] los negocios en todas sus ramas están detenidos, y de prolongarse la guerra solo puedo prever una quiebra general".[13] Las cosas empezaron a cambiar para Chile a fines de 1879, con las importantes victorias navales y la captura del puerto salitrero de Tarapacá. Los ingresos percibidos por Chile por la exportación del salitre crecieron dramáticamente, representando más del 20% del total de ingresos de 1882 (véase la tabla 4.1). La economía chilena se recuperó y los ingresos del gobierno también crecieron. Hacia finales de la década, los ingresos por salitre aumentaron y muchos de los impuestos que habían sido elevados

11. Véase Greenhill y Miller 1973, para una explicación detallada del plan.

12. Carta de Richard Gibbs, Legación EUA en Lima, al Secretario de Estado William Evarts, 20 de noviembre de 1878, Relaciones Exteriores de los Estados Unidos 1879: 855-859; *The Economist*, 23 de marzo de 1872, 23 de octubre de 1875, 25 de diciembre de 1875, 2 de noviembre de 1878.

13. Carta de Thomas Orborn, Legación de Estados Unidos en Santiago, al Secretario de Estado William Evarts, 24 de julio de 1879, Relaciones Exteriores de los Estados Unidos 1879: 178-180.

o creados durante la guerra fueron eliminados.[14] El Perú, por otro lado, enfrentó retos abrumadores para financiar su esfuerzo bélico. El gobierno logró obtener algunos empréstitos internos en 1879 y aumentó ciertos impuestos, especialmente el impuesto a la exportación del azúcar; pero los esfuerzos por obtener un empréstito internacional fueron infructuosos. La fuente principal de financiamiento de la guerra terminó siendo la emisión de papel moneda. Esta representó del 25 al 30% de los ingresos de 1879-1880. El resultado fue una hiperinflación de 1000% en los dos años.[15] Debido al caos político y a la ocupación chilena, no existen estimados confiables de los ingresos peruanos entre 1881 y 1883. Con la paz reaparecen los datos, que muestran que los ingresos fueron inferiores a la mitad del nivel de la preguerra. Adicionalmente a la crisis económica que trajo la guerra, la pérdida significativa de territorio, especialmente Tarapacá con su potencial para generar ingresos, fue un golpe severo a la tesorería peruana. El resto de la década, las finanzas gubernamentales mostraron muy poca mejoría.

**El impacto de la guerra sobre la deuda externa de Chile y Perú**

Las emisiones de deuda de ambos países al inicio de la guerra se muestran en la tabla 4.2. Chile colocó tres emisiones en Europa en 1870, 1873 y 1875, por un total de £4,4 millones. La tasa de interés del 5% y la amortización del 1 al 2% implicaron un servicio anual de £300.000 aproximadamente, a ser sumadas al servicio de otras £300.000 de otros cuatro empréstitos externos (los de 1842, 1858, 1866 y 1867). A fines de la década de 1870, Chile dependía de emisiones domésticas de bonos con altos intereses. El servicio de la deuda era cada vez más oneroso, ascendiendo a casi 30% de los ingresos ordinarios del gobierno

14. Sater 1986.

15. Carta de Isaac Christiancy (nuevo embajador de Estados Unidos en el Perú) a Evarts, 12 de mayo de 1879; carta de Osborn a Evarts, 24 de julio de 1879. Relaciones Exteriores de los Estados Unidos 1879: 178-180, 874-877. Resumen de la Hacienda Pública de Chile desde 1833 hasta 1914. Sobre compras de armas por parte del Perú, véase G. de Secada 1985: 614-615. Sobre finanzas peruanas, Armas Asín 2001.

Tabla 4.2
Bonos Vigentes, 1979

A. Chile

| Año de emisión | Monto original | Principal pendiente de pago 1879 | Tasa de interés | Fondo de amortización |
|---|---|---|---|---|
| 1842 | 756.500 | 176.000 | 3 | 1 |
| 1858 | 1.554.800 | 925.000 | 4,5 | 1 |
| 1866 | 1.120.920 | 684.100 | 7 | 2 |
| 1867 | 2.000.000 | 1.325.300 | 6 | 2 |
| 1870 | 1.012.700 | 833.900 | 5 | 1 |
| 1873 | 2.276.500 | 1.992.400 | 5 | 2 |
| 1875 | 1.900.000[1] | 1.039.000 | 5 | 2 |

B. Perú

| Año de emisión | Monto original | Principal pendiente de pago, 1879[2] | Tasa de interés | Fondo de amortización |
|---|---|---|---|---|
| 1869 | 290.000 | 264.680 | 5 | 2 |
| 1870 | 11.920.000 | 11.141.580 | 6 | 2 |
| 1872 | 23.215.000 | 21.546.740 | 5 | 2 |

*Fuentes*: Perú: *Investors' Monthly Manual* (30 de enero de 1875), Corporation of Foreign Bondholders reporte de 1876 (1877). Chile: *Memoria del Ministerio de Hacienda* 1877, 1879.
*Notas*:

[1] El préstamo chileno de 1875 fue de £1,9 millones, de los cuales 1,133 millones en bonos fueron vendidos al público. Sin embargo, debido a la naturaleza de la transacción, se calculó la amortización sobre la base del monto total, como se explica en la *Memoria del Ministerio de Hacienda* 1877:. XVI-XVII.

[2] El principal pendiente de pago para el caso peruano corresponde al reporte anual 1876 de la Corporación de Tenedores de Bonos Extranjeros, y es del año 1877. El Perú entró en moratoria en enero de 1876, por lo que los montos reportados en esta tabla se aplican también a 1879. No incluimos intereses atrasados.

hacia 1878 (véase la tabla 4.3). Pese a ello, Chile mantuvo su servicio. En julio de 1878, corrió el rumor en Londres de que Chile suspendería el pago de su fondo de amortización, pero esto fue negado hasta el cansancio. Sin embargo, en abril de 1879, poco tiempo después del inicio de la guerra, Chile anunció la suspensión de la amortización, la que duraría cinco años. En su nota a la bolsa de valores, se hizo referencia al aumento considerable de los gastos necesarios para la guerra.[16]

La deuda externa peruana se muestra en la tabla 4.2, panel B. El Perú tenía en ese momento, como vimos en los capítulos anteriores, la deuda externa per cápita más alta de Latinoamérica. En 1870 y 1872 el Perú emitió bonos en Europa, incurriendo en una deuda exterior total superior a los £30 millones. En la tabla 4.3 se muestra que el servicio total de la deuda ascendió a £2,6 millones al año, un monto equivalente a más del 70% de los ingresos totales del Perú en 1878. Las emisiones de bonos fueron garantizadas con los ingresos del guano, la recaudación aduanera y los ferrocarriles. El mecanismo por el cual se ejecutó el servicio de la deuda externa desde 1849 estaba estrechamente ligado a las exportaciones peruanas del guano. Como vimos en el capítulo 3, los consignatarios (la casa Gibbs y los consignatarios que la siguieron) debían destinar un porcentaje de los ingresos del guano al pago de la deuda externa. Desde 1870, sin embargo, el gobierno peruano firmó un contrato de compra y venta de guano con la casa bancaria francesa Dreyfus Hnos. y Co. Así, Dreyfus obtuvo el monopolio de las ventas del guano en Europa y se convirtió en el nuevo agente financiero del Estado, comprometiéndose, a su vez, a pagar la deuda externa peruana con las ganancias percibidas del guano.[17] Sin embargo, debido al declive de los ingresos del guano, el Perú acumuló rápidamente una deuda con Dreyfus de más de 3 millones de pesos. En consecuencia,

16. Carta de Melchor Concha y Toro, presidente de la Cámara de Diputados chilena, publicada en el *The Times* de Londres, 29 de agosto de 1878; *The Economist*, 26 de abril de 1879.

17. Wynne 1951: 117, 128. La cláusula relevante en los contratos de bonos prendaba los ingresos generales, y hacía mención especial al guano, la recaudación aduanera y los ferrocarriles. Los contratos con los agentes financieros, y de los empréstitos, están en Dancuart 1902-1926, volúmenes VIII y IX.

Tabla 4.3
Servicio de la deuda externa y ratios del servicio de la deuda

| | Chile | Perú |
|---|---|---|
| Servicio de la deuda (miles de libras esterlinas) | 681 (1875-1884)<br>476 (1889) | 2599 |
| Servicio de deuda / ingresos del Gob. 1875 | 0,234 | 0,429 |
| Servicio de deuda / ingresos del Gob. 1878 | 0,294 | 0,723 |
| Servicio de deuda / ingresos del Gob. 1884 | 0,134 | 2,523 |
| Servicio de deuda / ingresos del Gob. 1889 | 0,078 | 2,535 |

*Fuente*: Véase tablas 4.1 y 4.2. Servicio de la deuda chilena para 1875, 1878 y 1884 aparece en la *Memoria del Ministerio de Hacienda*, 1879. Servicio de deuda para 1889 aparece en el *Resumen de la Hacienda Pública de Chile*. El servicio de la deuda del Perú se calcula de la tabla 4.2.
*Nota*: El Perú estuvo en moratoria desde enero de 1876 en adelante.

Dreyfus se negó a pagar los bonos peruanos después del cupón que venció en julio de 1875, lo que dejó al Perú sin otra opción que la de declarar la moratoria de su deuda externa, a inicios de 1876.

Los tenedores de bonos trataron de obligar a Dreyfus a pagar la deuda por medio de demandas en las cortes británica, francesa y belga. No obstante, en cada caso, las cortes resolvieron que Dreyfus no podía ser considerado responsable pues era tan solo un agente financiero y que los tenedores de bonos tendrían que buscar un arreglo con el gobierno del Perú, pues este no podía ser enjuiciado.[18] Sin embargo, las negociaciones con el gobierno peruano fueron infructuosas. Los tenedores de bonos británicos, frustrados, pidieron que Relaciones Exteriores interviniera para apoyarlos, y hacia fines de 1878 esta oficina

18. El caso británico fue el de Twycross vs. Dreyfus, 5 Ch. D. 605 (1877), 36 L.T.R. 752 (1877). El caso francés es Dreyfus, Geillinard, Asselin, Domès et autres c. Dreyfus Frères, Arrêt de la Cour d´Appel de Paris, junio 25, 1877. El caso belga es Dreyfus Frères et Cie. c. Godderis Frères, Paricrisie Belge, 3me Série (Appel 1877).

estaba avanzando una propuesta de acción conjunta con otros gobiernos que tenían una considerable cantidad de tenedores de bonos, especialmente Francia. Esto podría haber dado algún resultado, pues justo antes del inicio de la guerra, el Perú accedió a pagar £25.000 mensuales a los tenedores de bonos con los ingresos procedentes de la venta del guano.[19] Sin embargo, en el caos financiero que sobrevino con el inicio de la guerra, y la pérdida de los depósitos de guano a fines de 1879, el acuerdo se dejó de lado.[20]

Con la conquista de Tarapacá y la captura de los recursos del guano y del salitre, las deudas externas de Chile y Perú quedaron cada vez más interrelacionadas. A fines de diciembre de 1879 circuló en Europa el rumor que Chile mantendría el control sobre los depósitos como indemnización y que "[…] permitiría que los tenedores de bonos los trabajen, deduciendo una regalía".[21] Los tenedores de bonos iniciaron discusiones con el gobierno chileno, argumentando que los depósitos de guano les habían sido hipotecados. Chile, aspirando tal vez a ganar el apoyo y la buena voluntad del gobierno británico o de ciudadanos privados influyentes en Europa, emitió dos decretos, el 22 de febrero y el 2 de marzo de 1880. Estos permitían a los tenedores de bonos exportar guano desde los depósitos ocupados mientras durara la ocupación

---

19. Miller 1976. En 1876, el Perú firmó un nuevo contrato para la exportación del guano con Raphael and Sons, Carlos Gonzáles y Arturo Heering. Estas casas establecieron la Cia. Peruana del Guano, que competiría con Dreyfus, quien todavía mantenía grandes *stocks* de guano en Europa. La Cia. Peruana del Guano se encargaría de los pagos de la deuda, ascendentes a £300.000 anuales. Los reportes sobre la orden peruana para el pago a los tenedores de bonos están en el *The Economist*, 15 de febrero de 1879.

20. Aunque muy lejos del servicio de la deuda estipulado en los contratos de la deuda, es posible que Perú, ante la inminente amenaza de guerra con Chile, calculara que solo podría aumentar sus probabilidades de conseguir crédito para importar armas si adoptaba actitudes conciliatorias hacia los tenedores de bonos. En todo caso, el único reporte de pago mensual aparece en la edición de *The Economist* del 7 de junio de 1879, y los trabajos sobre las finanzas peruanas en el periodo 1879-1880 no mencionan que se haya realizado algún otro pago. Véase Armas Asín 2001, Basadre 1983, Miller 1976, Palacios Moreyra 1983.

21. *The Economist*, 27 de diciembre de 1879.

militar de Tarapacá, luego de pagar a Chile una regalía de 30 chelines por tonelada.[22] Sin embargo, dos años después, con el resultado de la guerra favoreciéndole, Chile derogó estos decretos y emitió uno nuevo, el 23 de febrero de 1882, en el que establecía que vendería el guano por su propia cuenta y dividiría las utilidades 50-50 con cualquier acreedor del Perú que tuviera un reclamo sobre el guano, hasta por un total de un millón de toneladas. El decreto implicaba que los tenedores de bonos tendrían que dividir los ingresos del guano con otros acreedores vinculados a este recurso, especialmente Dreyfus, y que todo lo relativo a prioridades se remitiría a arbitraje.[23]

El Tratado de Ancón (1883), que puso fin a la guerra, estipulaba que Chile cumpliría con aquello a lo que estaba obligado según el decreto de 1882, hasta el valor total de la deuda externa peruana o hasta que se agotaran los depósitos de guano. De acuerdo con dicho tratado, los ingresos de los depósitos o yacimientos que fueran descubiertos más adelante pertenecerían exclusivamente a Chile.[24] Como los estimados del tesoro chileno sobre los depósitos de guano se ubicaban alrededor de 650.000 toneladas en 1882, el tratado concedía la totalidad de los depósitos conocidos de Tarapacá. Los embarques en 1882 habían generado utilidades totales cercanas a £3,5 por tonelada, por

---

22. Sin embargo, los decretos requerían que los tenedores de bonos se organizaran en un comité que manejara el negocio con el gobierno chileno, especialmente poniéndose de acuerdo sobre los consignatarios. Conversaciones posteriores entre los representantes de los tenedores de bonos y de Chile llevaron a estipular que los tenedores de bonos debían depositar sus bonos con el Comité para darle legitimidad a este, y que debían ser certificados por la Corte de Justicia en Inglaterra. Wynne (1951: 139); Chile, *Memoria del Ministerio de Hacienda* (1880: pp. XLIII-XLV), *The Economist*, 15 de enero de 1881; 26 de marzo de 1881; Corporación de tenedores de Bonos (1881: 57-58).

23. Los pagos correspondientes al nuevo arreglo se hicieron finalmente a fines de 1885, por un total de £150.000 para los tenedores de bonos, £100.000 de intereses vencidos de los tenedores de bonos del ferrocarril de Pisco a Ica, y £50.000 restantes para los bonistas de 1870 y 1872; *The Economist*, 1.° de diciembre de 1883; *Investor´s Monthly Manual*, 30 de septiembre de 1885, p. 468.

24. El Tratado está disponible en: <http://www.congreso.gob.pe/comisiones/1999/exteriores/chile/ANCON.htm>.

lo que un estimado grueso de los beneficios para los acreedores bajo el decreto sería de 5 x 650.000 x 3,5 = £1.137.500.[25] Nótese que este monto representaba menos de la mitad del servicio de la deuda de un año bajo los contratos de deuda originales.

Los tenedores de los bonos y Dreyfus protestaron ante sus gobiernos contra este artículo del tratado, argumentando que Perú no podía ceder a Chile el guano sin haber tomado en consideración el total de su deuda. A inicios de 1884, los gobiernos de Inglaterra, Francia, Bélgica, Holanda, Italia y España enviaron varias notas diplomáticas a los gobiernos chileno y peruano, urgiendo a Chile a que llegara a un acuerdo con los acreedores que incluyera alguna compensación. La tabla 4.4 presenta los pagos del gobierno chileno a los tenedores de bonos peruanos. En septiembre de 1885, Chile hizo el pago de cerca de £150.000 a los tenedores de bonos, de acuerdo con los decretos de 1880.[26]

Con la firma del tratado, los tenedores de bonos habían desarrollado una estrategia de doble vía, que buscaba la máxima compensación por parte de Chile, esforzándose al mismo tiempo para lograr un arreglo con el Perú por el saldo. Los acreedores no pudieron negociar plenamente con el Perú hasta que este alcanzó un mayor grado de estabilidad política. Esto sucedió solo a mediados de 1886, cuando los tenedores de bonos y el Perú iniciaron nuevas negociaciones, mediadas por Michael Grace, un comerciante americano cuya firma había abastecido de armas al Perú durante la guerra, y que había conseguido negocios adicionales en los ferrocarriles peruanos y en la minería. Las líneas generales del acuerdo se hicieron evidentes al poco tiempo de iniciadas las negociaciones: a cambio de extinguir la deuda, los tenedores de bonos recibirían acciones en una corporación que tomaría posesión de los ferrocarriles peruanos. Un acuerdo preliminar fue firmado el 26 de mayo de 1887, por el cual la mitad de los bonos se retirarían y los tenedores de bonos arreglarían la otra mitad "con las otras partes involucradas", y al Perú se le relevaba explícitamente de

25. Chile, *Memoria del Ministerio de Hacienda*, 1882.

26. *The Economist*, 12 de abril de 1884; *Investor's Monthly Manual*, 30 de septiembre de 1885, p. 468; Corporation of Foreign Bondholders 1887; Wynne 1951.

Tabla 4.4
Pagos de Chile a los tenedores de los bonos peruanos

| Fecha de desembolso | Autoridad | Monto |
|---|---|---|
| 1885 | Decretos del 22 de febrero y 2 de marzo, 1880 | 150.000 libras en efectivo |
| 1893 | Protocolo Elias-Castellón (8 de enero de 1890); Protocolo Irigoyen-Delgado-Donoughmore (10 de enero de1890); Contrato Grace (11 de enero de1890); Protocolo Errázuriz-Eyre (12 de diciembre de 1892) | 300.000 libras en efectivo y 630.000 libras en bonos chilenos al 4,5% |

*Fuentes*: Wynne 1951: 163-64; 168; *Investor's Monthly Manual* 1885: 468.
*Observaciones*:

- El Protocolo Elias-Castellón fue un acuerdo diplomático entre Chile y Perú; el Irigoyen-Delgado-Donoughmore fue el acuerdo entre el Perú y los tenedores de bonos. El Protocolo Errázuriz-Eyre fue entre Chile y los tenedores de bonos.
- Las 150.000 libras pagadas en efectivo en 1885 estaban asignadas: 4 chelines 9 peniques para cada bono de 1870; 4 chelines 5 peniques para cada bono de 1872. *Investor's Monthly Manual,* 30 de septiembre de 1885.
- Las 300.000 libras *cash* pagadas en 1893 fueron directamente a las arcas de la Peruvian Corporation.
- Los bonos chilenos fueron asignados a los tenedores de bonos como sigue: en 1890, los bonistas habían recibido Certificados de Activos chilenos, que les daban derechos a una prorrata sobre las ganancias del acuerdo con Chile. Por cada Certificado de Activo que representara 100 libras nominales del préstamo de 1870: 1 libra 10 chelines en bonos chilenos. Por cada Certificado de Activo que representara 100 libras nominales del préstamo de 1872: 1 libra 5 chelines de bonos chilenos, Wynne 1951: 164, citando al reporte anual de la Peruvian Corporation para 1893.

la responsabilidad sobre estos últimos.[27] Esto implicaba que los tenedores de bonos debían intentar cobrarle a Chile la porción de la deuda restante. Así, Chile efectuó una enérgica protesta contra el acuerdo, alegando que contravenía el tratado de paz con el Perú. Chile interpretaba este último como limitando explícitamente la responsabilidad

27. Este acuerdo preliminar está en Perú, *Memoria de Hacienda y Comercio*, 1887.

chilena ante los acreedores peruanos, dadas las estipulaciones del decreto del 23 de febrero de 1882.[28]

La protesta chilena contra el acuerdo preliminar entre el Perú y los tenedores de bonos debe verse juntamente con las simultáneas negociaciones de estos con Chile. La evidencia indica que no hubo ningún progreso desde la nota diplomática de los países acreedores en 1884, en la que instaban a Chile a llegar a un arreglo, hasta la nota que siguió sobre el mismo tema en agosto de 1885. El bloqueo del acuerdo de los tenedores de bonos con el Perú, en mayo de 1887, agrió aún más las relaciones con Chile. Desde su punto de vista, el gobierno chileno había utilizado tácticas dilatorias en las negociaciones previas y ahora estaba impidiendo el arreglo con el Perú. Los tenedores de bonos, frustrados, encontraron la ocasión de presionar a Chile cuando este país emitió nuevos bonos a fines de 1887. Los inversionistas solicitaron con éxito a la Bolsa de Valores que no se listara la nueva emisión hasta que dicho país llegara a un acuerdo con ellos. La presión dio resultado: a inicios de 1888, Chile prometió que trabajaría en el arreglo del asunto.[29]

Finalmente se llegó a un acuerdo de tres vías entre Chile, Perú y los tenedores de bonos, a través de una serie de protocolos y una versión revisada del Contrato Grace. En octubre de 1888, los tenedores de bonos acordaron extinguir la totalidad de los bonos a cambio del control de los ferrocarriles por espacio de 66 años.[30] Después de mu-

---

28. El Perú no podía proceder a aprobar el acuerdo mientras el riesgo de represalias chilenas fuera significativo. Bajo el Tratado de Ancón, que puso fin a la guerra, Chile recibió Tarapacá, pero también, como se sabe, retuvo dos provincias peruanas, Tacna y Arica. El tratado estipulaba que en 1893 debía llevarse a cabo un plebiscito para determinar qué país tendría la soberanía de estas dos provincias; el perdedor del plebiscito pagaría al ganador 10 millones de dólares como indemnización. Existía una posibilidad real de que este arreglo pudiera ser revocado o ignorado si el Perú antagonizaba a Chile al ratificar el contrato con los tenedores de bonos que asignaba la mitad de la deuda a Chile. Véase Dennis 1967, Basadre 1983: 75-76, Miller 1976: 83-85, Wynne 1951.

29. *The Times*, 24-26 de noviembre de 1887, 1.° de marzo de 1888; Miller 1976: 87.

30. Otros beneficios incluyeron todo el guano del Perú hasta 2.000.000 de toneladas, una renta anual de £80.000 por treinta años a partir del cuarto año y otros derechos y privilegios. Para una descripción completa, véase Wynne 1951: 171.

chos debates políticos internos, el 5 de noviembre de 1889, el Congreso peruano autorizó al presidente a incluir una cláusula en el contrato que estableciera un límite a las obligaciones de Chile, para que la porción de la deuda peruana de la que Chile era responsable no excediera aquella estipulada en el Tratado de Ancón. En enero de 1890, Chile y Perú firmaron el protocolo Elías-Castellón por medio del cual el Perú aceptaba incluir esta cláusula en el contrato a cambio de que Chile honrara el decreto de 1882. Dos días después, el Perú y los tenedores de bonos firmaron un pacto por el que estos aceptaban liberar a Chile de cualquier obligación relativa a la deuda, tal como reclamara el protocolo Elías-Castellón.[31] Al día siguiente, una vez concluido el acuerdo, el gobierno peruano firmó el Contrato Grace. Lo tenedores de bonos cambiaron entonces sus bonos por acciones de la Peruvian Corporation, la que se había formado en marzo de 1890 para operar los ferrocarriles. Los tenedores de bonos de 1870 recibieron 24 partes de acciones preferentes al 4%, y 0,3 de acciones comunes por cada bono. La ratio de 1872 fue de 0,2 acciones preferentes y 0,25 comunes por cada bono. La diferencia se explica porque los bonos de 1870 eran al 6% mientras que los de 1872 eran al 5%.[32] En lo que respecta al pago de Chile a la Peruvian Corporation, este no se dio hasta 1893, cuando Chile pagó cerca de £300.000 en efectivo y £630.000 en bonos chilenos al 4,5 % (véase la tabla 4.4).[33]

---

31. El protocolo Elías Castellón puede encontrarse en Aranda 1893: 711-713. El protocolo entre el Perú y los bonistas, conocido como protocolo Irigoyen-Delgado-Donoughmore, se puede encontrar en Documentos relativos a la cancelación de la deuda Externa del Perú, pp. 11-13.

32. Los tenedores de los bonos de 1869 recibieron un pago en efectivo y bonos al 6% emitidos por la nueva corporación. Wynne 1951: 173.

33. La demora tuvo su origen en la protesta de Francia por el acuerdo de dos vías entre Chile, Perú y los tenedores de bonos, que según Francia había ignorado injustamente los intereses de Dreyfus. Chile acordó protocolos con Francia y la Peruvian Corporation en 1892, por los que se aprobó el arbitraje sobre los reclamos de otros acreedores, y se aceptó pagarle a los tenedores de bonos, lo que se hizo poco después. Bajo el arbitraje decidido por un tribunal suizo, Chile pagó a Dreyfus £262.000. El acuerdo entre Dreyfus y Perú no se dio hasta 1921, cuando una corte de arbitraje en la Haya ordenó al Perú el pago de 25 millones de francos

Gráfico 4.1
PRECIOS DE LOS BONOS

Es evidente que mientras que las consecuencias financieras de la Guerra del Pacífico fueron muy positivas para los inversionistas de la deuda soberana chilena, lo opuesto sucedió para los tenedores de bonos peruanos. En la sección que sigue examinamos cuales fueron los puntos de inflexión en la guerra, y en la negociación subsecuente, desde la perspectiva de los tenedores de bonos, y evaluamos si sus expectativas se vieron cumplidas *ex post*.

## Cambios estructurales en las series de los bonos peruanos y chilenos, 1876-1890

Para nuestro análisis obtuvimos precios semanales de los bonos chilenos y peruanos negociados en Londres del *The Economist y del The Times*. Nuestro periodo cubre del 1.° de enero de 1876 —fecha de la moratoria peruana— al 26 de julio de 1890, cuando los bonos peruanos fueron sacados de circulación de acuerdo con las estipulaciones del Contrato Grace. Las series de los dos países se presentan en el gráfico 4.1. El bono peruano que presentamos es el bono de 1872. La serie chilena es una serie empalmada de tres bonos.[34] Empleamos un eje secundario para los bonos peruanos, dado que estos se transaron en un rango del 5 al 30% del valor par; mientras que los bonos chilenos se transaron entre 50 y 105% del valor par. El gráfico muestra claramente que las dos series presentan una volatilidad sustancial, especialmente en el periodo 1878-1881. Ciertamente, la varianza de la serie peruana de 1878-1881 es mayor en un 67% a la de 1882-1890; y la varianza de la serie chilena es más de seis veces mayor entre 1878-1881 que en el periodo posterior. Más aún, en varias instancias se dan saltos o caídas largas y discretas en

---

a Dreyfus. El Perú terminó de pagarle a Dreyfus en 1926. Wynne 1951: 161-170; Chile, Memoria del Ministerio de Relaciones Exteriores, 1902.

34. Desde el 1.° de enero de 1876 hasta el 26 de febrero de 1887 se muestran los precios de los bonos al 5% de 1875; del 5 de marzo de 1887 al 30 de abril de 1887 usamos los bonos al 4,5% de 1885; y del 7 de mayo de 1887 hasta el 23 de julio de 1890, usamos los bonos al 4,5% de 1886 (véase la tabla 4.5, para una descripción de las emisiones de bonos chilenos en estos años). Ninguno de estos cambios en los precios de los bonos coincide con algún hecho chileno de importancia y, por lo tanto, no distorsiona nuestro análisis del punto de quiebre.

Tabla 4.5
Nuevas emisiones de bonos de Chile 1885-1890

| Año de emisión | Monto original | Precio de emisión | Tasa de interés | Fondo de amortización | Objeto |
|---|---|---|---|---|---|
| 1885 | 808.900 | 85,65 | 4,5 | 0,5 | Conversión del préstamo de 1866 |
| 1886 | 6.010.000 | 96 | 4,5 | 0,5 | Conversión de los préstamos de 1858, 1867, 1870, 1873 y 1875 |
| 1887 | 1.1602.00 | 96 | 4,5 | 0,5 | Certificados de redención salitre |
| 1889 | 1.546.400 | 97 | 4,5 | 0,5 | Ferrocarriles |

*Fuente*: Chile: *Memoria de Hacienda*, 1886-1890.

los precios de los bonos, lo que sugiere que los inversionistas recibieron noticias de gran relevancia que impactaron en sus valoraciones de estos activos. Adicionalmente, muchos de estos movimientos parecen haber tenido efectos de larga duración, de seis meses o más, y son, por lo tanto, puntos de quiebre en las series respectivas.

En lo que sigue, empleamos test econométricos de quiebre estructural para poder detectar con precisión los puntos de inflexión de las series. Dichas pruebas fueron conducidas sobre los precios, rendimientos, y márgenes de rendimiento de los bonos versus los consols británicos. Nos enfocamos sobre todo en los márgenes de rendimiento de los bonos con respecto a los consols británicos, ya que son los que mejor eliminan la variación del mercado en general. Los márgenes de rendimiento representan la prima de riesgo implícita que los inversionistas británicos atribuían a los diferentes bonos.[35] Nuestros

35. Nótese que el margen de rendimiento peruano es hipotético, puesto que el Perú no estaba pagando intereses en el periodo.

resultados son bastante sólidos, y comprobamos que no dependen de la serie específica que utilicemos.[36]

Nuestro análisis econométrico se basa en el trabajo de Bai y Perron para modelos lineales con múltiples quiebres estructurales. En particular, seguimos la aplicación empírica descrita en Bai y Perron (2003).[37] Bai y Perron consideraron la siguiente regresión múltiple con n cortes, y m+1 regímenes:

$$y_t = X'_t \beta_j + \varepsilon_t, \text{ donde } t = T_{j-1} + 1,..., T_j; j = 1,..., m+1. \quad (1)$$

En la ecuación, $y_t$ es la variable dependiente, que en nuestro caso es el margen del rendimiento chileno o peruano, $X_t$ es el vector de covariables y $\beta$ es el vector de coeficientes que puede variar en el tiempo, ε es el término de error y T es el número de observaciones (T = 760). El procedimiento de Bai y Perron requiere fijar una longitud mínima de estabilidad en los parámetros. Ejecutamos el procedimiento para 4 intervalos: un año, nueve meses, seis meses y tres meses. Las tablas 4.6 y 4.7 presentan los resultados para Chile y Perú, respectivamente, cuando se usa un intervalo de longitud mínima de 26 semanas. Los resultados usando otros intervalos son consistentes con los intervalos de seis meses, y están disponibles a pedido. Los gráficos de los márgenes de rendimiento y los quiebres estimados por este procedimiento aparecen en los gráficos 4.2 (Chile) y 4.3 (Perú).[38]

---

36. Los resultados empleando las series alternativas están disponibles a pedido. Los precios semanales de los consols fueron tomados del *Course of the Exchange, The Economist* y *The Times*.

37. Este procedimiento permite la identificación endógena de quiebres estructurales múltiples, siguiendo un algoritmo eficiente para obtener minimizadores globales de la suma de cuadrados de los residuos. Antes de aplicar este procedimiento, testeamos la presencia de una raíz unitaria en los márgenes de rendimiento chileno y peruano. Perron (1989) demuestra que las pruebas de Dickey-Fuller aumentadas no son adecuadas cuando las series presentan quiebres estructurales, por lo que empleamos las pruebas de raíz unitaria Clemente, Montañés y Reyes (1998) que permite uno o dos desplazamientos en la serie. Utilizando este enfoque, podemos rechazar la hipótesis nula de una raíz unitaria para ambas series de márgenes de rendimiento al 1%.

38. Alternativamente a los estimados de Bai y Perron, otros trabajos han usado un método sugerido por Tsay (1988) para estimar quiebres múltiples en una serie de

Antes de ahondar en la interpretación de estos puntos de inflexión, a lo que dedicamos la siguiente sección, presentamos brevemente análisis econométricos complementarios relacionados a la volatilidad de las series. Comparar la volatilidad de las dos series es otro enfoque posible para medir el riesgo que los inversionistas ingleses atribuían a los dos países. Examinamos esta volatilidad a través de la estimación de la varianza condicional de los precios de bonos respectivos como un proceso GARCH (1,1). Ello involucra la siguiente estimación de la ecuación media y la ecuación de la varianza:

$$\rho_t = \alpha + \beta_i D_i + \varepsilon_t \qquad (2)$$

$$\sigma^2_t = \omega + \gamma\varepsilon^2_{t-1} + \nu\sigma^2_{t-1} + \delta W \qquad (3)$$

$$\varepsilon_t \mid \Omega_{t-1} \sim t\,(0, \sigma^2_t) \qquad (4)$$

En la ecuación (2) $\rho_t$ es el precio del bono en el tiempo t, y $D_i$ son variables indicadoras que incorporan los quiebres estimados más arriba empleando el procedimiento Bai y Perron. En la ecuación (3), la ecuación de la varianza, $\gamma$ y $\nu$ representan los parámetros ARCH y GARCH, respectivamente. W es una variable indicadora que toma el valor 1 después de enero 1882, momento en el que la mayoría de

---

tiempo. Usamos el procedimiento de Tsay para comprobar la robustez de nuestros resultados. Para Chile, este procedimiento identifica 5 de los 8 quiebres especificados en la tabla 4.6, que corresponden a sucesos actuales, y a ninguno de los hechos desconocidos. Para el Perú, el procedimiento de Tsay identifica 7 de los 10 sucesos conocidos, y solo uno de los hechos desconocidos (21 de enero de 1882). Una ventaja de este procedimiento es que puede distinguir entre diferentes tipos de valores atípicos. Los valores atípicos aditivos son quiebres de una sola vez que se corrigen, los valores atípicos innovadores cambian la orientación de la línea de tendencia, mientras que cambios de nivel varían permanentemente la media de la serie. Para ambos, Chile y Perú, la batalla de Lima se registra como un valor atípico innovador, resaltando la importancia de los hechos de guerra. Más aún, para el Perú, los acontecimientos asociados al inicio y al fin de la guerra civil, como también el Contrato Grace Araníbar, aparecen como valores atípicos innovadores. Los resultados detallados de este método están disponibles a pedido.

Tabla 4.6

Estimados de quiebres estructurales en los márgenes de rendimiento chilenos

| Semanas quiebre (Ti) | Semanas límite para intervalo confianza al 95% | | Porcentaje de cambio en margen de rendimiento | Evento |
|---|---|---|---|---|
| 24 de junio de 1876 | 3 de junio de 1876 | 8 de julio de 1876 | + 15,4% | Desconocido |
| 23 de diciembre de 1876 | 16 de diciembre de 1876 | 20 de enero de 1877 | - 13,3% | Desconocido |
| 2 de marzo de 1878 | 1 de diciembre de 1877 | 9 de marzo de 1878 | +11,5% | Desconocido |
| 31 de agosto de 1878 | 24 de agosto de 1878 | 7 de septiembre de 1878 | + 48,3% | Inconvertibilidad y crisis financieras |
| 1 de marzo de 1879 | 22 de febrero de 1879 | 15 de marzo de 1879 | + 30,2% | Inicio de la guerra, suspensión del fondo de amortización |
| 11 de octubre de 1879 | 4 de octubre de 1879 | 18 de octubre de 1879 | - 30,4% | Captura del Huáscar |
| 17 de julio de 1880 | 10 de julio de 1880 | 21 de agosto de 1880 | - 12,8% | Batalla de Arica |
| 15 de enero de 1881 | 8 de enero de 1881 | 22 de enero de 1881 | - 26,5% | Batalla de Lima |
| 15 de abril de 1882 | 4 de marzo de 1882 | 12 de agosto de 1882 | - 4,0% | Desconocido |
| 30 de junio de 1883 | 9 de junio de 1883 | 28 de julio de 1883 | - 4,2% | Negociaciones Tratado |
| 5 de julio de 1884 | 28 de junio de 1884 | 19 de julio de 1884 | - 8,7% | Reinicio pago fondo de amortización |
| 6 de junio de 1885 | 23 de mayo de 1885 | 20 de junio de 1885 | - 9,5% | Desconocido |
| 26 de febrero de 1887 | 19 de febrero de 1887 | 5 de marzo de 1887 | - 21,1% | Nueva serie de bonos |
| 10 de noviembre de 1888 | 3 de noviembre de 1888 | 17 de noviembre de 1888 | - 13,3% | Desconocido |

*Observaciones*:

- Se utiliza una longitud de intervalo mínimo de 26 semanas.
- Todos los márgenes de rendimiento son significativos al nivel de 1%.
- N = 761

Tabla 4.7

Estimados de quiebres estructurales en los márgenes de rendimiento peruanos

| Semanas quiebre (Ti) | Semanas límite para intervalo de confianza al 95% | | Porcentaje de cambio en margen rendimiento | Evento |
|---|---|---|---|---|
| 24 de junio de 1876 | 10 de junio de 1876 | 19 de agosto de 1876 | + 38,3% | Caída libre moratoria |
| 21 de abril de 1877 | 7 de abril de 1877 | 5 de mayo de 1877 | + 27,1% | Decisión Legal |
| 2 de marzo de 1878 | 16 de febrero de 1878 | 23 de marzo de 1878 | - 13,5% | Desconocido |
| 31 de agosto de 1878 | 10 de agosto de 1878 | 14 de septiembre de 1878 | + 13,6% | Desconocido |
| 29 de marzo de 1879 | 18 de enero de 1879 | 17 de mayo de 1879 | + 6,9% | Inicio de la Guerra |
| 20 de diciembre de 1879 | 13 de diciembre de 1879 | 27 de diciembre de 1879 | - 33,9% | Oferta chilena a tenedores bonos |
| 8 de enero de 1881 | 1 de enero de 1881 | 15 de enero de 1881 | - 23,5% | Batalla de Lima |
| 23 de julio de 1881 | 16 de julio de 1881 | 30 de julio de 1881 | + 40,1% | Desconocido – Tal vez campañas de guerrilla |
| 21 de enero de 1882 | 14 de enero de 1882 | 28 de enero de 1882 | + 28,6% | Desconocido – Tal vez campañas de guerrilla |
| 8 de diciembre de 1883 | 27 de octubre de 1883 | 15 de diciembre de 1883 | + 17,8% | Tratado de Ancón |
| 16 de agosto de 1884 | 9 de agosto de 1884 | 11 de octubre de 1884 | + 13,1% | Guerra Civil |
| 14 de febrero de 1885 | 24 de enero de 1885 | 21 de febrero de 1885 | + 13,0% | Desconocido – Tal vez Guerra Civil |
| 31 de octubre de 1885 | 24 de octubre de 1885 | 7 de noviembre de 1885 | - 34,8% | Se acerca fin de Guerra Civil |
| 19 de marzo de 1887 | 12 de marzo de 1887 | 16 de abril de 1887 | - 18,1% | Contrato Grace-Araníbar |
| 20 de abril de 1889 | 16 de febrero de 1889 | 1 de junio de 1889 | - 8.1% | Elección especial Congreso peruano |

*Observaciones:*

- Se utiliza una longitud de intervalo mínimo de 26 semanas.
- Todos los márgenes de rendimiento estimados son significativos al nivel 1%.
- N = 761

Gráfico 4.2

Los quiebres estructurales en la serie de los márgenes de rendimiento de los bonos chilenos

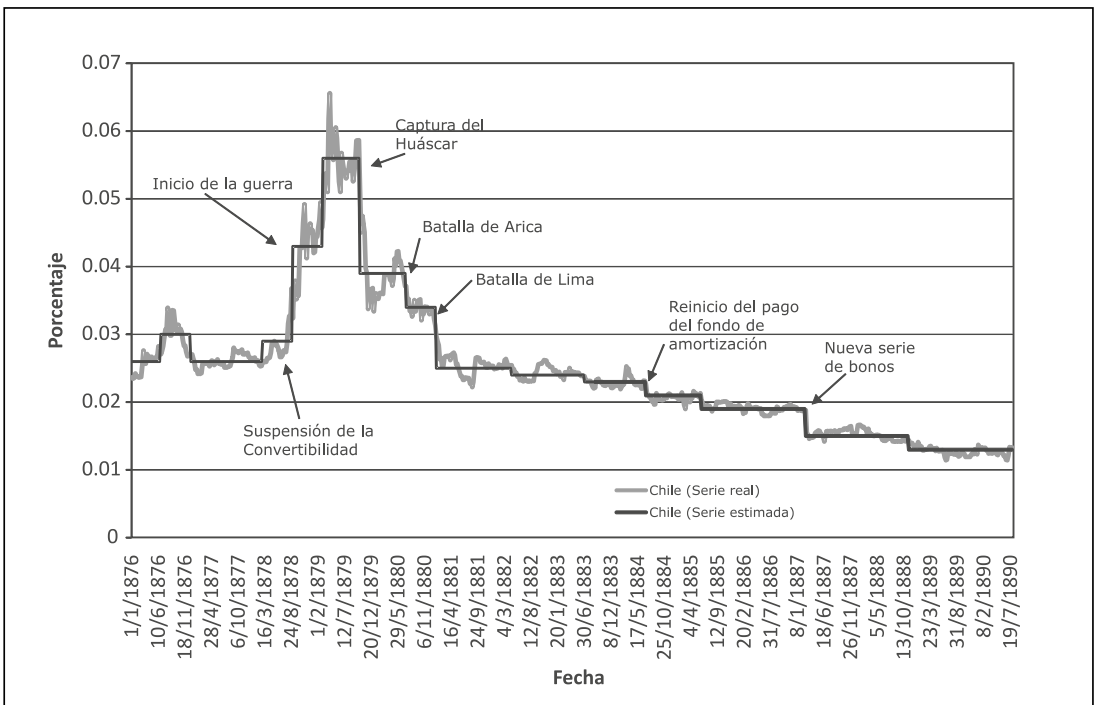


Gráfico 4.3

Los quiebres estructurales en la serie de los márgenes de rendimiento de los bonos peruanos

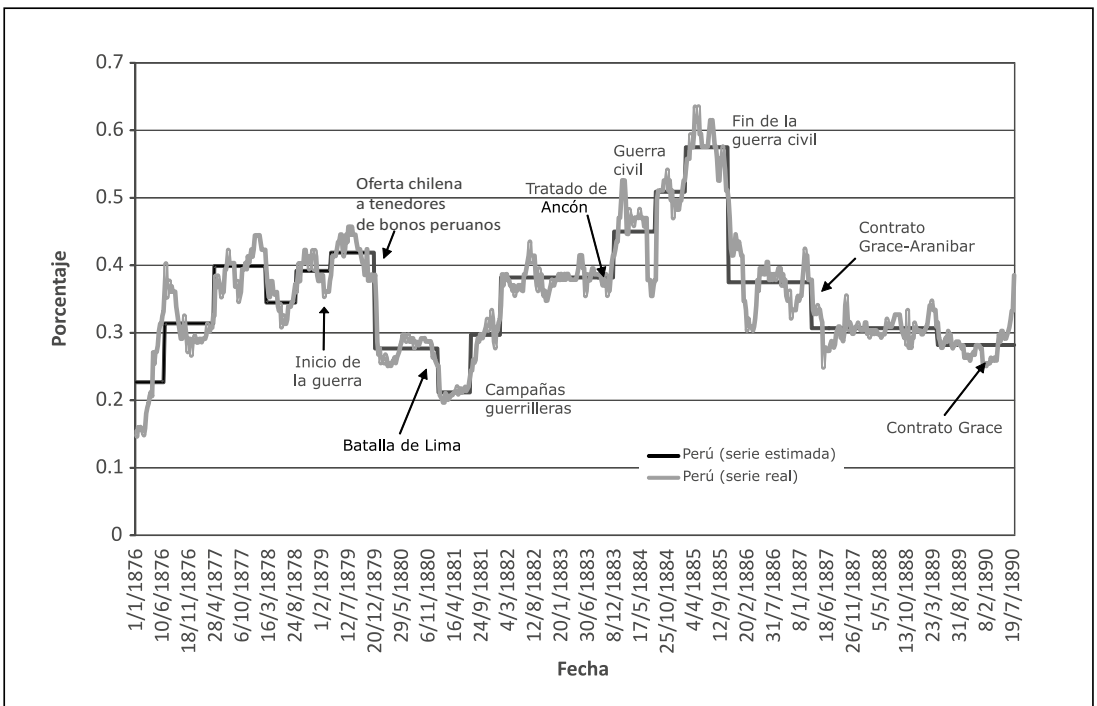


Tabla 4.8
Estimados GARCH de la varianza condicional

| | Chile | Perú |
|---|---|---|
| ω | -15,23*** | -9,81*** |
| γ | 1,47*** | 1,15*** |
| ν | 0,01 | 0,12*** |
| δ (1/1882 – 7/1890) | -1,28*** | -0,09 |

los observadores habían concluido que Chile mantendría el control de Tarapacá de manera permanente, y en que los precios de los valores peruanos habían caído significativamente al esfumarse las esperanzas de que Chile asumiera la responsabilidad sobre ellos. Por lo tanto, el parámetro δ prueba si los valores de cada país experimentaron menor o mayor volatilidad relativa después de enero de 1882, cuando esas expectativas ya se habían formado (véase la discusión de tal evidencia más adelante). Para nuestro análisis GARCH, asumimos que los términos de error siguieron una distribución t (según Bollerslev 1987), lo que incorpora mejor la posibilidad de errores de cola ancha que la distribución normal.[39]

La tabla 4.8 muestra los estimados de los parámetros de la ecuación de la varianza del análisis GARCH. El coeficiente δ es estadísticamente significativo solo en el caso de Chile, lo que sugiere que, en efecto, los precios de los bonos chilenos fueron menos volátiles después de enero de 1882. Sin embargo, el coeficiente no es relevante en el caso de Perú. Los estimados de la desviación estándar condicional se presentan en los gráficos 4.4 (Chile) y 4.5 (Perú). Los precios de los bonos chilenos fueron especialmente volátiles, comenzando desde mediados y fines de 1878 hasta 1879, y continuaron teniendo una

39. Agradecemos por esta recomendación a un árbitro anónimo, en particular por notar que las colas anchas son comunes en la data financiera. Federer y Zalewski 1999, Jacks 2007 y Calvo-Gonzales 2007 son ejemplos recientes de aplicaciones del proceso GARCH en investigaciones cliométricas.

Gráfico 4.4
Volatilidad de los Precios de los Bonos Chilenos (1876-1890)

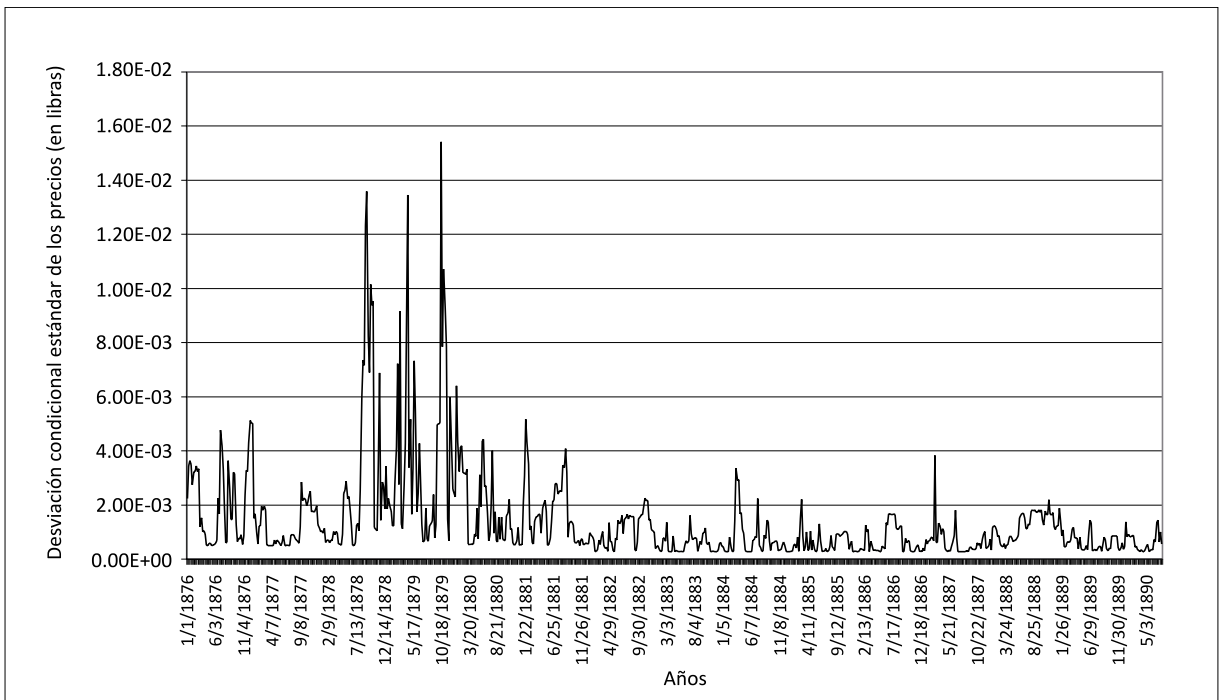
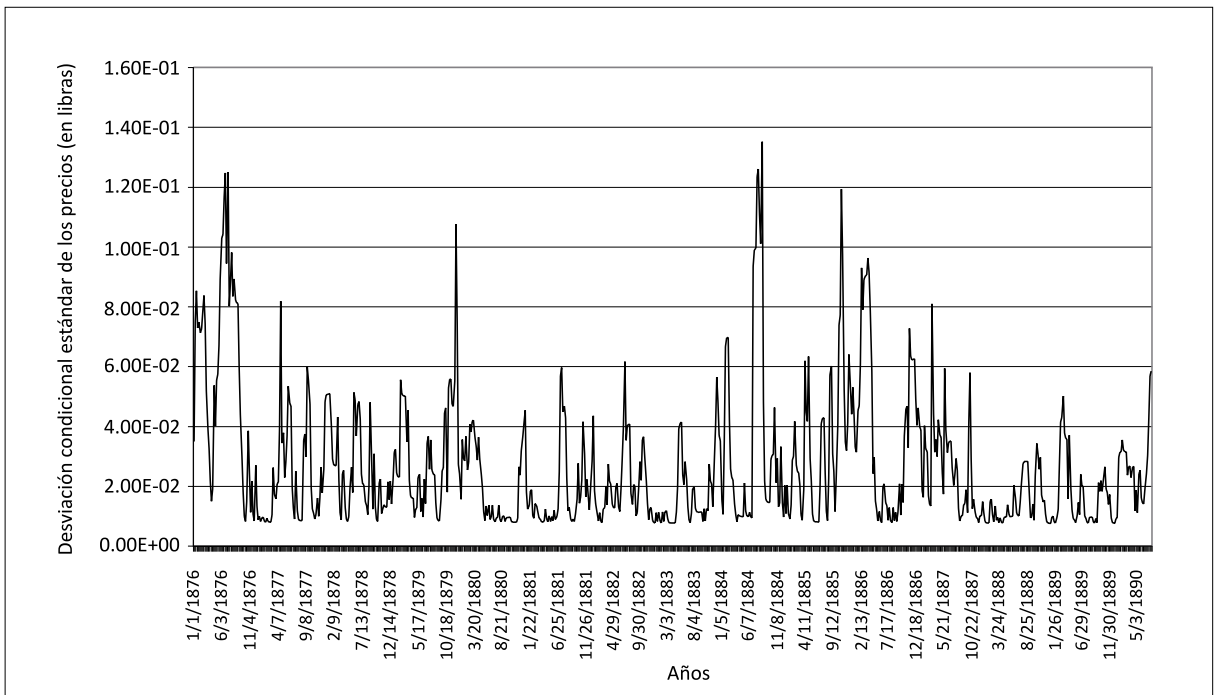


Gráfico 4.5
VOLATILIDAD DE LOS PRECIOS DE LOS BONOS PERUANOS, 1876-1890



volatilidad elevada la mayor parte de 1881. Tal como fue corroborado por nuestro estimado del δ, la volatilidad chilena después de 1881 se ve evidentemente reducida, destacando el cambio fundamental que había ocurrido con la guerra en el caso de los valores chilenos. Por el contrario, los bonos peruanos mostraron un gran índice de volatilidad a lo largo de toda la serie de tiempo.[40]

**Interpretación de los resultados econométricos**

En esta sección combinamos nuestros resultados econométricos con evidencia cualitativa con el fin de desentrañar la visión de los inversionistas, y cómo esta se reflejó en las variaciones del premio de riesgo de los valores peruanos y chilenos. En las tablas 4.6 y 4.7 mostramos los hechos que corresponden a los quiebres estructurales identificados por el procedimiento Bai y Perron. Con el objeto de identificar los acontecimientos políticos o económicos que podrían estar asociados a los quiebres estructurales identificados en las series, revisamos al detalle la prensa financiera de Londres.[41] Los acontecimientos relacionados con la guerra resaltan de manera prominente en la prensa escrita, y estos se asocian con cambios importantes en el margen de rendimiento de los bonos chilenos y peruanos. El inicio de la guerra, por ejemplo, está asociado con un incremento en el margen de rendimiento de los bonos de los dos países, aunque el aumento en términos porcentuales es mayor en el caso de los bonos chilenos. Esto se debe a que la deuda

40. Interesantemente, el gráfico 4.5 muestra que, durante breves periodos en 1880 y 1881, la volatilidad de los precios de los bonos peruanos fue bastante baja. En una especificación alternativa, también incluimos una variable indicadora para enero 1879-1882, y encontramos que el coeficiente para ello en la ecuación de varianza peruana era negativo y significativo, demostrando que los precios de los bonos fueron menos volátiles precisamente durante el periodo en que los inversionistas en valores peruanos tuvieron la mayor expectativa de que Chile absorbería parte de su deuda. Los resultados sugieren que durante ese intervalo los bonos peruanos tal vez pudieron adquirir, en algún grado, la estabilidad de sus contrapartes chilenas. Esas estadísticas están disponibles a pedido.

41. Las fuentes periódicas en las que nos enfocamos fueron *The Economist, The Times* y el *Investor's Monthly Manual*.

peruana ya se estaba transando a precios muy bajos, lo que indica que, aun en ausencia de la guerra, la probabilidad que los tenedores de bonos asignaban al reinicio de pagos de la deuda peruana era mínima. En contraste, Chile había estado pagando fielmente los intereses y el fondo de amortización, aunque, inmediatamente después de estallar la guerra, el Ministerio de Finanzas anunció que suspendería la amortización de su deuda externa.[42]

El siguiente hecho de importancia en ambas series es una reducción de 30% en el margen de rendimiento chileno en octubre de 1879, que coincide con la captura chilena del acorazado peruano *Huáscar,* un hecho que mutiló a la armada peruana. Establecida su superioridad naval, Chile pudo fácilmente apoderarse de las provincias aisladas de Tarapacá, Tacna y Arica. La importancia de esta victoria naval y su efecto en los precios de los bonos chilenos fue resaltada en la prensa.[43] Es importante destacar que los observadores de la época anticiparon no solo la importancia de la conquista de Tarapacá y su riqueza en recursos naturales, sino también la baja probabilidad de que esta provincia regresara a manos peruanas de ser ocupada por el ejército chileno. Thomas Osborne, representante americano en Santiago, escribió al Secretario de Estado William Evarts que

> […] en varios de mis despachos […] he expresado la convicción de que si Chile lograra ubicar a su ejército en la posesión de los ricos depósitos de salitre y guano en el distrito de Tarapacá, insistirá en mantenerlos, a pesar de cualquier insinuación que hubiere hecho con relación a los objetivos de la guerra […] que Tarapacá será anexada, ahora que está en posesión del Ejército chileno, es un hecho conocido que nadie puede cuestionar. Una propuesta de paz que excluya la posibilidad de tal consumación, no sería, en mi opinión considerada seriamente por este gobierno.[44]

---

42. El anuncio se hizo el 10 de marzo de 1879 (*The Economist*, 26 de abril de 1879).

43. *The Times*, 10, 13 y 14 de octubre de 1879; *Investor's Monthly Manual*, 25 de octubre de 1879.

44. La cita proviene de la carta de Tomas Osborne, representación americana en Santiago, a William Evarts Secretario de Estado, 5 de marzo de 1880, Relaciones

El análisis de Osborn demostró haber dado en el clavo: la reacción de los precios de los bonos chilenos a los sucesos de fines de 1879 es consistente con la hipótesis de que su visión era compartida por una multitud de inversionistas.

Es interesante notar que la catastrófica pérdida naval del Perú no se tradujo en un aumento en el margen de rendimiento peruano. Ciertamente, no se detecta un cambio hasta fines de diciembre de 1879, y lo que ocurre en adelante es más bien una reducción sustancial en el margen de rendimiento (véase gráfico 4.3). Dicha reducción se debe a la especulación, por parte de los tenedores de bonos, de que Chile, que ya había tomado los territorios que contenían los depósitos de guano, tomaría en cuenta sus intereses.[45] Esta esperanza estaba relacionada, sin duda, a las reputaciones radicalmente diferentes que, como deudores, tenían los dos países. *The Economist* anotó que "[…] el crédito chileno ha calificado como el mejor por largo tiempo entre las repúblicas sudamericanas", mientras que la reputación del Perú ha sido dañada por las moratorias y ha sido el objetivo de las burlas en la prensa financiera.[46] Tal como se detalla en la sección previa, Chile emitió subsecuentemente decretos en febrero y marzo de 1880, confirmando estos rumores. La esperanza que tenían los tenedores de bonos peruanos sobre algún retorno de su inversión reposaba únicamente en Chile hasta finales de la guerra. Este cambio en las creencias de los inversionistas —de esperar que el Perú arregle su situación, a esperar que Chile cubra parte de la deuda peruana— implicó que las derrotas peruanas en el campo de batalla fueran vistas cada vez más como hechos positivos desde la perspectiva de los tenedores de los bonos peruanos, porque incrementaban la probabilidad de que Chile consolide su control sobre los depósitos de guano. Por lo tanto, cuando las tropas chilenas invaden Lima, en enero de 1881, se registra un quiebre estruc-

---

Exteriores de Estados Unidos 1880: 128-129. Véase despachos anteriores para similares pareceres.

45. *The Economist*, 27 de diciembre de 1879; *Investor's Monthly Manual*, 27 de diciembre de 1879; *The Times*, diciembre 22 y 24, 1879.

46. *The Economist*, 1.° de febrero de 1879, 17 de enero de 1880.

tural asociado con una disminución de 23,5% en los márgenes de rendimiento peruanos.[47] Nótese que las acciones militares positivas para Chile también redujeron el margen chileno, ya que señalan la mayor probabilidad de que la guerra estuviera próxima a terminar, y de que Chile reduzca por tanto sus gastos militares, reciba los ingresos de las exportaciones del salitre y del guano, y reanude el pago de las amortizaciones. La toma de Arica en julio de 1880, y la de Lima en enero de 1881, coinciden con quiebres estructurales estimados que reducen los márgenes de rendimiento chileno en 12,8% y 26,5%, respectivamente. En la primera batalla, el ejército regular peruano fue básicamente destruido. En la segunda, cualquier esperanza práctica de que Perú pudiera recuperar Tarapacá fue definitivamente sepultada.

También estimamos para julio de 1881, y enero de 1882, incrementos sustanciales en los márgenes de rendimiento peruanos, pero no logramos ubicar en la prensa londinense ninguna noticia que coincida con estos quiebres. Como ilustra el gráfico 4.3, el margen de rendimiento se duplicó entre la primavera de 1881 y la de 1882, antes de alcanzar un nivel más estable a lo largo de los siguientes dieciocho meses. Este deterioro anual coincidió con hechos militares y financieros que fueron desfavorables para los tenedores de bonos. A saber, la decisión de Chile en 1882 de revisar el decreto de 1880, para compartir los ingresos del guano con todos los acreedores peruanos que tuvieran un reclamo sobre estos, y el surgimiento de una inesperada y prolongada campaña de guerrilla contra la ocupación chilena por parte de fuerzas irregulares peruanas. Durante este tiempo, los líderes peruanos se negaron a contemplar un tratado que cediera Tarapacá a los chilenos en los términos propuestos por Chile. Es interesante que el efecto de estos sucesos en las series de márgenes de rendimientos chilenos fuera tan pequeño —si acaso lo hubo—. Las finanzas chilenas ya estaban en una posición muchos más firme, impulsadas por

47. Burdekin y Laney (2008), en su estudio de la deuda hawaiana, hallaron evidencia de que los precios de dicha deuda respondían positivamente a las noticias de la anexión de las islas a los Estados Unidos. Sus resultados tienen alguna similitud con los nuestros. Agradecemos a un evaluador anónimo por llamar nuestra atención sobre este trabajo.

los mayores ingresos provenientes de los impuestos a las exportaciones de salitre. Los quiebres estructurales que estimamos para Chile después de 1881 son mucho más pequeños que a inicios de la guerra. Los márgenes de rendimiento declinan aún más a mediados de 1883 coincidiendo con los reportes de que el líder peruano Iglesias estaba dispuesto a conceder Tarapacá y negociar un acuerdo de paz con Chile. El reinicio de los pagos del fondo de amortización el 1.° de julio de 1884 redujo nuevamente el margen de rendimiento chileno. El último quiebre importante que identificamos en este margen ocurrió en febrero de 1887, debido a un cambio en los bonos chilenos listados en la bolsa de valores de Londres: el bono al 5% fue descontinuado, y fue reemplazado en la serie por el bono al 4,5%.

El comportamiento del mercado de bonos peruanos contrasta marcadamente con los bonos chilenos después de 1881. Primero, nótese que el inicio de las negociaciones del tratado no se asocia con un quiebre estructural en los márgenes de rendimiento peruanos. Esto debido a que, a pesar de que estas noticias señalaban que el fin de la ocupación chilena estaba próximo, no señalaban los términos de la paz en lo concerniente a los tenedores de los bonos peruanos. Solamente después de firmado el Tratado de Ancón y de que este se hiciera público a fines de 1883, la serie peruana exhibe un quiebre estructural. Tal como se discutiera previamente, el tratado cedía Tarapacá y su inmensa riqueza a Chile, y limitaba explícitamente la responsabilidad chilena hacia los acreedores de la deuda peruana. En consecuencia, los tenedores de los bonos peruanos reaccionaron negativamente ante el tratado, lo que se asocia con el aumento de 17,8 % en el margen de rendimiento estimado. Los siguientes puntos de inflexión que estimamos para el Perú suceden en agosto de 1884 y febrero de 1885, un periodo en el que la discusión central en la prensa era la demora en el pago por parte de Chile a los tenedores de bonos, y el estallido de la guerra civil en el Perú entre las fuerzas de Iglesias y Cáceres. Los gráficos 4.1 y 4.3 ilustran que este fue un periodo de volatilidad excepcional para los bonos peruanos, así como de un deterioro marcado en sus precios; los cuales llegaron a un mínimo histórico de alrededor de 7% a mediados de 1885. La magnitud del quiebre a fines de 1885 es una caída de 34,8%, lo que refleja la convicción de los inversionistas de que la

victoria de Cáceres en la guerra civil llevaría a una reanudación de las negociaciones para el arreglo de la deuda peruana.[48]

Desde el final de la guerra civil, a fines de 1885, hasta la firma del Contrato Grace en enero de 1890, las series peruanas se muestran algo más estables. Los dos quiebres restantes coinciden con sucesos importantes en la negociación del contrato. El primero ocurrió en marzo-abril de 1887. El 19 de febrero de 1887, el gobierno peruano aceptó la propuesta de Grace, y accedió a enviar a José Araníbar a Londres, para que concluyera el acuerdo con los tenedores de bonos. Las noticias de que estaban en camino llegaron a Londres el 2 de marzo. Los inversionistas se reunieron a fines de marzo, y pese a que el convenio no fue firmado hasta el 26 de mayo, los términos básicos del arreglo ya eran claros. Los cambios subsiguientes en el contrato fueron relativamente menores, y el punto principal era obtener la aprobación de Chile y de la oposición peruana.[49]

Los últimos quiebres estructurales que detectamos en la serie suceden entre febrero y junio de 1889. En este periodo, los miembros del Congreso peruano que habían estado bloqueando el avance del Contrato Grace fueron removidos de sus cargos y se llevó a cabo una elección especial intermedia que los reemplazó por congresistas más dóciles a la posición pro Grace del presidente Cáceres.[50] Es interesante que la firma misma del contrato, el 11 de enero de 1890, no figure como un quiebre estructural. Al examinar los datos del gráfico 4.3, vemos que hay una declinación inmediata en el margen de rendimiento, pero que este tendió al alza entre el 15 de febrero hasta el final de la serie, con un aumento importante particularmente en abril. Fue en ese momento que se anunciaron los términos de la conversión de los bonos peruanos en acciones comunes y preferenciales de la Peruvian

48. Véase Basadre 1983, vol. 8: 14-15, para las acciones militares de la guerra civil de esos años.

49. *Investor's Monthly Manual,* 31 de mayo de 1887, p. 237; *The Times*, 2 de marzo de 1887, 23 de marzo de 1887, 27-28 de mayo de 1887. Véase también Miller 1976, Salinas Sánchez 2008.

50. *The Times*, 16 y 19 de febrero de 1889, 10 de abril de 1889; Salinas Sánchez 2008: 46-47.

Corporation. La opinión fue que la base de esta conversión estaba muy diluida, considerando el estado de las vías férreas, que se encontraban incompletas y abandonadas por más de quince años. Se anunció adicionalmente que la Corporación emitiría, de manera inmediata, obligaciones equivalentes a £1,5 millones para hacer las reparaciones y extensiones necesarias, y se le autorizó a emitir £4,5 millones adicionales. El servicio de la deuda de la Corporación tendría precedencia sobre cualquier promesa de pago de las acciones preferentes que debían ser distribuidas entre los tenedores soberanos de los bonos peruanos. Así, se hizo claro, casi de inmediato, que la Peruvian Corporation no sería una empresa rentable en el futuro cercano.[51]

En efecto, las acciones preferenciales no pagaron dividendos hasta 1900, y entonces solo al 0,25% en lugar del 4% prometido. Las acciones comunes nunca pagaron dividendos. Los precios de estas acciones reflejaron el pobre desempeño de los dividendos. El 30 de diciembre de 1893, las acciones comunes se vendían a £5 y las preferenciales a £15. En cuanto a los desembolsos de fondos por parte de Chile a los tenedores de bonos, ello no sucedió hasta 1893. Las £300.000 en efectivo fueron usadas por la Corporación para el pago de sus obligaciones. Los bonos chilenos fueron distribuidos a los tenedores de los certificados especiales que habían sido entregados a los tenedores de los bonos peruanos en 1890, de modo tal que, por cada £100 de bonos de 1872, un tenedor recibía bonos chilenos al 4,5%, equivalentes a una libra y cinco chelines. Por ello, un tenedor de bonos de 1872 equivalentes a £100 (valor nominal) al momento del Contrato Grace, que liquidara el 30 de diciembre de 1893, habría recibido £5,5. Se debe tener en cuenta, sin embargo, que los bonos de 1872 tuvieron un precio de emisión de 77,5, un precio mínimo de 7,5 en 1885 y se negociaron a 17,5 en enero de 1890. En todo caso, el retorno de esta inversión, mantenida hasta diciembre de 1893, habría sido negativa. Descontar adecuadamente los retornos de esta haría aún más evidente cuan mala fue la inversión en

51. *The Times*, 16 y 21 de abril de 1890. Debe notarse que la crisis de la Casa Baring no impactó en la disposición de los inversionistas británicos de mantener valores latinoamericanos en general, hasta más adelante en ese año. Véase Mitchener y Weidenmier 2008.

estos bonos, en particular si es que estos se conservaban más allá de la fecha de conversión en activos de la Peruvian Corporation. *Ex post*, la mejor estrategia disponible para un tenedor de bonos peruanos alrededor de 1890 hubiera sido su venta dentro del mes en que se firmó el Contrato Grace.

En su conjunto, la evidencia sugiere que las consecuencias financieras de la Guerra del Pacífico fueron positivas para los inversionistas de la deuda soberana chilena, mientras que lo opuesto sucedió para los tenedores de bonos peruanos. Los resultados econométricos muestran los shocks de mayor envergadura desde la perspectiva de los tenedores de bonos (como la captura del Huáscar y la Batalla de Lima). Los inversionistas estuvieron bien informados sobre los acontecimientos internos de ambos países. Estos inicialmente reaccionaron aumentando la demanda por bonos peruanos cuando el Perú perdía una batalla importante, dada la esperanza de que Chile, país que gozaba de una buena reputación en los mercados financieros internacionales, honrara la deuda peruana con los recursos naturales en disputa. Cuando se hizo claro que Chile no accedería a la petición de los tenedores de bonos peruanos, estos reanudaron con mayor fuerza las negociaciones con el Perú. Durante la guerra civil, los bonos peruanos se negociaron a precios ínfimos, pero se recuperaron algo con el establecimiento del gobierno de Cáceres y los nuevos intentos de renegociación. Sin embargo, estos nunca se recuperaron de manera significativa, siendo transados a niveles bastante bajos, aún después de la firma del Contrato Grace.

# Balance final

La evolución de la deuda externa peruana durante el siglo XIX fue realmente extraordinaria. A pesar de su gran inestabilidad política y de su mala reputación en los mercados financieros internacionales, el Perú se convirtió en el principal deudor de América Latina durante la era del guano, sobrepasando a Chile y Brasil, países que gozaban de una buena reputación en los mercados financieros internacionales. La experiencia peruana es particularmente instructiva para las teorías modernas sobre la deuda soberana. Esta demuestra que los auges basados en recursos naturales tienen el potencial de ser utilizados como palancas para el acceso a los mercados de capitales, pero que este acceso no es automático. En el caso del Perú, este requirió la construcción de vínculos contractuales creíbles entre las exportaciones y el servicio de la deuda. Tres circunstancias fueron importantes en el caso peruano: i) los ingresos del guano se cobraban en una localidad geográfica donde era prácticamente imposible para el gobierno peruano apropiarse unilateralmente de ellos; ii) la casa mercantil extranjera que actuaba como agente financiera del Estado tenía fuertes incentivos para no coludirse con el gobierno peruano en una hipotética suspensión de pago; y finalmente, iii) una suspensión unilateral de estos contratos hubiese llevado a una interrupción del comercio del guano, y/o de los flujos de ingresos de los cuales el Perú, crónicamente inestable, dependía. Sin ninguna buena

alternativa al guano, los ingresos asociados a este eran indispensables para la defensa contra enemigos externos e internos. Así, paradójicamente, la vulnerabilidad financiera y militar de los sucesivos gobiernos peruanos de la época contribuyó en los hechos a incrementar la credibilidad del país en los mercados financieros internacionales.

Con respecto al debate teórico sobre los roles de las sanciones y la reputación en la credibilidad de los contratos de deuda soberana, el caso peruano es un híbrido. Nuestra investigación es consistente con la posición de quienes sugieren que las amenazas de represalias militares, comerciales o financieras de parte del gobierno británico no fueron determinantes. A pesar de que el Perú estaba sujeto a la amenaza de interrupción en el comercio del guano en caso de cesación de pagos, este riesgo no estuvo asociado a acciones del gobierno británico sino a la posible ruptura de las relaciones del Perú con las casas comerciales que manejaron el comercio del guano, y que funcionaron como agentes financieros del Estado. Sobre el efecto reputación, nuestra investigación sugiere que los gobiernos peruanos no gozaron de un gran respeto en Europa, pero gracias a la credibilidad de los contratos de la deuda pudieron acceder a capitales internacionales beneficiándose en buena medida de la reputación de la casa Gibbs y posteriormente de la Thomson, Bonar and Co. La credibilidad de estos contratos, sin embargo, no se pudo sostener después del declive de las exportaciones de guano, a mediados de la década de 1870.

Las finanzas de la era del guano y de la deuda pública externa no se pueden disociar del estallido y evolución de la Guerra del Pacífico. Las políticas financieras y fiscales del Perú en los años que precedieron a la guerra estuvieron asociadas al colapso de las exportaciones guaneras, y a la sombría situación de las arcas fiscales. En esa época, la situación del país fue particularmente difícil, pues, como resultado de su declaración de moratoria, en 1876, este no pudo flotar nuevos bonos para financiar la guerra.[1] Con las victorias de fines de 1879 y principios de 1881, Chile obtuvo el control de Tarapacá y sus recursos naturales. Los

1. El Perú no volvió a acceder a los mercados de capitales externos hasta 1906, dieciséis años después de la firma del Contrato Grace.

inversionistas británicos siguieron de cerca la evolución del conflicto. Estos inicialmente reaccionaron positivamente a las derrotas peruanas incrementando la demanda por bonos peruanos (y como resultado su precio), dado que negociar la deuda externa peruana con Chile, resultaba, bajo su punto de vista, mucho más promisorio. Cuando estos se dieron cuenta de que el proceso del repago de la deuda peruana, por parte de Chile, no resultaría fácil, reiniciaron con fuerza sus intentos de renegociación con el Perú. Durante la guerra civil (1884-1885), los bonos peruanos se negociaron a precios extraordinariamente bajos, pero se recuperaron algo con el establecimiento del gobierno de Iglesias y con la reiniciación de las negociaciones. La visión predominante de la élite de la época era que una de las condiciones esenciales para la recuperación peruana del desastre de la guerra yacía en su capacidad de conseguir préstamos externos. La culminación de la construcción de los ferrocarriles, en particular, fue vista como indispensable para recuperar el camino del crecimiento económico. Sin embargo, la posibilidad de acceder a préstamos externos para su finalización estaba bloqueada por los tenedores de bonos, de lo que se deriva el interés en renovar las negociaciones con los acreedores y en la firma del Contrato Grace.

De acuerdo con la interpretación de Miller (1976), sin embargo, el gobierno peruano no se benefició del Contrato Grace. El beneficio anticipado del gobierno habría sido el retorno económico de los ferrocarriles; estos, una vez reparados, debían contribuir sustancialmente al crecimiento económico. No obstante, Miller muestra que la tasa de retorno del ferrocarril central y del sur en el periodo 1901-1935 fue extremadamente baja. Por otro lado, los tenedores de bonos tampoco se beneficiaron del cambio de la deuda por activos. Miller demuestra que la Peruvian Corporation jamás pagó un dividendo sobre las acciones comunes y no pagó más de 3% a las preferenciales.[2] Nuestra investigación es consistente con los hallazgos de Miller: los bonos

2. El verdadero beneficiario del Contrato Grace, en la opinión de Miller, fue el mismísimo Grace. Este recibió £150.000 por su trabajo en las negociaciones además de una comisión del 3% por las acciones, bonos o efectivo repartido entre los tenedores de bonos; recibió, además, el contrato para la construcción de las prolongaciones del ferrocarril central (2010: 165-202).

peruanos continuaron siendo negociados muy por debajo de su valor nominal luego de que los términos del Contrato Grace se hicieran conocidos, en enero de 1890. Además, el premio de riesgo de los títulos peruanos se incrementó marcadamente en los meses posteriores. Dada la situación fiscal del país, la debilidad de la economía peruana, y la condición de los ferrocarriles después de quince años de abandono, los inversionistas anticiparon que el prospecto de una sólida evolución económica de la Peruvian Corporation era muy improbable.[3]

Varios aspectos importantes de la deuda externa peruana quedan por resolver. Es esencial, por ejemplo, analizar su impacto sobre la tasa de crecimiento. Para ello necesitamos evaluar el destino de estos capitales, y su tasa de retorno, así como sus costos implícitos y explícitos.[4] La historiografía de la era del guano ha proporcionado visiones bastante negativas sobre esta etapa de la historia del país. Esta, sin embargo, se ha centrado en el análisis del *boom* guanero y su impacto sobre la economía peruana en términos muy generales, sin enfatizar lo suficiente en las consecuencias de sus conexiones con la deuda externa.[5] Desde nuestra perspectiva, avanzar en esta línea de análisis es indispensable para llegar a conclusiones más precisas y fidedignas sobre el impacto del *boom* del guano en la trayectoria económica del país.

---

3. La evaluación de si el Perú se benefició o no del Contrato Grace es, por otro lado, mucho más compleja. Esta no debe circunscribirse al análisis del destino de los ferrocarriles. Es necesario evaluar, entre otros costos y beneficios, no solo los efectos directos de la eliminación de la deuda, sino los efectos indirectos. La reinserción en los mercados financieros internacionales, por ejemplo, debe haber tenido un efecto importante sobre la inversión extranjera directa, la cual, como sabemos, contribuyó a la recuperación de la posguerra.

4. Trabajos pioneros al respecto son el de Quiroz (1993) sobre las inversiones en las haciendas del norte peruano, y el de Miller (1976) sobre el rendimiento económico de los ferrocarriles.

5. Hunt (1973, 1985), Tantaleán (1983) y el reciente trabajo de Contreras (2012) son la excepción, aunque ninguno de estos trabajos ofrece un análisis exhaustivo de las consecuencias del *boom* guanero sobre las finanzas públicas en el largo plazo. Hunt provee un análisis pionero de los ingresos del guano y su destino. Tantaleán describe algunos aspectos de las conexiones entre las exportaciones de guano y la deuda externa. Contreras, por otro lado, se centra en las finanzas públicas domésticas.

# Bibliografía


Alesina, Alberto, Felipe R. Campante y Guido Tabellini

2008 "Why Is Fiscal Policy Often Procyclical?". *Journal of the European Economic Association*, 6(5): 1006-1036.

Amador, Manuel

2003 *A Political Economy Model of Sovereign Debt Repayment*. Documento de trabajo.

Amaral, Samuel

1995 "La deuda pública de Buenos Aires, 1800-1850". En Reinhard Liehr (ed:). *La deuda pública en América Latina en perspectiva histórica*. Madrid: Iberoamericana.

Armas Asín, Fernando

2001 "Financiar la guerra: planes fiscales, lucha política y crisis inflacionaria en el Perú, 1879-1880". *Histórica*, 25: 49-97.

Bai, Jushan y Pierre Perron

1998 "Estimating and Testing Linear Models with Multiple Structural Changes". *Econometrica* 66, 1: 47-78.

2003 "Computation and Analysis of Multiple Structural Change Models". *Journal of Applied Econometrics*, 18: 1-22.

Basadre, Jorge
1983 *Historia de la República del Perú*. 7.° ed. revisada 11 vols. Lima: Editorial Universitaria.

Bazant, Jan
1968 *Historia de la deuda exterior de México, 1823-1946*. México: El Colegio de México.

Berglund, Susan
1995 "The Public Debt of Venezuela: Causes and Effects, 1830-1860". En Reinhard Liehr. *La deuda pública en América Latina en perspectiva histórica*. Madrid: Iberoamericana.

Bollerslev, Tim
1987 "A Conditionally Heteroskedastic Time Series Model for Speculative Prices and Rates of Return". *The Review of Economics and Statistics*, 69(3): 542-547.

Bonilla, Heraclio
1980 *Un siglo a la deriva: ensayos sobre el Perú, Bolivia y la Guerra*. Lima: Instituto de Estudios Peruanos.

Borchard, Edwin
1951 "State Insolvency and Foreign Bondholders". *General Principles*. Volumen 1. New Haven: Yale University.

Borensztein, Eduardo y Ugo Panizza
2008 *The Costs of Sovereign Default*. Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional, Departamento de Desarrollo.

Bortz, Jeffrey y Stephen Haber
2002 *The Mexican Economy, 1870-1930. Essays on the Economic History of Institutions, Revolution and Growth*. Palo Alto: Stanford University Press.

Braun Llona, Juan et ál.
2000 *Economía Chilena, 1810-1995: Estadísticas Históricas. Documento de Trabajo 187*. Santiago de Chile: Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía.

Briones, Ignacio
2008 "Distortions in pricing free bank notes and the Chilean Crisis of 1878". Mimeo.

Broner, Fernando, Alberto Martin y Jaume Ventura
2006 *Sovereign Risk and Secondary Markets*. Oficina Nacional de Investigaciones Económicas. Documento de trabajo n.° 12783.

Brown, William y Richard C. K. Burdekin
2000 "Turning Points in the U.S. Civil War: A British Perspective". *The Journal of Economic History*, 60: 216-231

2002 "German Debt Traded in London During the Second World War: A British Perspective on Hitler". *Economica*, 69: 655-669.

Bulow, Jeremy y Kenneth Rogoff
1989 "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?". *American Economic Review*, 79(1): 43-50.

Burdekin, C. K. Richard y Leroy Laney
2008 "Financial Market Reactions to the Overthrow and Annexation of the Hawaiian Kingdom: Evidence from London, Honolulu and New York". *Cliometrica*, 2: 119-141.

Burgin, Miron
1946 *The Economic Aspects of Argentine Federalism, 1820-1852*. Cambridge: Harvard University Press.

Calvo-Gonzalez, Oscar
2007 "American military interests and economic confidence in Spain under the Franco dictatorship". *Journal of Economic History*, 67: 740-767.

Carmagnani, Marcello
1983 "Finanzas y Estado en México, 1820-1880". *Ibero-Amerikanisches Archiv*, 9: 279-314.

Catão, Luis y Sandeep Kapur
2006 "Volatility and the Debt-Intolerance Paradox". *IMF Staff Papers*, 53(2): 195-218.

Cavieres, Eduardo y Carlos Contreras
2006 "Políticas Fiscales, Economía y Crecimiento". En Eduardo Cavieres y Cristóbal Aljovín de Losada (eds.). *Perú-Chile/Chile-Perú 1820-1920. Desarrollos políticos, económicos y sociales*, pp. 277–359. Lima: Fondo Editorial de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

Chowdhry, Bhagwan
1991 "What is Different about International Lending?". *Review of Financial Studies*, 4(1): 121-148.

Clarke, Hyde
1878 "On the Debts of Sovereign and Quasi-Sovereign States, Owing by Foreign Countries". *Journal of the Statistical Society of London,* 41(2): 299-347.

Clemente, Jesús, Antonio Montañes, y Miguel Reyes
1998 "Testing for a Unit Root in Variables with a Double Change in the Mean". *Economics Letters,* 59: 175–182.

Coffman D' Maris, Adrian Leonard y Larry Neal (eds.)
2013 *Questioning Credible Commitment. Perspectives on the Rise of Financial Capitalism*. Cambridge UK: Cambridge University Press.

Cole, Harold L. y Patrick J. Kehoe
1998 "Models of Sovereign Debt: Partial versus General Reputations". *International Economic Review*, 39(1): 55-70.

Conklin, James
1998 "The Theory of Sovereign Debt and Spain under Phillip II". *Journal of Political Economy,* 106 (3): 483-513.

Contreras, Carlos
2012 *La economía pública en el Perú después del guano y el salitre. Crisis Fiscal y élites económicas durante su primer siglo independiente*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú e Instituto de Estudios Peruanos.

Costeloe, Michael
2003 "Bonds and Bondholders: British Investors and Mexico's Foreign Debt, 1824-1888". Westport, CT: Praeger.

Cushman, Gregory T.
2013 *Guano and the Opening of the Pacific World. A Global Ecological History*. Nueva York: Cambridge University Press.

Dancuart, Emilio y José Rodríguez (comp.)
1902-1926 *Anales de la Hacienda Pública del Perú: Historia y legislación fiscal de la República*. 24 vols. Lima: Imprenta Gil.

Dawson, Frank
1990 *The First Latin American Debt Crisis*. New Haven: Yale University Press.

De Paoli, Bianca, Glenn Hoggarth y Victoria Saporta
2006 *Costs of Sovereign Default*. Bank of England Financial Stability Paper 1.

De Secada, C. Alexander
1985 "Arms, Guano and Shipping: the W.R. Grace Interests in Peru". *Business History Review*, 59: 597-621.

Della Paolera, Gerardo y Alan M. Taylor
2013 "Sovereign Debt in Latin America, 1820-1913". *Revista de Historia Económica*, 31(2): 173-217.

Dennis, William
1967 *Tacna and Arica*. Hamden, CT: Archon Books.

Díaz-Alejandro, Carlos F.
1983 "Stories of the 1930s for the 1980s". En Pedro Aspe Armella, Rudiger Dornbusch, y Maurice Obstfeld (eds.). *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries*, pp. 5-40. Chicago y Londres: University of Chicago Press.

Dixit, Avinash y John Londregan
2000 "Political Power and the Credibility of Government Debt". *Journal of Economic Theory*, vol. 94: 80-105.

Dooley, Michael P.
2000 *Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided?* Oficina Nacional de Investigaciones Económicas. Documento de trabajo n.° 7531.

Drelichman, Mauricio y Hans-Joachim Voth
2014 *Lending to the Borrower from Hell. Debt Taxes and Default in the Age of Philip II*. Princeton: Princeton University Press.

Drobak John y John Nye (eds.)
1997 *The Frontiers of the New Institutional Economics*. California: Academic Press.

Eaton, Jonathan
1996 "Sovereign Debt, Reputation and Credit Terms". *International Journal of Finance and Economics*, 1(1): 25-35.

Eaton, Jonathan y Mark Gersovitz
1981 "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis". *Review of Economic Studies,* 48: 289-309.

Federer, J. Peter y David A. Zalewski
1999 "To Raise the Golden Anchor? Financial Data and Uncertainty During the Great Depression". *Journal of Economic History*, 59: 624-658.

Fenn, Charles
1876 *Compendium of the English and Foreign Funds*. Londres: Effingham Wilson.

Fernandez, Raquel y Robert W. Rosenthal
1990 "Strategic Models of Sovereign-Debt Renegotiations". *Review of Economic Studies*, 57(3): 331-349.

Fetter, Frank
1931 *Monetary Inflation in Chile*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Flandreau, Marc y Juan H. Flores
2009 "Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820-1930". *Journal of Economic History*, 69(3): 646-684.

Flandreau, Marc y Frédéric Zumer
2004 *The Making of Global Finance, 1880-1913*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Fratianni, Michele
2006 "Government Debt, Reputation and Creditors' Protections: The Tale of San Giorgio". *Review of Finance,* 10: 487-506.

Frey, Bruno S. y Daniel Waldenström
2004 "Markets Work in War: World War II Reflected in the Zurich and Stockholm Bond Markets". *Financial History Review*, 11: 51-67.

Gootenberg, Paul
1989 *Between Silver and Guano. Commercial Policy and the State in Postindependence Peru*. Princeton: Princeton University Press. (*Caudillos y comerciantes. La formación económica del Estado peruano (1820-1860)*. Cuzco: Bartolomé de Las Casas, 1997).

Greenhill, Robert y Rory Miller
1973 "The Peruvian Government and the Nitrate Trade, 1873-1879". *Journal of Latin American Studies*, 5: 107-131.

Guembel, Alexander y Oren Sussman
2009 "Sovereign Debt without Default Penalties". *The Review of Economic Studies*, 76(4): 1297-1320.

Haber, Stephen, Armando Razo y Noel Maurer
2003 *The Politics of Property Rights. Political Institutions, Credible Commitments and Economic Growth in Mexico, 1876-1929*. Cambridge UK: Cambridge University Press.

Hatchondo, Juan Carlos y Leonardo Martínez
2010 "The Politics of Sovereign Debt Defaults". FRB Richmond Economic Quarterly, 96 (3): 291-317.

Hunt, Shane
1973 "Price and Quantum Estimates of Peruvian Exports, 1830-1962". Woodrow Wilson School, Princeton University. RPED, Informe de discusión n.° 34. (*La formación de la economía peruana: distribución y crecimiento en la historia del Perú y de América Latina.* Lima: Banco Central de Reserva del Perú, Pontificia Universidad Católica del Perú e Instituto de Estudios Peruanos, 2011).

1985 "Growth and Guano in Nineteenth-Century Peru". En Roberto Cortés-Conde and Shane Hunt (eds.). *The Latin American Economies: Growth and the Export Sector, 1880-1930*. Nueva York: Holmes and Meier. (*La formación de la economía peruana: distribución y crecimiento en la historia del Perú y de América Latina.* Lima: Banco Central de Reserva del Perú, Pontificia Universidad Católica del Perú e Instituto de Estudios Peruanos, 2011).

Jacks, David
2007 "Populists Versus Theorists: Future Markets and the Volatility of Prices". *Explorations in Economic History*, 44: 342-362.

Kaminsky, Graciela y Pablo Vega-García
2013 *Varieties of Sovereign Debt Crises: Latin America, 1820-1931*. Documento de trabajo.

Kapur, Sandeep, Ana Fostel y Luis Catão
2007 *Persistent Gaps, Volatility Types, and Default Traps*. Fondo Monetario Internacional. Documento de trabajo 07/148.

Ketzler, Kenneth M. y Brian D. Wright
2000 "Sovereign Debt as Intertemporal Barter." *American Economic Review*, 90(3): 621-639.

Lanau, Sergi
2008 "Essays on Sovereign Debt Markets". Manuscrito.

Landon-Lane, John, y Kim Oosterlinck
2006 "Hope Springs Eternal: French Bondholders and the Soviet Repudiation (1915-1919)". *Review of Finance*, 10: 507-535.

Lane, Philip R.
2004 "Empirical Perspectives on Long-Term External Debt". *Topics in Macroeconomics*, 4(1): 1-21.

Levin, Jonathan
1960 *The Export Economies: Their Pattern of Development in Historical Perspective*. Cambridge, MA: Harvard University Press. (*Las economías de exportación: esquema de su desarrollo en la perspectiva histórica.* México, D. F. : UTEHA, 1964).

Levy-Yeyati, Eduardo y Ugo Panizza
2006 *The Elusive Costs of Sovereign Defaults*. Banco Interamericano de Desarrollo. Documento de trabajo n.° 581.

Levy, Maria Barbara
1995 "The Brazilian Public Debt-Domestic and Foreign, 1824-1913". En Reinhard Liehr (ed.). *La deuda pública en América Latina en perspectiva histórica*. Madrid: Iberoamericana.

Liehr, Reinhard
1989 "La deuda exterior de la Gran Colombia frente a Gran Bretaña, 1820-1860". En Reinhard Liehr (ed.). *América Latina en la época de Simón Bolívar*. Berlín: Colloquium Verlag.

Lindert, Peter H., y Peter J. Morton
1989 "How Sovereign Debt Has Worked". En Jeffrey Sachs (ed.). *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System*, pp. 39-106. Chicago y Londres: University of Chicago Press.

Marichal, Carlos
1989 *A Century of Debt Crises in Latin America*. Princeton: Princeton University Press.

2002 "The Construction of Credibility: Financial Market Reform and the Renegotiation of Mexico's External Debt in the 1880s". En Jeffrey Bortz y Stephen Haber (eds.). *The Mexican Economy, 1870-1930. Essays on the Economic History of Institutions, Revolution, and Growth*, pp. 93-119. Palo Alto: Stanford University Press.

Mathew W. M.
1968 "The Imperialism of Free Trade: Peru, 1820-1870". *The Economic History Review*, Nueva serie, 21(3): 562-579.

1970a "Peru and the British Guano Market, 1840-1870". *The Economic History Review*, Nueva serie, 23(1): 112-128.

1970b "The First Anglo-Peruvian Debt and its Settlement, 1822-49". *Journal of Latin American Studies*, 2(1): 81-98.

1972 "Foreign Contractors and the Peruvian Government at the Outset of the Guano Trade". *The Hispanic American Historical Review,* 52(4): 598-620.

1977 "A Primitive Export Sector: Guano Production in Mid-Nineteenth-Century Peru". *Journal of Latin American Studies,* 9(1): 35-57.

1981 *The House of Gibbs and the Peruvian Guano Monopoly*. Londres: Royal Historical Society. (*La firma inglesa Gibbs y el monopolio del guano en el Perú*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú e Instituto de Estudios Peruanos, 2009).

1985 "Merchants, Foreigners and the State: The Origins of Trade Policies in Post-Independence Peru". Tesis de doctorado. Chicago: University of Chicago.

Mauro, Paolo, Nathan Sussman, y Yishay Yafeh

2006 *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today.* Oxford y Nueva York: Oxford University Press.

McQueen, Charles

1926 *Peruvian Public Finance*. Washington, D. C.: U.S. *Department of Commerce Trade Promotion Series n.° 30. Memoria de la Hacienda de Nueva Granada*. Nueva Granada.

Mendoza, Enrique G. y Vivian Z. Yue

2008 *A Solution to the Default Risk-Business Cycle Disconnect*. Oficina Nacional de Investigaciones Económicas. Documento de trabajo n.° 13861.

Miller, Rory

1976 "The Making of the Grace Contract: British Bondholders and the Peruvian Government, 1885-1890". *Journal of Latin American Studies*, 8(1): 73-100.

2010 *Empresas británicas, economía y política en el Perú, 1850-1934*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú e Instituto de Estudios Peruanos.

Mitchener, Kris y Marc Weidenmier
2005 "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary". *The Journal of Economic History*, 65(3): 658-691.

2008 "The Baring Crisis and the Great Latin American Meltdown of the 1890s". *Journal of Economic History,* 68 (2): 462-500

2010 "Supersanctions and Sovereign Debt Repayment". *Journal of International Money and Finance*, 29: 19-36.

Neal, Larry
1998 "The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 80: 53-76.

North, Douglass y Barry Weingast
1989 "The Evolution of Institutional Governing of Public Choice in Seventeenth-Century England". *The Journal of Economic History*, 49(4): 803-832.

Özler, Sule
1993 "Have Commercial Banks Ignored History?". *American Economic Review*, 83(3): 608-620.

Palacios Moreyra, Carlos
1983 *La deuda anglo-peruana, 1822-1890*. Lima: Librería Studium.

Panizza Ugo, Federico Sturzenegger y Jeromin Zettlemeyer
2009 "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default". *Journal of Economic Literature*, 47(3): 653-700.

Perron, Pierre
1989 "The Great Crash, the Oil Price Shock and the Unit Root Hypothesis". *Econometrica, 57: 1361-1401.*

Pike, Frederick
1967 *The Modern History of Peru*. Nueva York: Frederick A. Praeger.

Platt, Desmond C. M.
1968 *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy, 1815-1914*. Oxford: Oxford University Press.

Quiroz, Alfonso
1987 *La deuda defraudada. Consolidación de 1850 y dominio económico en el Perú*. Lima: Instituto Nacional de Cultura.

1993 *Domestic and Foreign Finance in Modern Peru, 1850-1950*. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press.

2008 *Corrupt Circles: A History of Unbound Graft in Peru*. Baltimore: The John Hopkins University Press. (*Historia de la corrupción en el Perú*. Lima: Instituto de Defensa Legal e Instituto de Estudios Peruanos, 2013).

Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff
2008a *The Forgotten History of Domestic Debt*. Oficina Nacional de Investigaciones Económicas. Documento de trabajo n.° 13946.

2008b *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. Oficina Nacional de Investigaciones Económicas. Documento de trabajo n.° 13882.

Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano
2003 "Debt Intolerance". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1-62.

Revilla, Julio Ernesto
1993 *Endeudamiento y riesgo: Un modelo del premio por riesgo de la deuda externa peruana en el siglo XIX*. Madrid: Universidad Carlos III de Madrid.

Rippy, James Fred
1959 B*ritish Investments in Latin America 1822-1949*. Mineápolis: University of Minnesota Press.

Rodriguez, Linda
1985 *The Search for Public Policy: Regional Politics and Government Finances in Ecuador, 1830-1940*. Berkeley: University of California Press.

Rodríguez Montoya, José
1921 "Historia de los contratos del guano y sus efectos en las finanzas del Perú". *Economista Peruano*, año XIII, 6 (145): 85-129.

Rose, Andrew K.
2005 "One Reason Countries Pay Their Debts: Renegotiation and International Trade". *Journal of Development Economics*, 77(1): 189-206.

Rose, Andrew K. y Mark M. Spiegel
2004 "A Gravity Model of Sovereign Lending: Trade, Default, and Credit". *IMF Staff Papers*, 51(publicación especial): 50-63.

Saiegh, Sebatián M.
2013 "Political Institutions and Sovereign Borrowing: Evidence from Nineteenth-Century Argentina". *Public Choice*, 156: 61-75.

Salinas Sánchez, Alejandro
2008 *Capital extranjero y ferrocarriles, 1884-1889*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

Salvucci, Richard
2009 *Politics and Markets, and Mexico's "London Debt," 1823-1887*. Nueva York: Cambridge University Press.

Sandleris, Guido
2005 *Sovereign Defaults: Information, Investment and Credit*. Reunión Anual de la Sociedad para la Dinámica Económica. Documento n.° 21.

Sater, William
1979 "Chile and the World Depression of the 1870s". *Journal of Latin American Studies*, 11: 67-99.

1986 *Chile and the War of the Pacific*. Lincoln: University of Nebraska Press.

2007 *Andean Tragedy: Fighting the War of the Pacific, 1879-1884*. Lincoln: University of Nebraska Press.

Sicotte, Richard y Catalina Vizcarra
2009 "War and Foreign Debt Settlement in Early Republican Spanish America". *Revista de Historia Económica*, 27(2): 247-290.

Sicotte, Richard, Catalina Vizcarra y Kirsten Wandschneider
2009 "The Fiscal Impact of the War of the Pacific". *Cliometrica,* 3: 97-121.

2010 "Military Conquest and Sovereign Debt: Chile, Peru and the London Bond Market, 1876-1890." *Cliometrica*, 4(3): 293-319.

Stasavage, David
2003 *Public Debt and the Birth of the Democratic State: France and Great Britain, 1688-1789*. Cambridge: Cambridge University Press.

Summerhill, William
2006 *Sovereign Commitment and Financial Underdevelopment in Imperial Brazil*. Documento de trabajo.

2015 *Inglorious Revolution. Political Institutions, Sovereign Debt, and Financial Underdevelopment in Imperial Brazil*. Londres, New Haven: Yale University Press.

Sussman, Nathan y Yishay Yafeh
2004 *Constitutions and Commitment: Evidence on the Relation Between Institutions and the Cost of Capital*. CEPR, Informe de discusión n.° 4404

Tabellini, Guido
1991 "The Politics of Intergenerational Redistribution". *Journal of Political Economy*, vol. 99(2): 335-357.

Tantaleán Arbulu, Javier
1983 *Política económico-financiera y la formación del estado, siglo XIX*. Lima: Centro de Estudios para el Desarrollo y la Participación. Siglo XIX.

Tomz, Michael
2007 *Reputation and International Cooperation. Sovereign Debt across Three Centuries*. Princeton: Princeton University Press.

Tomz, Michael y Mark L. J. Wright
2007 "Do Countries Default in 'Bad Times'?". *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3): 352-360.

Triner, Gail y Kirsten Wandschneider
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.

Tsay, Ruey S.
1988 "Outliers, Level Shifts, and Variance Changes in Time Series". *Journal of Forecasting*, 7: 1-20.

Van Rijckeghem, Caroline y Beatrice Weder
2004 "The Politics of Debt Crises". Centro de Investigación Económica y de Políticas. Informe de discusión n.° 4683

Vizcarra, Catalina
2009 "Guano, Credible Commitments and Sovereign Debt Repayment in Nineteenth-Century Peru". *Journal of Economic History*, 69(2): 358-387.

Weidenmier, Marc
2002 "Turning Points in the U.S. Civil War: Views from the Grayback Market". *Southern Economic Journal*, 68: 75-90.

2005 "Gunboats, reputation, and sovereign repayment: lessons from the Southern Confederacy". *Journal of International Economics*, 66: 407-422.

Weingast, Barry
1997 "The Political Foundations of Limited Government: Parliament and Sovereign Debt in 17th and 18th-Century England". En John Drobak y John Nye (eds.). *The Frontiers of the New Institutional Economics*. California: Academic Press.

Willard, Kristen L., Timothy W. Guinnane y Harvey S. Rosen
1996 "Turning Points in the Civil War: Views from the Greenback Market". *American Economic Review*, 86: 1001-1018.

Wynne, William
1951 *State Insolvency and Foreign Bondholders. Selected Case Histories of Governmental Foreign Bond Defaults and Debt Readjustments*. Volumen 2. New Haven: Yale University Press.

**Documentos citados**


Aranda, Ricardo

1893 *Colección de los tratados, convenciones, capitulaciones, armisticios y otros actos diplomáticos y politicos*. Volumen 4. Lima: Ministerio de Relaciones Exteriores, Imprenta del Estado.

Chile. Dirección de Contabilidad

1914 *Resumen de la Hacienda Pública de Chile desde 1833 hasta 1914*. Londres: Spottiswoode.

Chile. Ministerio de Hacienda

1875-1890 *Memoria del Ministerio de Hacienda*. Santiago de Chile.

1925 *Antecedentes de la industria salitrera*. Santiago de Chile: Imprenta Universo.

*Corporation of Bondholders* (1875, 1881, 1887)

*Documentos relativos a la cancelación de la deuda del Perú*

1890 Lima: Imprenta del Estado.

Perú

1877 *Memoria de Hacienda y Comercio*. Lima: Imprenta del Estado (1885-1890)

1890 *Documentos relativos a la cancelación de la deuda externa del Perú*. Lima: Imprenta del Estado.

Relaciones Exteriores de los EE.UU. (1880)


**Publicaciones periódicas**


*Course of the Exchange*

*Investor's Monthly Manual* (1875, 1885)

*The Corporation of Foreign Bondholders. Annual Report*.

*The Economist*

*The Times*

La deuda externa ha sido un tema crítico en varios momentos de la historia peruana. Para poder ganar nuestra independencia, construir nuestros ferrocarriles o adquirir armamento, el gobierno peruano se endeudó vendiendo títulos de la deuda en Londres y otras plazas europeas en el siglo XIX. El cumplimiento de los pagos de su deuda fue uno de los rubros con que en la historia moderna se calificó a los Estados del mundo, evaluación que se reflejaba en el premio o prima de riesgo con que sus préstamos podían obtenerse. La construcción de un buen "crédito de la nación" tomaba muchas décadas, pero podía perderse en semanas, a raíz de guerras, revoluciones o acontecimientos trágicos que precipitaban dificultades para cumplir con las obligaciones financieras.

En este libro, la economista e historiadora peruana Catalina Vizcarra reconstruye la deuda externa del Perú del siglo XIX a partir de la consulta de información cuantitativa no usada anteriormente y apelando al concepto de "compromisos creíbles".
Estos son mecanismos construidos con base en el hecho de que, por tratarse de entes soberanos, los Estados nacionales no pueden ser obligados a cumplir con sus pagos; sin embargo, sus clases gobernantes también son conscientes de que el incumplimiento generará dificultades a la nación en el largo plazo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

IEP
INSTITUTO DE ESTUDIOS PERUANOS