

**III Jornadas de Historia Económica**

**Montevideo, 9 – 11 de julio 2003**

**Simposio N° 16:**

**LAS FINANZAS PUBLICAS COMO OBJETO DE ESTUDIO  
Y LA HISTORIA ECONÓMICA**

Título de la Ponencia

**“URUGUAY, DEUDA PÚBLICA Y CAPITAL LOCAL,  
UNA COMPLEJA RELACIÓN (1905-1939)”♦**

Autores:

Bertino, Magdalena ([magda@iecon.ccee.edu.uy](mailto:magda@iecon.ccee.edu.uy))

Bertoni, Reto ([reto@iecon.ccee.edu.uy](mailto:reto@iecon.ccee.edu.uy))

**INSTITUTO DE ECONOMIA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACIÓN  
UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA**

---

♦ Versión corregida del trabajo “¿Dependencia externa o endeudamiento interno? La Deuda Pública Uruguaya 1905-1939”, presentado a las XVIII Jornadas de Historia Económica, Mendoza 2002.

## Introducción

El endeudamiento es un instrumento al que recurren frecuentemente los gobiernos para satisfacer las necesidades financieras del sector público. La posibilidad de acceder al financiamiento interno o externo depende –en gran medida– de variables exógenas a las finanzas públicas; sin embargo, las condiciones en las cuales el Estado consigue captar el ahorro de residentes o no residentes depende –fundamentalmente– del crédito público, esto es, la confianza que las finanzas públicas generan en los potenciales inversores.

En este trabajo se discuten el carácter y la evolución de la deuda pública uruguaya desde comienzos del siglo XX hasta las vísperas de la Segunda Guerra Mundial, especialmente en lo que concierne a la dinámica del endeudamiento y la relación entre deuda interna y externa.

Consideramos pertinente esta discusión dado que en Uruguay existe un cierto consenso relativo a al relacionamiento de los sectores conservadores con el reformismo batllista y en particular la actitud del capital local ante la política reformista del batllismo en las primeras tres décadas del siglo XX. Aquel habría boicoteado la acción del gobierno obligándolo, junto a otros factores, a recurrir al endeudamiento externo para hacer frente a sus necesidades financieras y condenándolo así a una creciente dependencia respecto al centro financiero de turno.<sup>1</sup>

La hipótesis que resulta de nuestros avances de investigación nos permite discutir ese tipo de afirmaciones. Consideramos que la variable independiente que explica la dinámica de la deuda pública uruguaya –como de otras regiones periféricas– es la situación del mercado internacional de capitales. A comienzos del siglo XX, este ofrecía un nivel de liquidez tal que era posible recurrir al financiamiento externo y, para el batllismo, habría constituido una opción preferida para permitir al ahorro interno contribuir a la diversificación productiva. La Primera Guerra Mundial y la desarticulación del mercado internacional de capitales impusieron una restricción difícil de sortear para mantener esa estrategia. En esas condiciones hubo que recurrir al ahorro interno. Nosotros creemos aportar evidencia que permite afirmar que el capital local, más que adoptar una constante negativa a concurrir al financiamiento del Estado batllista, hizo gala de una flexible actitud invirtiendo en deuda pública según las expectativas de rentabilidad y riesgo que ofrecía la misma. En los años veinte, un nuevo impulso de “globalización financiera” levantó la restricción que pesaba sobre el crédito externo, pero no se constata una retracción del capital local.

Además de discutir el proceso referido, nuestra investigación continúa un camino iniciado por Damonte y Saráchaga, en el sentido de avanzar en la cuantificación de la internación de la deuda externa.<sup>2</sup> Definimos como tal al fenómeno por el cual residentes adquieren títulos de deuda emitidos en el extranjero o en posesión de no-residentes. Como aquellos autores pretendemos discutir el grado de dependencia financiera del exterior.

Los trabajos que, desde la economía y la historia, han incursionado en el estudio de la deuda pública en Uruguay denotan una ostensible preferencia por la evolución de la deuda externa. La importante carga que se asigna a la dependencia financiera en las interpretaciones de largo plazo de la economía uruguaya, justifican este sesgo.

Para el período que nos ocupa la regla se mantiene. En ese sentido corresponde, en un intento por reseñar los antecedentes, dirigir al lector al trabajo de Benjamín Nahum sobre la evolución de la deuda externa uruguaya. Allí, el autor realiza una breve pero clara presentación de la producción bibliográfica sobre el tema.<sup>3</sup>

En lo que respecta al estudio de la deuda interna los trabajos de referencia de los que tenemos conocimiento son pocos. La obra de Juan Ferrando debe ser señalada como una fuente de

---

<sup>1</sup> Esta es la lectura que se desprende de la obra de Barrán y Nahum *"Batlle, los estancieros y el imperio británico"* y hacia ello inducen también muchos de los *"Informes Diplomáticos Británicos"*.

<sup>2</sup> Damonte, J. y Saráchaga, D. *Evolución Monetaria del Uruguay...*

<sup>3</sup> Nahum, B. *La Deuda Externa Uruguaya, 1864-1930...* p. 107.

información muy importante. Así mismo fue posible localizar tres monografías de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración que incursionan en la temática desde ángulos diferentes, se trata de los trabajos de Felisberto Silveira, Rodolfo Lockhart y Mario Maldino. Todos ellos de los años cuarenta del siglo pasado.

A partir de la revisión de estos antecedentes y movilizand o información proveniente de fuentes primarias, entre las que destacamos las publicaciones de la Dirección de Crédito Público, es que abordamos el desafío de analizar la evolución de la deuda pública uruguaya con los métodos propios de la Historia Económica.

El trabajo se estructura de la siguiente manera.

Se comienza por presentar las vicisitudes de la deuda pública en el proceso de construcción del Uruguay moderno, cómo se originan las necesidades financieras del sector público y la relación entre los *shocks* externos y las situaciones de moratoria en que cayó el país.

En segundo lugar, se ofrece un panorama de la evolución de la deuda pública uruguaya con el objetivo de acercar al lector a la dimensión de la misma en términos absolutos y relativos.

A continuación se desarrolla los aspectos sustanciales de la dinámica del endeudamiento entre 1905 y 1939, apuntando fundamentalmente al tipo de emisión y al mercado de destino e intentando, a la luz de ese proceso, la definición de distintos escenarios históricos.

En la cuarta sección se encuentra lo que consideramos la contribución más importante del trabajo. Allí se recurre al análisis del desarrollo de la deuda interna y de la internación de la deuda externa, para discutir la actitud del capital local ante las necesidades financieras del Estado y se adelanta algunas ideas referentes al grado de dependencia financiera, que surgen de la corrección de la serie de “deuda externa” al incorporar el fenómeno “internación” de la misma.

Finalmente se presentan algunas conclusiones sumarias.

Acompañan al trabajo una reseña de las obras y fuentes consultadas, un Apéndice Estadístico y un breve glosario.

## **I. Una primera aproximación**

Desde la fundación del Estado uruguayo la deuda pública tuvo un enorme peso sobre sus finanzas. El endeudamiento tuvo su origen en las guerras civiles y regionales, en los déficit fiscales producidos por el desorden administrativo y en la resistencia de las clases propietarias a financiar al Estado mediante el sistema tributario. Por el contrario, dichas clases con su accionar especulativo, contribuyeron al desfinanciamiento estatal haciendo crecer los montos de la deuda. El servicio de ésta fue la principal causa del déficit fiscal y para enjugarlo se emitieron nuevas deudas.

Hasta la década del sesenta del siglo XIX el capital local (fundamentalmente el comercio de Montevideo) fue el principal prestamista del Estado<sup>4</sup>, en esos años se inició la concertación de préstamos en la plaza de Londres. Durante la construcción progresiva del Estado moderno se pasó de la entrega de la administración de la aduana a los acreedores (lo que recuerda la venta de derechos a la recaudación de impuestos practicada durante el Antiguo Régimen), al endeudamiento garantizado por las rentas del estado, en especial los derechos de aduana.

Las necesidades financieras del Sector Público en Uruguay estuvieron fuertemente condicionadas en las primeras décadas del siglo XX como resultado de tres fenómenos convergentes: la herencia de una pesada carga por servicio de deudas contraídas en el siglo XIX y las presiones fiscales resultantes de la pacificación; la presencia en varios años de importantes déficit de funcionamiento resultado principalmente de la caída de las rentas aduaneras, primera fuente de recaudación; y la expansión del propio Sector Público con el nacimiento de empresas y reparticiones para cumplir con las nuevas funciones del Estado.

---

<sup>4</sup> Los negocios de Mauá en el país estuvieron también muy vinculados a las necesidades financieras del sector público.

La historia de la deuda pública uruguaya muestra que en cuatro ocasiones hasta el presente se llegó a la cesación de pagos, y en las cuatro el hecho tuvo lugar en medio de crisis internacionales: el origen de la “gran depresión” del siglo XIX se asociaría a la moratoria decretada en 1875, la crisis financiera desatada en 1890 con la suspensión del servicio en 1891, el estallido de la Primera Guerra Mundial habría obligado a la decisión adoptada en noviembre de 1914<sup>5</sup> y la “Gran Depresión” de la década de 1930 fue el marco en que se resolvió, en enero de 1932 un nuevo incumplimiento en la historia financiera del país.

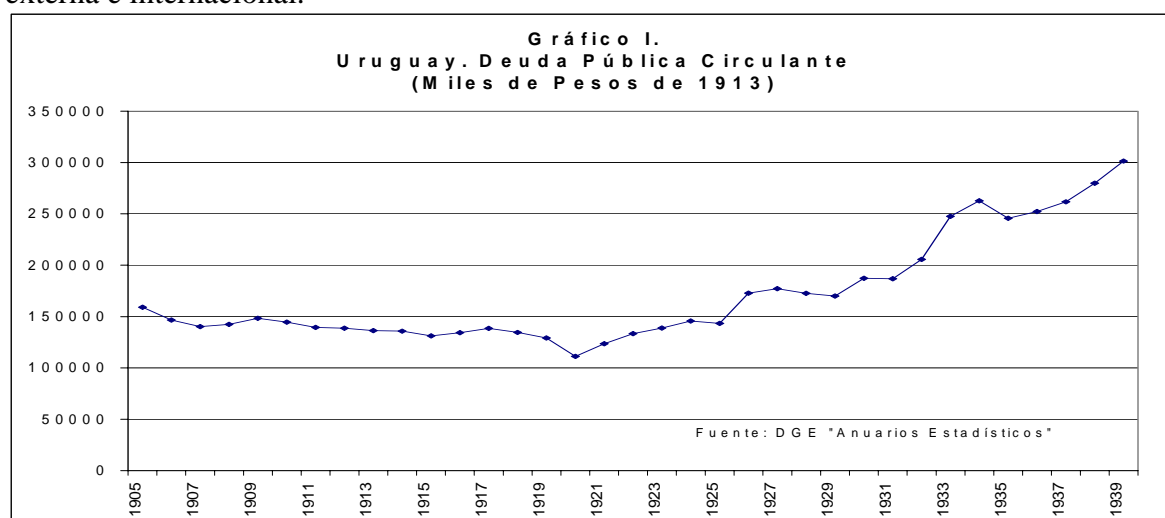
## II. La deuda pública circulante en las primeras décadas del siglo XX

Entre 1905 y 1939, la deuda pública uruguaya creció en valores constantes casi un 90% lo que arroja una tasa de crecimiento de 1.9% acumulativa anual. Pero esta estimación, tomando en cuenta exclusivamente los años extremos, oculta una dinámica que interesa precisar.

De 1905 a 1920 predomina una tendencia decreciente del monto de la deuda circulante que da como resultado una reducción del mismo del orden del 30%, en esos 15 años.

Al comenzar la tercera década del siglo se revierte aquella tendencia y se asiste a un incremento del endeudamiento público, alcanzando tasas de crecimiento del 5% acumulativo anual entre 1920 y 1925. Esta nueva tónica en la evolución del monto circulante se consolidará en la segunda mitad de los años veinte y en la década siguiente. En 1930 la deuda pública uruguaya era equivalente a tres veces el Presupuesto General de Gastos del Estado.

En el Gráfico I, se presenta –en valores absolutos- el desempeño descrito anteriormente. Se trata del monto de la deuda circulante al 31 de diciembre de cada año e incluye deuda interna, externa e internacional.<sup>6</sup>



Una aproximación a la incidencia del nivel de endeudamiento público sobre el desempeño económico global se puede obtener a través de la relación entre la evolución del producto y del monto circulante. A partir de las estimaciones del PBI uruguayo realizadas por Bertino y Tajam en el Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de la República, es posible realizar un seguimiento de dicho desempeño relativo.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> El Decreto de 25 de noviembre de 1914 determinó la suspensión de la amortización de las deudas públicas, internas y externas.

<sup>6</sup> Toda la deuda pública es presentada en pesos a la par y deflactada por el Índice de Precios al Consumo. Se trata de cifras correspondientes a la “deuda pública nacional” y por lo tanto no son tenidos en cuenta los empréstitos concertados por los municipios de los 19 departamentos en los que se divide administrativamente el país. Respecto a la “deuda internacional”, se define como tal a los empréstitos concertados de gobierno a gobierno; sólo representa, a comienzos de siglo, entre un 1% y un 2% y tiende a extinguirse, por esa razón en el resto del trabajo no será tenida en cuenta.

<sup>7</sup> Apéndice Estadístico CUADRO A. Debe señalarse que la relación con el PBI debe considerarse en cuanto a su variación en el tiempo sin caer en la tentación de extrapolaciones pues, las estimaciones del PBI, sólo representan una cobertura parcial. Concretamente, no es pertinente comparar el nivel de endeudamiento (Deuda/PBI) en las primeras décadas del siglo con los

En el primer lustro del siglo la deuda pública se ubicaba promedialmente entre 1,6 y 1,7 veces el valor del PBI. A partir de 1906, se observa una sostenida caída que lleva el nivel de endeudamiento –en vísperas de la Primera Guerra Mundial- a cifras similares a la del producto. Esa tendencia descendente se consolida hacia el final del conflicto alcanzándose, en 1919-1920, un mínimo histórico para el período en estudio (72% del PBI).

A pesar de fuertes oscilaciones, durante los años veinte, al final de la década el endeudamiento representaba las tres cuartas partes del producto; pero, los problemas que aparejó la Gran Depresión de los años treinta impactaron fuertemente en la relación Deuda-PBI, llegándose –nuevamente- a ubicar en torno al 100% promedio, entre 1933 y 1939.

Otra interesante relación es la que se visualiza como resultado de ponderar el monto circulante por la población y de esa manera estimar la deuda por habitante. Se presenta a continuación la evolución de esta variable en promedios quinquenales.

El Cuadro 1 muestra un claro descenso del nivel de endeudamiento por habitante desde comienzos de siglo hasta 1920, año en que se aprecia la mínima. Desde entonces se quiebra la tendencia apreciada pero no se asiste a un incremento importante; los flujos migratorios de la posguerra seguramente ayudan a explicar este comportamiento de la variable en el marco de un crecimiento importante de la deuda pública. No obstante, al finalizar los años veinte la deuda por habitante se ubica en una cifra similar a la de 1914 y en los años treinta, la acción sinérgica del crecimiento de la deuda y el freno de las corrientes migratorias sitúan en un nivel más alto el endeudamiento por habitante.

| <b>Cuadro 1</b>                           |     |                |     |
|---|-----|----------------|-----|
| <b>Deuda Pública por habitante</b>        |     |                |     |
| <b>Promedio quinquenal, pesos de 1913</b> |     |                |     |
| <b>1900-04</b>                            | 182 | <b>1920-24</b> | 91  |
| <b>1905-09</b>                            | 143 | <b>1925-29</b> | 104 |
| <b>1910-14</b>                            | 120 | <b>1930-34</b> | 123 |
| <b>1915-19</b>                            | 103 | <b>1935-39</b> | 141 |

Fuente: DGE "Anuarios Estadísticos" y Programa de Población FCS-UdelaR

Con respecto a las obligaciones generadas por la deuda circulante, que oscilaba en torno a los 8 millones de pesos anuales hasta la Primera Guerra Mundial, se vio notablemente incrementado durante los años veinte alcanzando la máxima de 14 millones en 1931 (en valores constantes).<sup>8</sup> Debe recordarse que en 1914 se suspendió el servicio de amortización y que el mismo sólo se reanudó en 1921, para la deuda externa y en 1925 para la deuda interna. No obstante, en términos relativos el servicio de amortización e intereses constituyó una porción menor del producto: en los primeros años del siglo se ubicaba en torno al 8% del PBI, durante las décadas de 1920 y 1930 osciló en torno al 5-6%. El proceso que conduce a este nuevo nivel se desarrolla entre 1907 y 1920 aproximadamente.<sup>9</sup>

Por último, cabe un breve comentario respecto a la evolución de los componentes básicos del monto circulante: deuda externa y deuda interna. Para ello se presenta la evolución de los mismos en el Gráfico II.

La deuda externa que representaba el 80% del total de la deuda pública en 1900, experimentó un significativo crecimiento en 1905 por la concreción de una operación de conversión de deuda interna en externa, aprovechando una tasa menor de interés en el

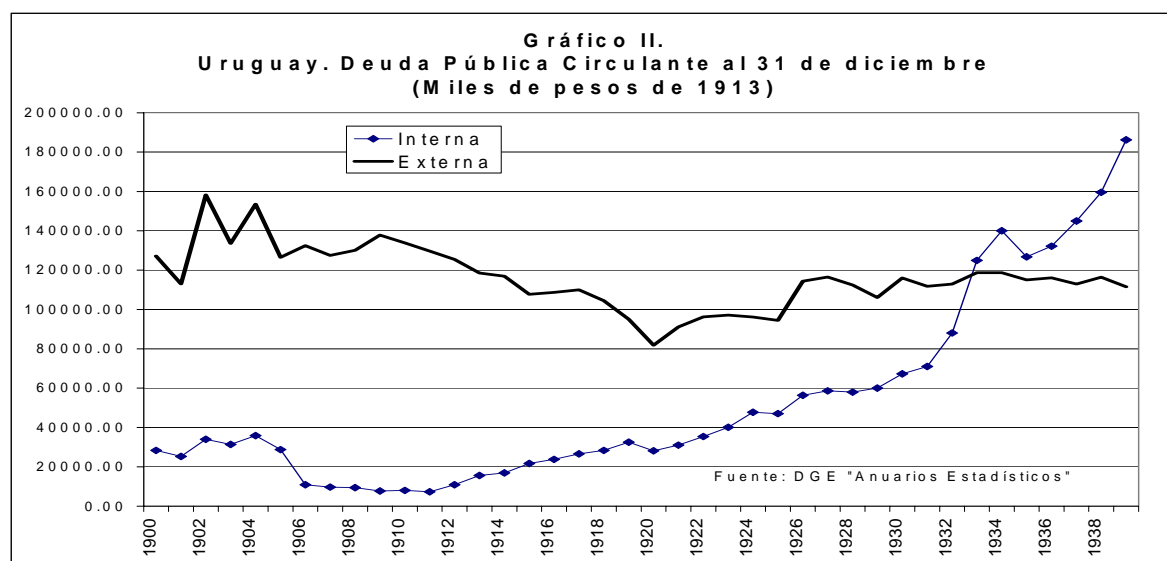
niveles actuales, dado que es de suponer que las estimaciones del PBI representan una cobertura mucho mayor de la actividad económica.

<sup>8</sup> La paridad monetaria según la Ley de Equivalencias de Monedas de 29 de Setiembre de 1876 establecía los siguientes valores: 100 Francos= 18,66 pesos uruguayos; 10 Dólares USA= 9,68 pesos uruguayos; 1 Libra Esterlina= 4,70 pesos uruguayos.

<sup>9</sup> Apéndice Estadístico CUADRO B.

mercado internacional de capitales.<sup>10</sup> Este constituyó el momento de mayor incidencia del endeudamiento externo llegando a significar más del 90% del total de la deuda pública.

Hasta la desarticulación del mercado internacional de capitales que tuvo lugar con el estallido de la Primera Guerra Mundial el nivel de la deuda externa se mantuvo. Durante el conflicto, cerrada la posibilidad de financiamiento externo, no queda otra opción que apelar al ahorro interno. Esto se refleja rápidamente: el monto de la deuda interna circulante se duplica, recuperando el nivel anterior a la conversión de 1905. Desde entonces se asiste a una paulatina disminución del porcentaje de la deuda externa en el total de la deuda pública, fenómeno que no se revierte a pesar del fuerte impulso dado a la entrada de capitales extranjeros por los empréstitos concertados en Nueva York en 1926 y 1930. En este último año la deuda interna ya significaba la tercera parte de la deuda pública y tres años después, en el marco de la “Gran Depresión” y por primera vez desde 1883, el endeudamiento interno representa más de la mitad del total.



La deuda externa perdió terreno con respecto a la riqueza generada en el país a lo largo del período bajo estudio. En 1905 su monto equivalía a 1.3 veces el PBI uruguayo, hacia 1920 representaba un 50% del mismo y hacia 1939 se ubicaba en torno al 37%. La deuda interna evolucionó de manera inversa: en 1905 equivalía al 30% del producto y treinta y cuatro años después representaba el 62% del mismo.

Como veremos más adelante, si consideramos el fenómeno de la “internación de la deuda externa”, el circulante en manos de no residentes nunca superó –en las primeras tres décadas del siglo- el 70% de la deuda pública y desde la Primera Guerra Mundial se ubicó en torno al 50%. Esto es lo que nos ha llevado a discutir el efecto que pudo tener sobre las finanzas públicas en particular y sobre el funcionamiento económico en general, la radicación de la deuda pública. Así mismo nos permite encarar con nuevos elementos la actitud del capital local.

### III. Dinámica del endeudamiento público (1905-1939)

El carácter del endeudamiento público en Uruguay, al comenzar el siglo XX, se explica –en

<sup>10</sup> Como será discutido más adelante, en las fuentes consultadas se utiliza el término “deuda externa” para identificar el monto de las emisiones en el extranjero, no coincidiendo –necesariamente- con el monto de la deuda en manos de no residentes.

gran medida- por lo acaecido a partir de la “Crisis del 90”. Para hacer frente a la crisis financiera y fiscal de 1890 el gobierno se vio compelido a suspender la amortización de las deudas públicas y negociar nuevas condiciones de pago. Según Nahum, en 1890 el servicio de la deuda se llevaba un 40% del Presupuesto Nacional.<sup>11</sup> Como resultado de la “Misión Ellauri” quedó consumado el acuerdo que dio lugar a la concreción de la “Deuda Consolidada del Uruguay” de 1891. La misma establecía un régimen de amortización no acumulativa con extinción a los 100 años y una tasa de interés del 3,5% anual, quedando afectado en garantía el 45% de los ingresos aduaneros diarios de la República Oriental del Uruguay.

Esta referencia a un empréstito celebrado fuera del período de estudio tiene pertinencia, a nuestro juicio, dada su magnitud y el tipo de restricción presupuestaria que imponía a las finanzas públicas que obtenían las 2/3 partes de la recaudación de las rentas aduaneras.

Otra importante deuda contraída en el exterior, en la última década del siglo XIX, fue el “Empréstito Uruguayo 5% de 1896” para la fundación del Banco de la República. Esta operación afectó en garantía otro 5,5% de los ingresos aduaneros diarios.

El total de la deuda pública circulante al iniciarse el nuevo siglo se ubicaba en torno a los 125 millones de pesos que, como fue señalado anteriormente, había sido emitida en el exterior en un 80%.

### III.1. 1905-1913: Predominio de la emisión en el extranjero

Al iniciarse el siglo XX la estructura de la deuda pública experimentó un cambio de importancia, la abundancia de capitales a nivel internacional y el consiguiente nivel descendente de las tasas de interés por un lado y la pacificación del país por otro, ofrecieron la posibilidad al gobierno de José Batlle y Ordóñez de realizar una operación de conversión de la deuda interna en deuda externa.

El ciclo de las guerras civiles que se cerró con la victoria gubernamental de 1904 contribuyó a que un clima de confianza dejara atrás el importante grado de incertidumbre que caracterizó, desde el ángulo de los agentes económicos, el comienzo del siglo XX. La escrupulosidad con que se manejaron las finanzas públicas por parte de los gobiernos de José Batlle y Ordóñez y Claudio Williman fueron elogiados por las clases conservadoras locales y tomadas en cuenta por los ministros de las potencias europeas radicados en Montevideo y por los banqueros ingleses, franceses y alemanes, a quienes llegaban sus informes.<sup>12</sup> En estas condiciones se logró contratar el “Empréstito de Conversión 5% oro de 1905” cuyo monto autorizado de emisión fue de 32.5 millones de pesos. Se pagaba un interés del 5% anual y se afectaba en garantía el 24% de los ingresos aduaneros diarios. La emisión se hacía en pesos uruguayos, libras y francos y podría cobrarse el servicio en Montevideo, París o Londres.

El principal objetivo del empréstito, más allá del ahorro resultante de convertir deudas al 6% de interés en deuda al 5 %, fue la conversión parcial de la deuda interna en deuda externa, 12 millones circulantes y 18 millones a emitir, que hubieran resultado de difícil colocación en la plaza montevideana. Para Zubillaga, “La conversión fue pensada, más que como una forma de ahorrar en el servicio de las deudas internas circulantes (bajando el interés del 6 al 5%), como un mecanismo de exportación de la deuda pública que al liberar el capital nacional invertido en el financiamiento del Estado, vitalizara las colocaciones reproductivas en los sectores agropecuario e industrial y frenara las expectativas de especulación de los tradicionales tenedores de títulos públicos”.<sup>13</sup> La obtención del crédito de 18 millones era muy

<sup>11</sup> Nahum, B. La Deuda Externa Uruguay... p. 41.

<sup>12</sup> Nahum, B. Deuda Externa Uruguay... p. 52.

<sup>13</sup> Zubillaga, C. El reto financiero... p.22.

importante dentro de los planes reformistas del batllismo pues además de los 9 millones dedicados a la reparación de los daños causados por el ejército durante la Guerra Civil de 1904, se dedicaban 9 millones a obras públicas (construcción del puerto, vialidad, escuelas de veterinaria y agronomía y liceos departamentales).

Un detalle importante a tener en cuenta y que demuestra la credibilidad que había logrado el Estado uruguayo, es que el servicio del empréstito quedó a cargo del Banco de la República (creado en 1896) y no de un banco extranjero como a hasta ese momento (el Banco de Londres y del Río de la Plata).

En los años siguientes, a pesar de los resultados superavitarios de los ejercicios fiscales, las necesidades financieras del Estado fueron en aumento. En 1909 se suscribió el "Empréstito de Obras Públicas 5%", siendo el monto de emisión autorizado de 6 millones de pesos (equivalentes a 32 millones de francos y 1,3 millones de Libras). La emisión se hizo en pesos uruguayos, francos y libras, pudiéndose cobrar los servicios en Montevideo, París o Londres. La emisión del empréstito por primera vez no se realizaba en Londres sino en París. Es importante remarcar que se trató de la primera operación de este tipo fuera de Londres y sin afectación de garantía.

La mitad del dinero obtenido estaba destinado a obras de vialidad y saneamiento y otros 3 millones, a comenzar la construcción del Palacio de Gobierno y continuar la edificación del Palacio Legislativo, lo que se cuestionó en el Senado por considerarse inversiones no reproductivas.<sup>14</sup>

El predominio de la emisión de títulos de deuda en el extranjero es muy claro al comparar la evolución de la deuda externa e interna en el período. Entre 1905 y 1913 se colocaron tres emisiones de deuda externa por un monto de 38,5 millones de pesos, mientras que las seis deudas internas emitidas en el mismo período sólo ascendieron a 11,5 millones, esto es el 23% de los bonos de deuda pública colocados.<sup>15</sup>

### III.2. 1913: Año bisagra

La situación internacional fue tornándose progresivamente compleja en el comienzo de la segunda década del siglo. La agudización de las tensiones auguraba el desencadenamiento de un conflicto bélico de grandes dimensiones y esto afectó de manera importante al mercado internacional de capitales. Especialmente difícil fue el acceso a empréstitos a países no europeos.

En estas circunstancias el Estado uruguayo, embarcado en un plan de reformas de gran envergadura a partir de 1911 (segunda presidencia de José Batlle y Ordóñez), tuvo que recurrir al "expediente provisorio" de la emisión de Letras de Tesorería, que se descontaban en Londres o París o en la plaza local, con un plazo no superior a un año y rescate a la par. Producto de esta modalidad de financiamiento la deuda flotante trepó a casi 6 millones de pesos<sup>16</sup>.

En 1913, el único empréstito que se logró concertar, en el extranjero, fue el "Empréstito Títulos 5% oro de 1914", conocido también como "Ethelburga" por el nombre del principal agente emisor. El monto autorizado era de dos millones de libras, las plazas emisoras Londres y Amberes y los cupones podían cobrarse en ambas plazas y también en Montevideo. La debilidad del mercado de capitales debido a la tensa situación internacional explica el fracaso parcial del empréstito del cual sólo se pudo colocar el 50% de la emisión autorizada, y las

<sup>14</sup> Idem. p. 34.

<sup>15</sup> Véase Cuadro I.

<sup>16</sup> Nahum, B. Deuda Externa Uruguaya... p. 62.



condiciones gravosas en que hubo de emitirse: especialmente el bajo tipo de colocación que dejaba al Estado sólo el 84% del monto nominal emitido. Como era habitual en los empréstitos concertados en Londres hubo que aceptar la afectación como garantía de los derechos de Aduana, comprometiéndose para ello, el excedente de los ingresos aduaneros sobre compromisos anteriores (empréstitos de 1891, 1896 y 1905).

El objetivo del empréstito era pagar deuda flotante y aumentar el capital del Banco de la República. Sólo se emitieron efectivamente 1 millón de libras en el exterior y 100.000 libras en Montevideo. El resto fue sustituido por la “Deuda Interior de 1915” a un interés muy superior (8%) para atraer al capital local. Según Zubillaga, se “...reconocía la inviabilidad del recurso al mercado europeo – en particular el inglés- y se aceptaban las gravosas condiciones del mercado local - interés elevado y pago frecuente del mismo -, abriendo el campo a las maniobras especulativas del capital nacional”.<sup>17</sup> Debe tenerse en cuenta, al analizar esta coyuntura, la gran incertidumbre que sufrían los mercados de capitales debido a la crisis de 1913 y el impacto del estallido bélico en 1914. La plaza local no era la excepción al respecto. En esas condiciones las “maniobras especulativas” eran inevitables.

Seguramente incidió también en el retraimiento del capital local el enfrentamiento de buena parte de los sectores conservadores con el reformismo batllista, lo que generaba un ambiente poco propicio para concurrir al financiamiento del Estado. Sin embargo, es necesario -una vez más- cuidarse de simplificaciones en esta cuestión. Según lo señala Henry Finch:

*"Al finalizar la segunda Administración de Batlle, el sector público se había extendido hasta incluir una considerable variedad de actividades. El capital inicial y los fondos requeridos para las nuevas inversiones fue conseguido generalmente a través de la emisión de deuda pública destinada a cada empresa... No es fácil determinar la distribución exacta de estos préstamos entre los mercados monetarios nacional y extranjero, pero especialmente durante y después del segundo período de Batlle hubo una creciente tendencia a colocar las emisiones internamente... el capital inicial de la administración del puerto (1915), el BSE (1911) y las UEE (1912) se levantó en Montevideo –alrededor de 9 millones... Por tanto, una parte significativa del creciente excedente generado por el sector ganadero exportador estaba siendo canalizada hacia préstamos gubernamentales y claramente la incursión del Estado en actividades productivas no desalentó a los que controlaban la distribución del excedente..."*<sup>18</sup>

De cualquier manera, no cabe duda que -como veremos más adelante- los cambios político-institucionales que tuvieron lugar en el país, hacia 1916, ofrecieron nuevas garantías al capital local que coadyuvaron para que concurriera de manera más fluida a cubrir las necesidades financieras del sector público.<sup>19</sup>

### III.3. 1914-1925: Moratoria y estabilización del crédito público

Los años de la guerra y de la inmediata posguerra constituyen un período de grandes cambios en la historia de la deuda pública uruguaya. El Estado se vio compelido a decretar la suspensión de la amortización de la deuda pública y buscar fuentes de financiamiento alternativas ante el descalabro del mercado de capitales en Europa. Un primer ensayo para apelar a los capitales norteamericanos se llevó a cabo en 1915, pero la city neoyorquina –dada la situación bélica- sólo de manera paulatina se fue convirtiendo en una opción real. Ante las dificultades en el exterior, el mercado local de capitales se constituyó en la salida obligada. En este terreno el Estado uruguayo consiguió consolidar el crédito público y captar ahorro doméstico para la financiación del gasto, en una coyuntura de fuertes déficit fiscales.

<sup>17</sup> Zubillaga, C. El reto financiero... p. 54.

<sup>18</sup> Finch, H. *Historia Económica del Uruguay Contemporáneo* p. 166.

<sup>19</sup> Con fecha 8 de noviembre de 1916 se autorizó la “Deuda Interna de Conversión 6,5%” que permitió rescatar los títulos al 8% con éxito: en diciembre de 1917 se había colocado el 90% de los 16,5 millones autorizados.

### III.3.1. La moratoria

El estallido de la Primera Guerra Mundial provocó la desintegración del orden económico internacional. El quiebre del "patrón oro" obligó al gobierno uruguayo a resolver el fin de la convertibilidad el 8 de agosto de 1914. Desde entonces varias prórrogas la mantuvieron hasta que, en 1923, se declaró que la inconvertibilidad del peso uruguayo se mantendría mientras no mediara decisión legislativa en contrario.

El fin de la convertibilidad y la desarticulación del conjunto de arreglos institucionales que subyacían al régimen del "patrón oro" puso sobre el tapete el problema de las obligaciones con el exterior. Por ello, después de las consultas necesarias y la aquiescencia del "Consejo de Tenedores de Londres" el gobierno decretó el 25 de noviembre de 1914 la suspensión de la amortización de las deudas públicas, internas y externas.

La suspensión de la amortización se justificó en la dificultad de enviar fondos a Europa durante la guerra; en el escaso interés por la amortización de los prestamistas, en esos años de deprimida situación financiera; y en las dificultades del Estado uruguayo a partir de la reducción de los ingresos fiscales por el acusado descenso de las importaciones durante la guerra. La suspensión de la amortización de las cinco deudas externas (Consolidada de 1891, 1896, 1905, Obras Públicas 1909 y Ethelburga) significaron un ahorro de más de dos millones de pesos anuales.<sup>20</sup>

La moratoria que en principio, y en acuerdo con los tenedores ingleses y franceses, se había resuelto por un año y luego, también en acuerdo con los tenedores externos, hasta un año después de concluida la guerra, se extendió hasta julio - agosto de 1921, cuando se reanudó la amortización de las deudas. Recién en 1925 quedó consumado el "arreglo" para el pago de los servicios suspendidos entre 1915 y 1920 (Misión Hughes).

Respecto a la deuda interna, la suspensión del pago de la amortización se extendió hasta el 1º de Enero de 1925. De la molestia causada por tal discriminación dan cuenta documentos de la Cámara de Comercio dirigidos al Ministerio de Hacienda.<sup>21</sup>

### III.3.2. Wall Street: una nueva fuente de financiamiento

En 1915, tiene lugar la suscripción de dos empréstitos externos en Nueva York, lo que permite ubicar entonces el inicio de la transición de la hegemonía financiera británica a la estadounidense. De allí en más, lo excepcional será recurrir a Londres y lo habitual dirigirse a Nueva York.<sup>22</sup>

Las necesidades financieras del sector público aumentaban al tiempo que las complicaciones para acceder al crédito iban en aumento. El fracaso de la segunda parte del empréstito Ethelburga y de otros préstamos proyectados, daban la pauta de las complicaciones a las que había que hacer frente. Algunos atribuyeron al reformismo social del gobierno y a su enfrentamiento con el empresismo inglés la causa de esos fracasos. Lo cierto es que las urgencias financieras, ante el cierre de los mercados financieros europeos durante la guerra, obligaron a buscar crédito en el nuevo centro financiero que comenzaba a vislumbrarse.

Los dos empréstitos concertados en la plaza de Nueva York en 1915 tuvieron un carácter específico en cuanto a su destino y limitado en cuanto a su monto. Uno de ellos estaba destinado a la compra de un tramo de una línea férrea y el otro al saneamiento de varias

<sup>20</sup> Nahum, B. Evolución de la Deuda Externa... p. 26.

<sup>21</sup> Cámara Nacional de Comercio. Informe Anual. Año 1923, p. 20; Año 1924, p. 9.

<sup>22</sup> Nahum, B. Deuda Externa Uruguaya... p. 73.

ciudades. El monto de ambos sumaba 6,5 millones de pesos (equivalentes a la misma cantidad en dólares). Estos empréstitos, como el concertado en 1909 en París, carecían de garantía afectada.

A pesar de las dificultades que atravesaba el mercado de capitales, en 1919, luego de finalizada la guerra y estando aún vigente la suspensión de la amortización de la deuda, se logró suscribir un empréstito en Londres, cuyo monto autorizado fue de 3,9 millones de pesos (equivalentes a 839.000 libras). Se volvía a afectar en garantía las rentas de la aduana. La emisión se haría en pesos y libras pudiéndose cobrar los intereses y amortización en pesos en Montevideo, en libras en Londres o en dólares en Nueva York a 4.86 dólares por libra. El objetivo del empréstito era la compra de otro ramal de ferrocarril.

### III.3.3. El recurso al capital local

Como se ha dicho antes, la dificultad para concertar empréstitos en el extranjero indujo al gobierno a recurrir más intensamente a la plaza local. El resultado fue la autorización entre 1914 y 1919 de ocho emisiones de deuda interna por un monto de 46 millones de pesos, las cuales se colocaron en un 97%.

La fluidez con que operó el mercado de valores en los años de la “Gran Guerra” encuentra su explicación en los excedentarios resultados de la balanza comercial y la acumulación de ingentes sumas por parte de los sectores vinculados a la exportación.

Esto significó una inflexión en la orientación de la deuda pública uruguaya ya que el ahorro doméstico contribuyó a paliar las tres cuartas partes de las necesidades financieras del Estado durante el período. Esta constatación nos permitirá discutir más adelante la actitud del capital local ante el reformismo batllista.

### III.3.4. La crisis de posguerra y la reanudación del servicio de amortización

Los sucesivos déficits fiscales generados durante la guerra y su incremento en los años siguientes agudizaron las necesidades financieras del Estado. Este fenómeno fue acompañado de la desvalorización del peso uruguayo con relación al dólar y a la libra. En este empeoramiento de la situación cumplió un papel importante la reanudación en 1921 del servicio de la deuda externa. La exportación de oro para pago del servicio de la deuda contribuyó a debilitar más la balanza de pagos y a acentuar la desvalorización de la moneda. Todo empujaba a la necesidad de conseguir un empréstito para evitar la salida de oro, o sea conducía a la situación en extremo desfavorable que desembocó en el empréstito con el City Bank de 1921. El objetivo del empréstito fue en sus dos terceras partes para cubrir déficit presupuestales y el resto con destino a obras públicas.

El monto autorizado fue de 7,5 millones de dólares, equivalentes a 7,2 millones de pesos a la par que, dada la desvalorización del peso uruguayo en el momento de concertarse el préstamo, equivalían a 9,7 millones de pesos. Si se repara en las gravosas condiciones que impuso este empréstito se comprende la restricción de capitales existentes en el mercado financiero internacional.

Lo más criticado de dichas condiciones fue el alto servicio de los intereses (8%), el menguado plazo de la amortización (25 años) y que se le concediera a los tenedores el derecho de negarse durante 10 años a la amortización si los tipos a los que debería efectuarse la misma no le resultaban convenientes, obligando al Estado a efectuar el rescate en 15 años.

A pesar de la crisis del sector exportador en la inmediata postguerra, a partir de 1922 el

capital local volvió a convertirse en la más importante fuente de crédito para el Estado. Cinco deudas internas por un monto de 30,5 millones de pesos (el triple de lo conseguido en Nueva York), se concertaron entre 1922 y 1923, en condiciones más favorables que las del préstamo del City Bank. Esto significa que el capital local siguió adquiriendo bonos de deuda pública a pesar de que fue postergado respecto a los acreedores externos al momento de reanudarse la amortización de la deuda.

### III.3.5. El "arreglo" de la deuda externa

Las dificultades ocasionadas por las diferencias de cambio en el servicio de la deuda, resultado de la desvalorización del peso, los perjuicios que producía el depósito de ingentes sumas en el Banco de Londres proveniente de las rentas de aduana para el servicio de la Deuda Consolidada de 1891 (como también las de 1896, 1905, 1914 y 1919) y la necesidad de acordar los términos para comenzar a saldar las amortizaciones impagas entre 1915 y 1920, dieron lugar -luego de muchos intentos fracasados- a la "Misión Hughes", que condujo al arreglo de la deuda externa.

La devaluación de la moneda uruguaya hacía que se necesitaran cada vez más pesos para adquirir las libras necesarias para el pago de los intereses y de la amortización de las deudas. Estas pérdidas por diferencia de cambio, entre el valor nominal del peso y su valor efectivo en el mercado de cambios, se incrementaban porque los cupones de deuda radicados en el país emigraban a Londres para ser cobrados en moneda más fuerte, como autorizaban los contratos originales. Las ganancias de la especulación con las diferencias de cambios eran muy grandes.<sup>23</sup>

Por otra parte, el porcentaje del 45 % diario de las rentas de aduana afectado al servicio de la Consolidada superaba en mucho las necesidades de dicho servicio, permaneciendo el saldo depositado sin percibir interés hasta que era devuelto en forma anual.

El acuerdo estableció plazos largos para pagar la amortización adeudada y puso un límite al monto que debía apartarse de la recaudación de aduana para el pago del servicio de deuda, estableciéndose además que las liquidaciones se harían en forma trimestral.

### III.4. 1926-1930: una nueva oleada de endeudamiento externo

En estos años la emisión de deuda pública en Uruguay muestra un cambio respecto a la década anterior. La emisión de deuda externa se convierte en la principal fuente de financiamiento y si bien el capital local adquiere más de 25 millones de pesos en papeles públicos, estos representan sólo un 36% de la deuda pública emitida. Dos factores explican esta situación: por un lado los resultados superavitarios de los ejercicios fiscales, por otro las condiciones favorables que ofrece el mercado internacional de capitales.<sup>24</sup>

Más del 40% del total de la deuda externa que contrajo el país en los primeros treinta años del siglo XX se concretó en el quinquenio siguiente al arreglo de 1925. La plaza financiera donde se colocaron los títulos fue nuevamente Nueva York y las operaciones que se consumaron se conocen como Primer y Segundo Empréstito Hallgarten (por la casa financiera que operó como agente). Su principal destino fue vialidad e hidrografía; a ellos se suma un importante crédito obtenido por la municipalidad de Montevideo para culminar la construcción de la

<sup>23</sup> El gobierno intentó -con poco éxito- frenar la salida de cupones para su cobro en el exterior. No obstante resulta interesante ahondar en esta cuestión para discutir el efecto de la internación de la deuda.

<sup>24</sup> Zubillaga señala que "al bajar en 1924 al 3% el tipo de redescuento en los Estados Unidos, los capitales norteamericanos buscaron mercados de mayor rendimiento, por lo que Uruguay pudo entonces colocar -con la aceptación de cargas menores- sus empréstitos de 1926" (Zubillaga, C. *El reto financiero...* p. 224)

Rambla Sur.

El primer Hallgarten, cuyo nombre oficial era “Bonos Exteriores 6% de la República Oriental del Uruguay” fue suscrito en 1926 siendo el monto autorizado de 45 millones de dólares, aunque llegó a emitirse sólo las dos terceras partes. El segundo Hallgarten, denominado “Empréstito de Obras Públicas” fue suscrito en 1930 por un monto autorizado de 17.6 millones de dólares, emitiéndose en dos series, la segunda de las cuales no fue tomada en el exterior sino que fue absorbida por el Banco República. El mejoramiento de las condiciones de estos empréstitos, especialmente el primero, en cuanto a interés, plazo de amortización y tipo de colocación muestran la acumulación de capitales en la plaza financiera internacional.

En vísperas de la crisis económica mundial, que diseñaría un escenario distinto, la deuda pública uruguaya ascendía a 239,4 millones de pesos de los cuales el 60 % (148 millones) correspondían a deudas emitidas en el exterior.

### III.5. 1931-1939: Crisis, moratoria, arreglo y conversión de la deuda pública

La crisis mundial que se inicia en 1929, impactó fuertemente a partir de 1931 en Uruguay. Dada la estructura todavía fuertemente agroexportadora de su economía, la caída de las exportaciones, tanto en precio como en volumen, condujo nuevamente a la desvalorización del peso uruguayo. La necesaria restricción de las importaciones (que reducía las rentas del Estado) y la rigidez a la baja del gasto, tuvo como consecuencia inmediata el incremento del déficit fiscal.

La crisis mundial condujo no sólo a la disminución del comercio sino también del movimiento de capitales. No podía pensarse en nuevos créditos externos y la desvalorización de la moneda volvía cada vez más gravoso el servicio de la deuda externa. Las pérdidas por diferencia de cambio, entre el valor nominal del peso y su valor efectivo en el mercado de cambios, se incrementaban porque al igual que en los primeros años veinte en ocasión de la desvalorización del peso, los cupones de deuda radicados en el país emigraban para ser cobrados en moneda más fuerte, en París, Londres o Nueva York tal como autorizaban los contratos originales. Los talones de deuda cobrados en Montevideo eran pagados en pesos a la par (1libra = \$4,70), cobrado en Londres se obtenían libras, y por cada libra en el mercado clandestino se obtenían \$12,70.<sup>25</sup>

El mismo hecho de que el gobierno uruguayo debiera prohibir reiteradamente la exportación de títulos y cupones de deuda, demuestra la escasa eficacia de las medidas adoptadas para evitar la “fuga”. El default era el único camino realista. El 19 de enero de 1932 se resolvió aliviar la situación suspendiendo, previa consulta con el Consejo de Tenedores de Londres, el servicio de amortización de la deuda externa. El alivio en las obligaciones anuales del Estado se aproximaba a los 5 millones de pesos, que no dejaban de ser significativos en un Presupuesto de Gastos de la Administración Central de alrededor de 30 millones.

El agravamiento de la crisis y de la desvalorización del peso, así como la emigración de cupones, condujo al gobierno uruguayo, en julio de 1933, a disponer que los intereses de la deuda externa se pagaran en pesos uruguayos y a la par, por lo que las pérdidas por diferencias de cambio las sufrirían los tenedores de los títulos.

Esta "pesificación" se fundamentaba en el hecho de que, en el momento en que se firmaron los diferentes empréstitos, "si bien pudieron preverse diferencias razonables de cambio, nunca pudo creerse que esas diferencias llegaran a tales perturbadoras proporciones que supusieran, como ocurre para el Uruguay, hasta duplicar y en ciertos casos a más que duplicar

<sup>25</sup> E.Acevedo Alvarez, La gran obra..., p.131.

la carga en moneda uruguaya de sus obligaciones y, por consecuencia del interés que paga por el capital obtenido en préstamo, al extremo que se ha comprobado la escandalosa emigración de cupones y títulos de deuda, pertenecientes a tenedores residentes en el país, que son dirigidos a plazas extranjeras, para disfrutar contra el país de la enorme prima que importa la aludida diferencia de cambio".<sup>26</sup>

Las protestas y presiones diplomáticas de Francia e Inglaterra obligaron a revisar esta medida. En diciembre del mismo año 1933 el gobierno resolvió volver a pagar los intereses en moneda extranjera pero limitándolo al tope de 3,5% cualquiera fuera la tasa establecida en la concertación de los empréstitos (los intereses eran desde 3,5% de la consolidada a 5%, 6% y 8% de otros empréstitos). Por lo tanto, los intereses de la deuda consolidada (que significaba el 40% del total de la deuda externa) se seguían pagando en su totalidad.

Con respecto a la deuda externa en manos de residentes en el país el gobierno intentó con escaso éxito convertirla en deuda interna.

El restablecimiento de la amortización de la deuda externa recién se produjo entre 1937 y 1939. En 1937 se realizó la conversión de las deudas con Estados Unidos y en 1939 se llegó a acuerdos con Inglaterra y con Francia. "Los arreglos fueron verdaderos concordatos realizados con la finalidad de restablecer los servicios de amortización y obtener quitas en los servicios de interés y amortización".<sup>27</sup>

En el marco de la paralización del crédito internacional, las necesidades financieras del sector público sólo podían subsanarse con emisión de deuda interna. Sin embargo, la negativa señal que significara para los inversionistas la suspensión de la amortización y la aguda recesión económica que se instaló en el país, retrajeron al capital local.<sup>28</sup> Además, al promediar los años treinta, podría haberse generado una corriente de inversiones en la industria manufacturera competitiva del ahorro interno: la deuda pública no era la única alternativa de inversión. La solución para satisfacer las urgencias financieras del erario llegó de una fórmula que ya se había aplicado pero que ahora se volvería fundamental: imponer a los organismos del Estado la inversión de sus fondos de capitalización en bonos de deuda pública. Así comenzó un proceso que será constante hasta los años sesenta: la radicación de la deuda interna en organismos públicos, especialmente los institutos de previsión social.<sup>29</sup>

El restablecimiento del servicio de amortización de las deudas internas se concretó recién en 1937, luego de una operación que unificó en la "Deuda de Conversión 5%" veintiuna deudas en circulación.

Al final de los años treinta el total de deuda pública circulante se ubicaba en torno a los 300 millones de pesos de los cuales la deuda interna representaba alrededor del 60%.

## **IV. El capital local ante las necesidades financieras del Estado**

### **IV.1. El desarrollo de la deuda interna**

<sup>26</sup> Decreto del 3 de julio de 1933, Cit. por Nahum B., *Evolución de la...*, p. 41.

<sup>27</sup> Berchesi, N. Conversiones de la deuda externa... p.269.

<sup>28</sup> En noviembre de 1932 se completó lo iniciado en enero, a la suspensión de la amortización de la deuda externa se sumó la de la deuda interna.

<sup>29</sup> "La colocación de la deuda pública a partir de 1930 se orientó, en forma importante, hacia organismos bancarios, de previsión social, etc., de forma tal que estos pasaron a ser los principales tenedores de deuda nacional interna y externa..." (Damonte, J. y Saráchaga, D. *Evolución Monetaria del Uruguay...* p. 269. Hacia 1945 aquellos organismos detentaban el 44% de la deuda pública. Los autores citan como fuente a la Dirección de Crédito Público y a Iglesias, E. *Capitalización interna en países subdesarrollados*, Instituto de Teoría y Política Económica N° 22, Montevideo, 1961). Investigaciones

La impronta estatista del “primer batllismo” presionó constantemente por mayores recursos. La estructura impositiva, fuertemente asociada al comercio exterior, expuso al Estado a las fluctuaciones de la economía internacional. De acuerdo a algunas estimaciones realizadas, al comenzar el siglo XX, el 60% de los ingresos fiscales provenían de los impuestos a las importaciones.

La fuerte oposición que levantó la reforma fiscal promovida por el batllismo, que se basaba en el impuesto a la propiedad, impidió modificar la base tributaria y, en gran medida, condenó al Estado a financiar su accionar apelando al crédito. No contando el país con un mercado de capitales desarrollado y considerándose que, como lo señalaba la teoría liberal, debía evitarse presiones sobre el ahorro doméstico, parecía inevitable recurrir al exterior.<sup>30</sup>

De esta manera, el acceso al financiamiento externo se convierte en la variable relevante al analizar las posibles fuentes de recursos para satisfacer las necesidades financieras del Sector Público. Son múltiples las pruebas que convergen a evidenciar la oposición del batllismo hacia las inversiones extranjeras directas, por lo que los planes de desarrollo que el Estado quería liderar conducían a la emisión de deuda externa como el recurso más adecuado.

Hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial esta modalidad de financiamiento pareció contar con un contexto internacional favorable. En 1905 se llevó a cabo una mega-operación de conversión de deuda interna en deuda externa y cuatro años después se contrató un nuevo empréstito en el extranjero, para obras públicas. Esta modalidad encontró fuertes limitaciones, ya en el año 1913, reflejándose en las enormes dificultades para la colocación del denominado empréstito “Ethelburga”.

Desde entonces, los problemas que afectaron recurrentemente al mercado internacional de capitales, actuaron como factor decisivo en el desarrollo de la deuda pública interna. El resultado fue que, a pesar de las reservas del capital local hacia el “socialismo” de Batlle, promediando la segunda década del siglo las urgentes necesidades financieras fueron enjugadas con empréstitos colocados en el mercado local. En los años siguientes, el mismo se convirtió en recurso al que apeló el Estado de manera habitual. Como señala Ferrando, se abrió “un período evidentemente constructivo en lo que tiene que ver con la estabilización del Crédito Público... En este período de 15 años [1916-1930] se autorizaron nada menos que 34 nuevas emisiones: 29 internas, 4 externas, y 1 internacional”.<sup>31</sup> El total del monto de emisión autorizado en esos años ascendió a la suma de 161,6 millones de pesos, de los cuales el 61% correspondió a papeles colocados en el mercado local.

A partir de la evidencia manejada y que se resume en el Cuadro 2, es posible sustentar la hipótesis de que el capital local operó como un seguro de financiamiento del Sector Público ante los inconvenientes que presentó periódicamente el mercado internacional de capitales.

Las tres primeras décadas del siglo XX muestran una gran paridad en el monto emitido de deuda interna y externa, 54% y 46% del total, respectivamente. Sin embargo, al interior del período se alternan una y otra forma de financiación. Al principio y al final del mismo, en el marco de procesos de globalización financiera, se aprecia un fuerte predominio del endeudamiento externo (períodos 1905-1913 y 1925-1930).

Los años de la Primera Guerra Mundial y la inmediata posguerra dan cuenta de un comportamiento muy distinto: las tres cuartas partes del financiamiento del Estado se obtuvo

---

futuras deberán profundizar en este fenómeno y evaluar cómo actuó el proceso inflacionario de los años cincuenta y sesenta en el licuamiento de los fondos de las cajas de jubilaciones.

<sup>30</sup> Barrán y Nahum consideran que el recurso al crédito internacional buscaba, además de mejorar las condiciones del endeudamiento (menor interés), “impulsar al capital local a que buscara colocaciones en el campo de la industria y la modernización agropecuaria y no en el financiamiento del Estado” (Barrán, J.P. y Nahum, B. “La Prosperidad Frágil...” p.90)

<sup>31</sup> Ferrando, J. Reseña del crédito público del Uruguay... p. 159.

en el mercado local de capitales.

El impacto de la Gran Depresión se puede constatar fácilmente al observar la situación en los años 1931-32; el escaso capital que logra captar el Estado proviene, exclusivamente del ahorro doméstico.

Más allá de este comportamiento compensatorio, es posible constatar un cambio importante en el largo plazo: si se considera la deuda circulante, la participación relativa de la deuda interna se incrementa notablemente, pasando de representar menos del 10% de la deuda pública uruguaya, previo a la Primera Guerra Mundial, a dar cuenta del 40% de la misma hacia 1930. Esta tendencia se convierte en un fenómeno de larga duración y, en 1934, la deuda interna es más de la mitad de la deuda pública uruguaya.

| <b>Cuadro 2</b>   |  |             |
|---|--|-------------|
| <b>Emisión de Deuda Pública en miles de pesos (1905-1932)</b> |  |             |
| <b>1905 - 1932</b>  | Total Deuda Externa                                | 106842      |
|   | Total Deuda Interna                                | 125737      |
|   | Total  | 232579      |
|   | <b>Porcentaje Deuda Interna en total 1905-1932</b> | <b>54%</b>  |
| <b>1905 -1913</b>   | Total Deuda Externa                                | 38488       |
|   | Total Deuda Interna                                | 11584       |
|   | Total  | 50072       |
|   | <b>Porcentaje Deuda Interna en total 1905-1913</b> | <b>23%</b>  |
| <b>1914 -1919</b>   | Total Deuda Externa                                | 15129       |
|   | Total Deuda Interna                                | 44809       |
|   | Total  | 59938       |
|   | <b>Porcentaje Deuda Interna en total 1914-1919</b> | <b>75%</b>  |
| <b>1920 -1932</b>   | Total Deuda Externa                                | 53225       |
|   | Total Deuda Interna                                | 69344       |
|   | Total  | 122569      |
|   | <b>Porcentaje Deuda Interna en total 1920-1932</b> | <b>57%</b>  |
| <b>1920 -1925</b>   | Total Deuda Externa                                | 7245        |
|   | Total Deuda Interna                                | 26134       |
|   | Total  | 33379       |
|   | <b>Porcentaje Deuda Interna en total 1920-1925</b> | <b>78%</b>  |
| <b>1925 -1930</b>   | Total Deuda Externa                                | 45980       |
|   | Total Deuda Interna                                | 25421       |
|   | Total  | 71401       |
|   | <b>Porcentaje Deuda Interna en total 1925-1930</b> | <b>36%</b>  |
| <b>1931-1932</b>  | Total Deuda Externa                                | 0           |
|   | Total Deuda Interna                                | 17789       |
|   | Total  | 17789       |
|   | <b>Porcentaje Deuda Interna en total 1931-1932</b> | <b>100%</b> |

**Fuente: Dirección de Crédito Público**

Esta aproximación a las fuentes de financiamiento del Sector Público permite discutir la cuestión de la supuesta prescindencia de los capitalistas locales ante las necesidades financieras del gobierno batllista como reacción ante la amenaza reformista. Zubillaga sostiene que "...la actitud del capital local frente al programa reformista del batllismo resultó coherente: la negativa a concurrir con su financiación fue la norma. Esos capitales nacionales que se mantuvieron reacios a acompañar la empresa modernizadora del batllismo se volcaron a dos finalidades improductivas: la especulación inmobiliaria ... y los gastos suntuarios...".<sup>32</sup> Plantear –como lo hace Zubillaga– que la retracción del capital local a la financiación de la política gubernamental del batllismo fue una constante de la realidad financiera nacional<sup>33</sup>, parece una afirmación que contradice algunos de los comportamientos detectados en la evolución de la deuda pública uruguaya. En lo que sigue discutiremos esta hipótesis a la luz de la evidencia obtenida.

<sup>32</sup> Zubillaga, C. El reto financiero... p. 209.

<sup>33</sup> Idem. p. 98.



Nuestra idea es que el capital local, más que adoptar una constante negativa a concurrir al financiamiento del Estado, adoptó una actitud racional ante las necesidades financieras del mismo: invirtió en deuda pública en función de las expectativas de rentabilidad que ofrecía la misma, con relación a otras alternativas de inversión.

Nuestra visión no pretende obviar la incidencia que la “amenaza reformista” pudo tener en las decisiones de inversión. Posiblemente, hasta que las fuerzas conservadoras impusieron al batllismo el “alto” en las reformas (1916), el capital local fue más renuente a adquirir títulos de deuda pública que a partir de entonces. Pero hay evidencia que indicaría que no permaneció al margen<sup>34</sup>, como queda de manifiesto en el párrafo transcrito de H. Finch.

Tampoco pretende la hipótesis manejada en este trabajo vincular la contribución del capital local al financiamiento del Estado con algún tipo de aceptación implícita del destino de esos fondos. La inversión en títulos de deuda habría constituido un instrumento de ahorro. Y, además, la propia lógica del mercado de capitales, por más débil que este sea (y ese era el caso de la Bolsa montevideana) induce a la especulación financiera. No se trata de buscar en los inversores actitudes de fidelidad con el gobierno de turno sino de analizar la confianza que despierta el mismo.

Buscar fundamentos morales o estrictamente ideológicos para explicar la racionalidad con que operaron los capitalistas locales en aquellos años puede sesgar la argumentación, incluso hasta chocar con la evidencia. Por supuesto que no fue lo mismo invertir en bonos públicos antes y después de 1916, pero también debe señalarse que eran muy distintas las necesidades financieras del sector público antes y después de 1913 y también muy distinta la capacidad de ahorro de algunos actores decisivos a partir de la Guerra.

Por supuesto que es necesario manejar el factor político como una variable explicativa del comportamiento del capital local. Pero, también en este terreno, los cambios que tuvieron lugar desde 1916 constituyeron una buena señal para los inversores.<sup>35</sup>

La incorporación de esta variable cuestiona aún más la idea de que la retracción del capital local haya sido una constante de la realidad financiera nacional. ¿Cuál debería considerarse la “política gubernamental del batllismo” que, después del “alto de Viera”, el capital local no querría financiar? ¿Cómo no tener en cuenta el “freno” a las reformas que tiene lugar entonces y su significación para los sectores conservadores?

Desde 1916, es otro el clima político. El nuevo escenario aparece claramente reflejado en el siguiente párrafo, extraído del Informe Anual de la Cámara de Comercio de 1916:

*“En el mes de Agosto, la Cámara de Comercio en vista de la nueva orientación económica que el señor Presidente de la República había ofrecido imprimir á la marcha financiera del país, creyó de su deber, interpretando los sentimientos del comercio y de la industria, expresar al primer magistrado la satisfacción con que habían sido recibidas aquellas promesas...”*<sup>36</sup>

Los problemas de acceso al mercado internacional de capitales y el giro político que representó el “alto de Viera”, junto al importante proceso de acumulación que aseguró la Primera Guerra Mundial -a quienes estaban vinculados a la actividad exportadora- generaron las condiciones para que el Estado recurriera con mayor intensidad a la emisión de deuda interna como solución a sus necesidades financieras, al tiempo que incentivaron al capital local a adquirir los títulos públicos.

<sup>34</sup> Obsérvese el Cuadro 2: la deuda interna constituyó casi ¼ del total de deuda pública nacional emitida

<sup>35</sup> El 30 de julio de 1916 tienen lugar las elecciones para integrar la Convención Nacional Constituyente que reformaría la Constitución –vigente desde 1830-. Por primera vez en la historia del país se concreta el sufragio universal masculino, el voto secreto y la representación proporcional (parcialmente). El resultado fue un claro triunfo de las clases conservadoras. El Presidente Viera, sucesor de Batlle y Ordóñez, interpreta este hecho como una señal del avance de la oposición conservadora. Era necesario conciliar y para ello frenar el impulso reformista, “Hemos marchado bastante a prisa; hagamos un alto en el camino” expresó ante la Convención Nacional del Partido Colorado. Lo que algunos autores han denominado “La República Conservadora” comenzaba a abrirse paso.

<sup>36</sup> Cámara de Comercio: “Informe Anual de la Cámara de Comercio correspondiente al año 1916”. Talleres Gráficos. Montevideo. 1917. p. 7.

Entre 1914 y 1919 se emitieron casi 60 millones de pesos de deuda pública, de los cuales 45 millones se colocaron en el mercado local (75%) y, entre 1916 y 1930, el total emitido ascendió a más de 160 millones, correspondiendo 98,5 millones a deuda interna (60%).

Es innegable que al inicio de la Guerra sólo se pudo colocar papeles públicos en el mercado local en condiciones usurarias ("Deuda Interior de 1915" al 8% de interés), pero ya en 1916 fue posible convertir dicha deuda y rebajar los intereses al 6,5%. La celeridad con que se logró concretar esa operación revela la fluidez con que se manejaba el mercado local de capitales y la confianza con que contaba el Crédito Público.

¿Es posible hablar de una "retracción del capital local" cuando la "Deuda de Conversión y Obras Públicas de 1918" por un monto autorizado de 4 millones de pesos –en un principio-, tenía en circulación al 31 de diciembre del mismo año (nueve meses después de promulgada la norma autorizándola) más de 3,3 millones (83% de lo autorizado)? Como reflejo de la confianza que despertaban estos títulos y el interés de los inversores en ellos, se puede constatar un extraordinario dinamismo en el movimiento de la Bolsa de Valores montevideana. Entre abril y diciembre de 1918, hubo 545 operaciones en Bolsa de esta Deuda por un valor nominal de 3,8 millones de pesos. El valor efectivo pagado por los títulos comercializados ascendió a 3,6 millones por lo que la cotización promedio fue de 93.9%.<sup>37</sup>

Y, hay más, Zubillaga afirma que "el expediente de emitir deuda interna [de Obras Públicas y Conversión], ensayado oportunamente, se había demostrado inconducente"<sup>38</sup>. Sin embargo, al 31 de diciembre de 1919 se había ampliado la autorización de emisión de dicha deuda y el circulante ascendía a casi 7 millones de pesos, manteniendo un nivel alto de cotización en bolsa (96.6% promedio anual).

Esta evidencia se ve respaldada, además, por el testimonio de un influyente personaje de la época que tenía autoridad para opinar sobre el tema. Acevedo Alvarez al analizar el período de la Primera Guerra Mundial se quejaba de los errores cometidos por los gobiernos al no tomar medidas subsidiarias de la caída de la recaudación aduanera, señalando,

*"fueron acumulándose, así, déficit millonarios... No fue acertada, por cierto, la política financiera de esa época. Si la Aduana rendía menos, debió el Poder Público buscar recursos sustitutivos. Hubiéramos ahorrado, de ese modo, 10 millones de déficit global, que se tradujo en emisiones de Deuda completamente improductiva".*<sup>39</sup>

¿Quién absorbería esa deuda que en su gran mayoría -como quedó demostrado- fue de emisión interna? No cabe duda que los candidatos serían los sectores sociales vinculados a la exportación, sin duda una porción considerable de lo que podría definirse como "capital local".

Una fuente que ofrece interesante información respecto al comportamiento de los capitalistas locales es la Bolsa de Valores. Hemos logrado consultar los informes anuales y una recorrida por el comportamiento en Bolsa de los valores públicos nos aporta evidencia.

Veamos algunos ejemplos. Al 31 de diciembre de 1917, la "Deuda Interna de Conversión 6 ½ % de 1916" se había colocado en un 90% y su comercialización en la Bolsa de Valores había generado un total de 2.920 operaciones, por un valor nominal cercano a los 21,5 millones de pesos, a una cotización promedio de 98.5% (102% de máxima y 95% de mínima).

La 2da. Serie de dicha Deuda, autorizada por Ley de 18 de diciembre de 1918 y cuyo destino era cubrir el déficit fiscal del ejercicio 1918-1919 se colocó en su totalidad (2,9 millones de pesos circulando al 31 de diciembre de 1919) y generó 569 operaciones en Bolsa por un valor de casi 4 millones a una cotización promedio de 100.5% (máxima 102% y mínima 99%).

No pretendemos cuestionar el carácter especulativo que seguramente tenían todas estas operaciones financieras; pero, sí parece adecuado frente a la evidencia manejada, afirmar que el "capital local" encontró atractiva la alternativa de inversión ofrecida por la deuda pública

<sup>37</sup> Cámara Nacional de Comercio. Informe Anual correspondiente al año 1918. Imp. Mercantil. Montevideo. 1919.

<sup>38</sup> Zubillaga, C. El reto financiero... p. 98.

<sup>39</sup> Acevedo Alvarez, E. La Gran Obra de los Poderes Constitucionales.... p. 187.

en aquellos años en que el excedente, proveniente de los extraordinarios precios de nuestros productos exportables, les permitió un fuerte proceso de acumulación.

#### IV.2. La internación de la deuda externa

Otra manifestación de la confianza que despertaba el Estado uruguayo en los inversores locales puede observarse al seguir el comportamiento de los mismos respecto a la deuda externa. Este ejercicio nos permite, además, afinar nuestra visión de la efectiva dependencia financiera del exterior que debió enfrentar el país.

Dos cuestiones se discuten de manera sucesiva en este apartado. En primer lugar - desde un nuevo ángulo- se utiliza una variable ya manejada por Damonte y Saráchaga<sup>40</sup>, buscando probar que el capital local -actuando en función del beneficio- no sólo adquirió bonos de deuda pública emitida en el mercado doméstico, sino que también invirtió en títulos de deuda externa cuando los excedentes comerciales le brindaron la posibilidad de operar en las bolsas de valores del viejo continente (y también en la Bolsa local). En segundo lugar, a partir de incorporar al análisis el fenómeno descrito, se lleva a cabo un ajuste de las cifras que se han manejado tradicionalmente como “deuda externa”, estimando la “deuda pública con no residentes”. Esto nos permitió obtener una aproximación a la efectiva dependencia financiera del capital extranjero y con ello contar con nuevos elementos para incorporar al análisis del comportamiento de la balanza de pagos.<sup>41</sup>

La información respecto a la radicación de la deuda externa uruguaya es fragmentaria y, hasta 1924, una estimación que la Dirección de Crédito Público realizó de acuerdo a la plaza en que se realizaba el cobro de cupones.<sup>42</sup> A partir de aquel año se lleva un registro de los títulos depositados en los bancos de la plaza. Subsidiariamente, el relevamiento de testimonios de época permite corroborar las tendencias que las cifras indican y, además, las mismas han sido utilizadas por varios de los trabajos que versan sobre el tema.<sup>43</sup> Las fuentes sólo se refieren – hasta 1932- a la “Deuda Consolidada” de 1891 y a la de “Conversión” de 1905, sin embargo, dado el peso relativo de estas en el total de la deuda externa cabe utilizarlas como una *proxy* de radicación de la deuda externa.

En el Cuadro 3 se presenta, en promedios quinquenales, el resultado del ejercicio realizado. El mismo consistió en clasificar la deuda pública circulante, según estuviera en manos de residentes y no residentes.

| Cuadro 3  |               |               |         |               |                     |                              |                 |
|---|---------------|---------------|---------|---------------|---------------------|------------------------------|-----------------|
| Deuda Pública con Residentes y No Residentes (miles de pesos) |               |               |         |               |                     |                              |                 |
| Año   | Deuda Externa |               |         | Deuda Interna | Total Deuda Pública | Deuda Pública con Residentes | % No Residentes |
|   | Residentes    | No Residentes | Total   |               |                     |                              |                 |
| 1901-1905   | 24,731        | 73,103        | 97,835  | 22,200        | 120,035             | 46,931                       | 60.90           |
| 1906-1910   | 41,092        | 78,897        | 119,989 | 8,274         | 128,263             | 49,366                       | 61.51           |
| 1911-1915   | 33,830        | 87,005        | 120,835 | 14,968        | 135,802             | 48,798                       | 64.07           |
| 1916-1920   | 44,938        | 80,614        | 125,552 | 35,656        | 161,208             | 80,594                       | 50.01           |
| 1921-1925   | 29,897        | 96,179        | 126,076 | 54,904        | 180,980             | 84,800                       | 53.14           |
| 1926-1930   | 42,161        | 100,419       | 142,581 | 75,751        | 218,331             | 117,912                      | 45.99           |

<sup>40</sup> Damonte, J. y Sarachaga, D. *Evolución Monetaria del Uruguay...*

<sup>41</sup> Según Nahum, “En Montevideo, el Estado liquidaba los cupones en pesos uruguayos, como lo establecía el contrato original del Empréstito, de 1905 o 1909, por ejemplo y a la par legal” (Nahum, B. *La Evolución de la Deuda Externa...* p.31). Así mismo, aunque en ciertas coyunturas las primas por diferencias de cambio indujeran el cobro de los cupones en el exterior, el servicio de los títulos de deuda externa en manos de residentes –fuere cual fuere la plaza donde se abonaran- no debería considerarse una salida neta de capital.

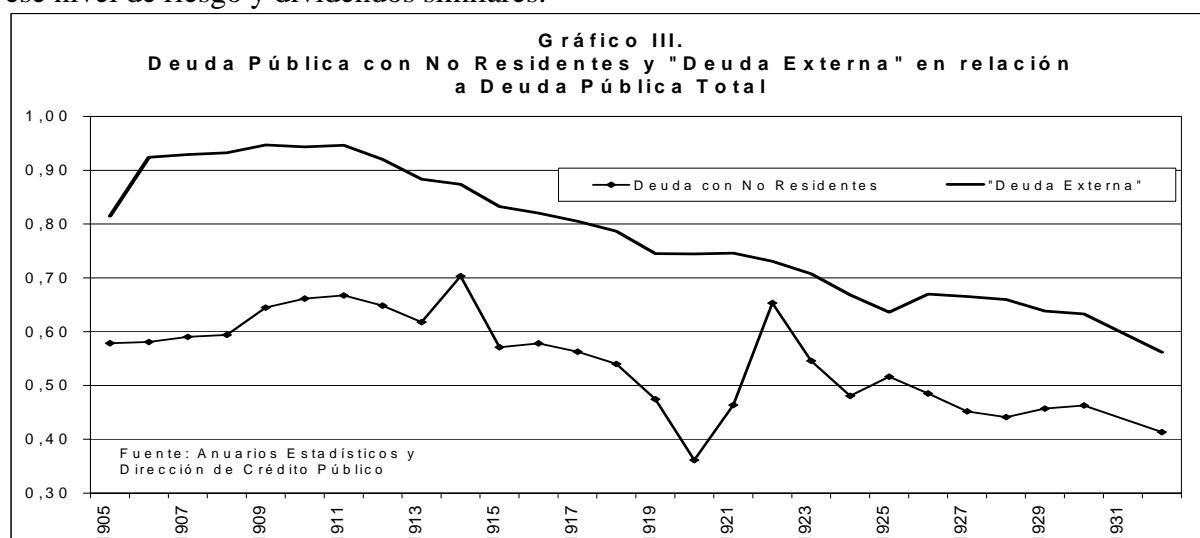
<sup>42</sup> En los Anuarios Estadísticos de la DGE, se reproduce esta misma información.

<sup>43</sup> Entre las obras que han utilizado esta fuente se encuentran: Zubillaga, C. El reto financiero... y Damonte, J. y Saráchaga, F. *Evolución monetaria...*

A través de las cifras manejadas se podría inferir un cambio de tendencia a partir de la Primera Guerra Mundial en lo que refiere a los tenedores de deuda pública uruguaya. Por el doble proceso de internación de deuda externa y adquisición de deuda interna, los capitalistas locales se convirtieron en los principales acreedores del Estado. Hasta 1914 más del 60% del valor nominal de los títulos públicos estaban radicados en el extranjero, en los siguientes 15 años ese porcentaje se ubicó alrededor del 50% y con tendencia decreciente.

Es de destacar que este fenómeno tuvo lugar a pesar de que en la segunda mitad de los años veinte desapareció la restricción que, para la contratación de empréstitos en el extranjero, había significado la desarticulación de la economía internacional a partir de 1914. Aunque Uruguay pudo acceder al mercado norteamericano y contrató los dos importantes empréstitos Hallgarten (en 1926 y 1930), el nivel de endeudamiento con no residentes siguió la tendencia descendente.

El Gráfico III permite visualizar el cambio de nivel que se produce entre la primera y la tercera década del siglo XX. El factor desencadenante del mismo podría encontrarse en la inversión de los excedentes generados en la favorable coyuntura de precios durante la Guerra. La adquisición de títulos de deuda pública externa por parte de residentes, sería al mismo tiempo un reflejo de la rentabilidad relativa que ofrecían los mismos y de la seguridad que ofrecía el negocio, a los ojos de los inversionistas locales. Por otra parte, aunque debe llevarse a cabo la investigación correspondiente para aportar evidencia al respecto, no parece que hubiera en los años de la guerra y la inmediata posguerra otras alternativas de inversión con ese nivel de riesgo y dividendos similares.



Testimonios de época refuerzan esta hipótesis. Martínez Lamas nos aporta interesantes reflexiones acerca del destino de los excedentes generados por el sector exportador:

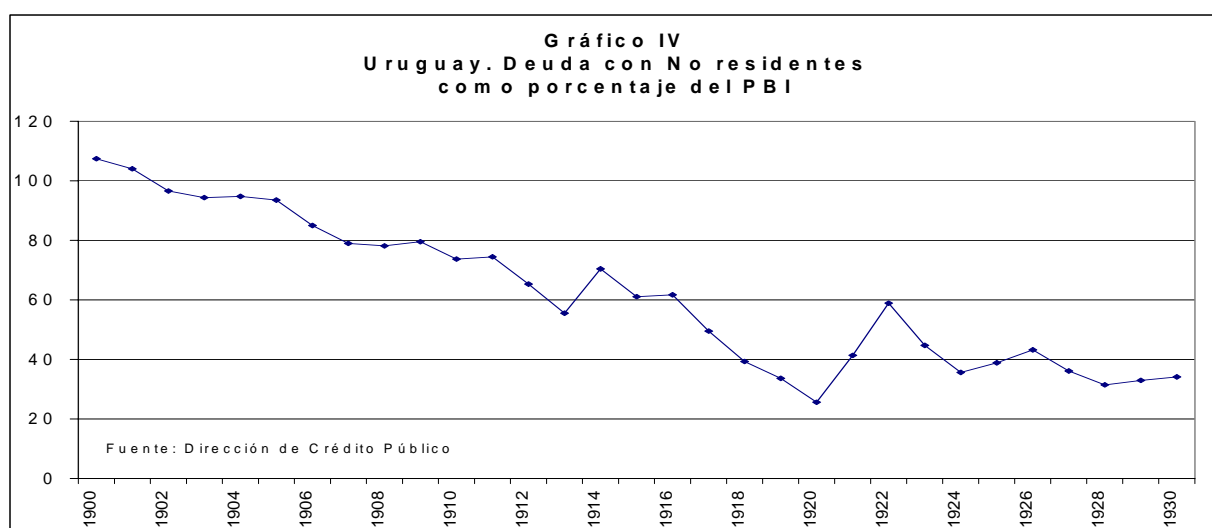
*“El giro incesante de esa masa de capitales se traduce en trabajo metropolitano y éste, a su vez, en nueva riqueza producida, o sea en creación de nuevos capitales; de ahí la riqueza de la Ciudad. Pero con la diferencia, empero, de que esa nueva riqueza... no constituyen riqueza productora de nuevas riquezas, sino solamente de renta para sus dueños. En su mayor parte están constituidos, efectivamente, por títulos de deudas del Estado, por títulos hipotecarios, por nuevas casas construidas...”*<sup>44</sup>

<sup>44</sup> Martínez Lamas, J. Riqueza y Pobreza... p. 302.

Estas constataciones permiten también interpretar la internación de la deuda como un fenómeno que reduce el grado de dependencia respecto al capital extranjero. Si observamos ahora el Gráfico IV podemos apreciar cómo evolucionó la “deuda con no residentes” respecto a la generación de riqueza en el país. La deuda pública con el exterior pasó de representar el 100% del producto a ubicarse en torno al 40% del mismo al iniciarse la década de 1930. La deuda con no residentes podría tomarse como un indicador de dependencia financiera del exterior, más cercano a la realidad, que lo que aparece en las fuentes registrado como "deuda externa".

Observando nuevamente el Gráfico III se aprecia claramente que, de no hacer el ajuste que proponemos, el nivel de endeudamiento con el extranjero a comienzos del siglo XX, daría cuenta de más del 80% de la deuda pública uruguaya, cuando en realidad en poder de no residentes sólo habría un 63% de la misma. Así mismo, la Conversión de 1905 aparecería como responsable de elevar el endeudamiento con el exterior hasta representar más del 90% del total de la deuda, siendo que hizo disminuir la deuda con no residentes.

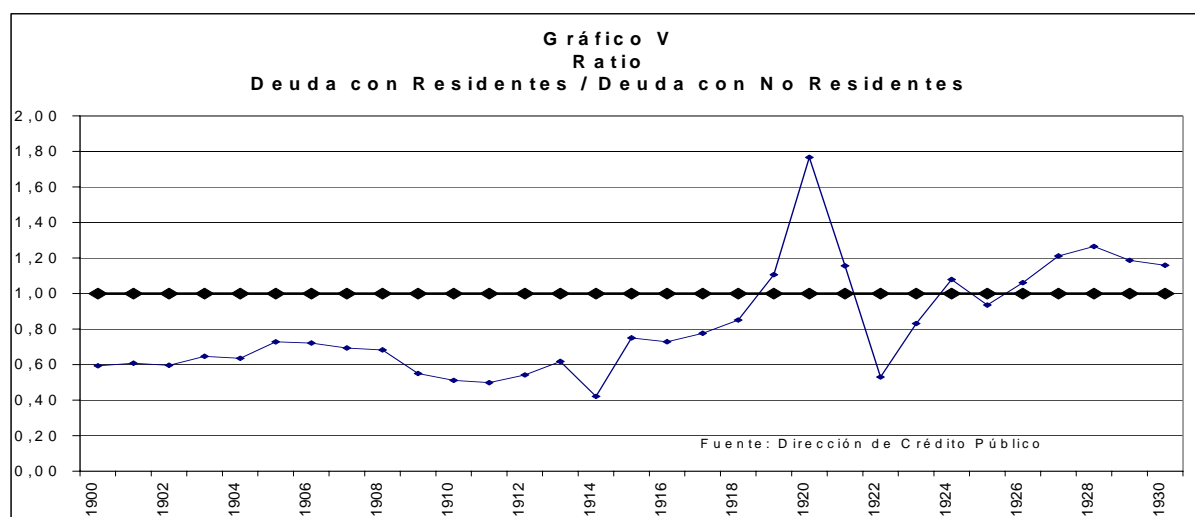
De la misma forma, si nos atenemos a las cifras oficiales, el endeudamiento externo representaba –todavía en 1930- casi dos tercios de la deuda pública uruguaya cuando -en realidad- el valor de la misma en manos de no residentes era menos de la mitad.



Para culminar con el análisis de la evidencia, puede señalarse que, en términos reales, la deuda externa uruguaya descendió entre 1900 y 1930 casi un 9%, pero la deuda con no residentes cayó un 13%. La solución al enigma reside en que los títulos de la misma en poder del capital local aumentó un 5%, en el mismo período.<sup>45</sup>

La evolución de la deuda con residentes y no residentes queda de manifiesto en el Gráfico V; se trata de la ratio entre ambas variables (Deuda con Residentes/Deuda con No Residentes). Antes de la Primera Guerra Mundial la relación es de 0.60, después de la misma –con fuertes fluctuaciones- oscila en torno a la unidad y hacia fines de los años veinte el cociente es 1.20. El capital local cambia sustancialmente su participación como acreedor del Estado uruguayo.

<sup>45</sup> Apéndice Estadístico CUADRO C.



Este fenómeno de “internación” de la deuda externa no parece ser advertido en sus justos términos por Zubillaga quien, insistiendo en su tesis de que la actitud del capital local –gran comercio montevideano y grandes propietarios rurales- fue “empecinadamente negativa” frente al programa de reformas del batllismo, llega a afirmar que “... La negativa a importar deuda pública externa fue la norma del capital local, salvo ciertas circunstancias de carácter coyuntural que pesaron en el período de auge de nuestras exportaciones (1915-1919) y que afectaron a las deudas emitidas con anterioridad a la guerra y con servicio en Londres y París...”<sup>46</sup>

Una vez más afirmamos que pretender analizar, en términos exclusivamente ideológicos, la actitud de los capitalistas locales no resulta un camino acertado. La oposición al batllismo no se reflejó en una caída de la inversión en papeles de deuda externa uruguaya, según nuestras fuentes. Mientras que en el primer lustro del siglo una cuarta parte de dichos títulos se encontraban en posesión de residentes, entre 1926 y 1930 el porcentaje era del 30%, aunque la deuda externa en valores corrientes había crecido una vez y media.

Debemos alertar nuevamente sobre las limitaciones de la serie de “internación” de la deuda. Hasta 1924 las fuentes utilizadas suponen que los títulos están radicados en la plaza financiera donde se cobran los cupones, por lo que en los treinta años considerados la serie muestra fuertes fluctuaciones en el monto de la deuda externa uruguaya en manos de residentes. Los tenedores locales supieron aprovechar las ventajas derivadas de la posibilidad –estampada en varios de los contratos originales- de cobrar los cupones en distintas plazas; después de la Primera Guerra Mundial ello ofreció la oportunidad de especular con la volatilidad de las monedas. No obstante, como se constata después de 1924, cuando contamos con información de los títulos depositados en los Bancos de plaza, es posible observar a lo largo del período una mayor participación de residentes entre los tenedores de deuda pública externa. Diversos factores actuaron para explicar el comportamiento de los agentes: la acumulación de riquezas producto del comercio exterior, el abanico de posibilidades de inversión presentes en esa coyuntura y las fuertes presiones especulativas que acompañan a toda inversión en Bolsa, amplificadas por las diferencias de cambio, al tratarse de transacciones que involucraban monedas extranjeras.

Efectivamente, se importó deuda externa en “circunstancias de carácter excepcional”, como lo fueron los años de la Primera Guerra Mundial y, como bien lo plantea Zubillaga, configuró una opción financiera de “notorio carácter especulativo” al igual que el movimiento transatlántico de cupones.<sup>47</sup> Sin embargo, la conclusión a que debemos arribar no es que el capital local “boicoteó” al programa batllista, sino que el capital local o internacional utilizó -

<sup>46</sup> Zubillaga, C. El reto financiero... p. 205-206.

<sup>47</sup> Idem. p. 207.

y utiliza hoy- la inversión en cartera como mecanismo de reproducción. El fin del siglo XX ha sido pródigo en lo que respecta a mostrar la volatilidad de los mercados financieros y los efectos nefastos que genera.

Al final, ya en un plano puramente especulativo, una última consideración. El incremento del porcentaje de deuda pública uruguaya en posesión de residentes (tanto en títulos de deuda interna como externa) podría constituirse en un factor explicativo para abordar el conjunto de medidas de alivio del servicio de la deuda que se tomaron en la década de 1930. Recordemos que hacia 1932, año en que se decretó la moratoria del servicio de amortización, menos de la mitad de la misma estaba en manos de no residentes.

## **V. Conclusiones Sumarias**

La variable independiente que explica la dinámica de la deuda pública uruguaya, en las primeras décadas del siglo XX, es la situación del mercado internacional de capitales. Mientras hubo abundancia de capitales y ese mercado financiero funcionó fluidamente, recurrir a él fue la primera opción de los gobiernos. Cuando dicho mercado se vio debilitado o no fue posible acceder a él, se acentuó la recurrencia al capital local, el que en ningún momento estuvo ausente como prestamista del Estado.

La actitud del capital local frente a las necesidades de financiación del Estado Batllista fue flexible, actuando con "racionalidad capitalista" invirtió en deuda pública según las expectativas de rentabilidad en relación a otras alternativas de inversión. El temor al reformismo batllista debe ser considerado como una variable más que pudo haber incidido al momento de tomar las decisiones.

La internación de la deuda externa fue un fenómeno corriente en el período estudiado y fortalece la hipótesis que se sostiene en este trabajo respecto a la actitud del capital local. El estudio de la misma ofrece, además, una posible línea de investigación para profundizar en sus efectos sobre las obligaciones del Estado y también respecto a la balanza de pagos del país. Esto se deriva de que al incorporar la variable "radicación de la deuda", es posible estimar el endeudamiento público con no residentes.

La disminución de la dependencia respecto al capital extranjero podría contribuir a explicar algunas actitudes de cierta firmeza del gobierno uruguayo en defensa de los intereses nacionales frente a los acreedores, como la adoptada en julio de 1933 cuando se "pesifica" el pago de los intereses de la deuda externa. Aunque en diciembre del mismo año se da marcha atrás, se determina el servicio de intereses hasta 3.5%.<sup>48</sup> Actitudes de este tipo contrastan tanto con la debilidad de los gobiernos del siglo XIX frente al capital financiero europeo, como con la resolución dada al "problema de la deuda" a partir de 1982 y en momentos aun más recientes de nuestra historia.

---

<sup>48</sup> Se trataba de una quita unilateral de la diferencia respecto al 5%, 6% y 8% que afectaba a los empréstitos, excepto la Deuda Consolidada de 1891.

## VI. Bibliografía y Fuentes

Acevedo Alvarez, E. *La Gran Obra de los Poderes Constitucionales frente a la Crisis*. Montevideo. 1934.

Acevedo, E. *Anales Históricos del Uruguay*. Montevideo. 1933-1936.

Barrán, J.P. y Nahum, B. *Batlle, los estancieros y el imperio británico*. Montevideo. 1979-1987.

Barrán, J.P. y Nahum, B. "La Prosperidad Frágil (1905-1914)", en *Historia Rural del Uruguay Moderno*. Tomo V. EBO. Montevideo. 1977.

Berchesi, N. *Conversiones y Arreglos de la Deuda Externa del Uruguay desde 1891 hasta 1941*. Anales de la Universidad. Montevideo. 1944.

Bertino, M. y Tajam, H. *El PBI del Uruguay 1900-1955*. Montevideo, 1999.

Bertino, M.; Bertoni, R.; Tajam, H. y Yaffé, J. "La larga marcha hacia un frágil resultado", en Instituto de Economía, *El Uruguay del siglo XX. La economía*. Montevideo. 2001.

Bértola, L. *Ensayos de Historia Económica. Uruguay en la región y el mundo 1870-1990*. Montevideo. 2000.

Cámara de Comercio. *Informe Anual de la Cámara de Comercio*. Montevideo.

Damonte, J. y Saráchaga, D. *Evolución monetaria del Uruguay (1896-1955)*. Instituto de Economía. Montevideo. 1971.

Dirección de Crédito Público. *Deuda Pública de la República Oriental del Uruguay*. Montevideo. Varios Años.

Ferrando, J. *Reseña del Crédito Público del Uruguay*. Montevideo. 1969.

Finch, H. *Historia Económica del Uruguay Contemporáneo*. Montevideo. 1980.

Liehr, R. (ed.) *La deuda pública en América Latina*. Madrid, 1995.

Lockhart, R. *Deuda Pública Interna. Servicios de Intereses y Amortización*. Monografía FCCCEEyA. Montevideo, 1944.

Martínez Lamas, J. *La Situación Económica del país*. Publicación Oficial. Imprenta artística de Juan J. Dornaleche. Montevideo. 1918.

Martínez Lamas, J. *Riqueza y Pobreza del Uruguay. Estudio de las causas que retardan el progreso nacional*. Montevideo, 1946.

Millot J. y Bertino M. *Historia Económica del Uruguay 1860-1910*. Montevideo. 1995

Nahum, B. *Deuda Externa Uruguay, 1864-1930*. Montevideo, 1994.

Nahum, B. *Evolución de la Deuda Externa del Uruguay*. Montevideo, 1995.

Nahum, B. *Inversionistas Extranjeros. El Consejo Británico de Tenedores de Títulos Extranjeros*. Montevideo. 2001.

Zubillaga, C. *El reto financiero*. Montevideo, 1982.



## VII. Apéndice Estadístico

| <b>CUADRO A</b>   |  |           |           |           |                                      |         |           |       |
|---|--|-----------|-----------|-----------|--------------------------------------|---------|-----------|-------|
| <b>Uruguay. Deuda Pública (miles de pesos corrientes)*</b>  |  |           |           |           |                                      |         |           |       |
| Fuentes: DGE “Anuarios Estadísticos”; Bertino-Tajam “El PBI uruguayo”   |  |           |           |           |                                      |         |           |       |
|   | <b>Monto Circulante al 31 de diciembre</b> |           |           |           | <b>Deuda como Porcentaje del PBI</b> |         |           |       |
|   | Interna                                    | Externa   | Internal. | TOTAL     | Interna                              | Externa | Internal. | TOTAL |
| 1900  | 22189,50                                   | 99660,68  | 3656,78   | 125506,95 | 31,2                                 | 140,1   | 5,1       | 176,4 |
| 1901  | 22193,28                                   | 99195,38  | 3414,63   | 124803,29 | 30,6                                 | 136,8   | 4,7       | 172,1 |
| 1902  | 21228,90                                   | 98715,60  | 3230,38   | 123174,88 | 27,3                                 | 126,9   | 4,2       | 158,4 |
| 1903  | 22948,24                                   | 97699,46  | 3106,75   | 123754,46 | 29,6                                 | 125,9   | 4,0       | 159,5 |
| 1904  | 22681,98                                   | 97023,42  | 3020,80   | 122726,20 | 29,4                                 | 125,7   | 3,9       | 159,0 |
| 1905  | 21947,63                                   | 96569,87  | 2938,25   | 121455,75 | 29,9                                 | 131,8   | 4,0       | 165,7 |
| 1906  | 9429,60                                    | 114995,49 | 2850,85   | 127275,93 | 11,1                                 | 135,2   | 3,4       | 149,7 |
| 1907  | 8879,04                                    | 116506,97 | 2752,90   | 128138,92 | 9,5                                  | 124,3   | 2,9       | 136,8 |
| 1908  | 8609,36                                    | 118897,73 | 2650,00   | 130157,09 | 8,9                                  | 122,7   | 2,7       | 134,3 |
| 1909  | 7013,90                                    | 125231,88 | 2560,00   | 134805,78 | 6,5                                  | 116,8   | 2,4       | 125,7 |
| 1910  | 7440,19                                    | 124313,19 | 2475,50   | 134228,88 | 6,3                                  | 105,1   | 2,1       | 113,5 |
| 1911  | 6909,50                                    | 122561,04 | 2387,00   | 131857,54 | 6,0                                  | 105,6   | 2,1       | 113,6 |
| 1912  | 10437,07                                   | 120563,57 | 2294,50   | 133295,15 | 8,0                                  | 92,7    | 1,8       | 102,5 |
| 1913  | 15620,42                                   | 118487,94 | 2190,50   | 136298,86 | 10,5                                 | 79,4    | 1,5       | 91,3  |
| 1914  | 17526,43                                   | 121485,18 | 2135,50   | 141147,10 | 12,6                                 | 87,5    | 1,5       | 101,7 |
| 1915  | 24346,30                                   | 121077,79 | 2135,50   | 147559,59 | 17,9                                 | 89,0    | 1,6       | 108,5 |
| 1916  | 26632,12                                   | 121769,43 | 2135,50   | 150537,05 | 19,2                                 | 87,6    | 1,5       | 108,3 |
| 1917  | 30529,22                                   | 126210,20 | 2135,50   | 158874,92 | 17,1                                 | 70,9    | 1,2       | 89,2  |
| 1918  | 34342,83                                   | 126621,96 | 2135,50   | 163100,29 | 15,5                                 | 57,3    | 1,0       | 73,8  |
| 1919  | 43310,39                                   | 126559,40 | 2135,50   | 172005,29 | 18,1                                 | 52,8    | 0,9       | 71,8  |
| 1920  | 43468,69                                   | 126598,57 | 2135,50   | 172202,77 | 18,1                                 | 52,8    | 0,9       | 71,8  |
| 1921  | 44795,82                                   | 131499,96 | 2135,50   | 178431,28 | 22,7                                 | 66,6    | 1,1       | 90,3  |
| 1922  | 47455,89                                   | 128914,85 | 2243,00   | 178613,73 | 24,3                                 | 65,9    | 1,1       | 91,3  |
| 1923  | 52021,54                                   | 125959,17 | 2121,00   | 180101,71 | 23,9                                 | 58,0    | 1,0       | 82,9  |
| 1924  | 60975,03                                   | 122855,31 | 2358,50   | 186188,85 | 24,6                                 | 49,5    | 1,0       | 75,1  |
| 1925  | 60271,17                                   | 121150,11 | 2290,50   | 183711,78 | 23,8                                 | 47,9    | 0,9       | 72,6  |
| 1926  | 72285,30                                   | 146674,24 | 2538,50   | 221498,05 | 29,4                                 | 59,7    | 1,0       | 90,2  |
| 1927  | 71970,61                                   | 143049,37 | 2614,50   | 217634,48 | 26,7                                 | 53,2    | 1,0       | 80,9  |
| 1928  | 71828,81                                   | 139339,51 | 2831,00   | 213999,32 | 24,3                                 | 47,0    | 1,0       | 72,3  |
| 1929  | 76720,11                                   | 135535,23 | 4935,00   | 217190,34 | 26,1                                 | 46,0    | 1,7       | 73,8  |
| 1930  | 85948,73                                   | 148305,70 | 5181,00   | 239435,43 | 27,1                                 | 46,7    | 1,6       | 75,4  |
| 1931  | 90758,37                                   | 142832,71 | 5139,00   | 238730,07 | 32,3                                 | 50,9    | 1,8       | 85,1  |
| 1932  | 110515,77                                  | 141669,76 | 5868,50   | 258054,03 | 41,7                                 | 53,5    | 2,2       | 97,5  |
| 1933  | 149043,01                                  | 141669,76 | 4865,50   | 295578,27 | 59,7                                 | 56,8    | 2,0       | 118,5 |
| 1934  | 167069,36                                  | 141669,77 | 4865,50   | 313604,62 | 59,4                                 | 50,4    | 1,7       | 111,6 |
| 1935  | 156147,45                                  | 141674,94 | 4865,50   | 302687,89 | 50,1                                 | 45,4    | 1,6       | 97,0  |
| 1936  | 161301,12                                  | 141671,64 | 4865,50   | 307838,26 | 47,7                                 | 41,9    | 1,4       | 90,9  |
| 1937  | 181956,40                                  | 141671,36 | 4865,50   | 328493,26 | 49,0                                 | 38,1    | 1,3       | 88,4  |
| 1938  | 199603,88                                  | 145700,71 | 4865,50   | 350170,09 | 53,5                                 | 39,1    | 1,3       | 93,9  |
| 1939  | 245909,70                                  | 147309,07 | 4865,50   | 398084,27 | 62,3                                 | 37,3    | 1,2       | 100,8 |
| * El valor de la deuda externa está estimado en pesos a la par legal con las respectivas monedas en que fue suscrito el empréstito. |  |           |           |           |                                      |         |           |       |

**CUADRO B**  
**Uruguay. Servicio de la Deuda Pública**  
Fuente: Dirección de Crédito Público; Bertino-Tajam “El PBI del Uruguay”

|      | <b>Miles de pesos corrientes</b> |              |           | <b>Serv/PBI</b> |     |
|------|----------------------------------|--------------|-----------|-----------------|-----|
|      | Intereses                        | Amortización | Bonific.* | TOTAL           | %   |
| 1900 | 4958                             | 1137         |           | <b>6095</b>     | 8,6 |
| 1901 | 4911                             | 1184         |           | <b>6095</b>     | 8,4 |
| 1902 | 4858                             | 1231         |           | <b>6089</b>     | 7,8 |
| 1903 | 4748                             | 1620         |           | <b>6368</b>     | 8,2 |
| 1904 | 4685                             | 1316         |           | <b>6001</b>     | 7,8 |
| 1905 | 4641                             | 1250         |           | <b>5891</b>     | 8,0 |
| 1906 | 4949                             | 2565         | 292       | <b>7806</b>     | 9,2 |
| 1907 | 4925                             | 1926         | 32        | <b>6883</b>     | 7,3 |
| 1908 | 5014                             | 2026         | 17        | <b>7057</b>     | 7,3 |
| 1909 | 5229                             | 2120         | 3         | <b>7352</b>     | 6,9 |
| 1910 | 5381                             | 2208         | 0,35      | <b>7589</b>     | 6,4 |
| 1911 | 5305                             | 2268         | 0,007     | <b>7573</b>     | 6,5 |
| 1912 | 5374                             | 2355         |           | <b>7729</b>     | 5,9 |
| 1913 | 5367                             | 2514         |           | <b>7881</b>     | 5,3 |
| 1914 | 5697                             | 2085         |           | <b>7782</b>     | 5,6 |
| 1915 | 6147                             | 790          |           | <b>6937</b>     | 5,1 |
| 1916 | 6429                             | 579          |           | <b>7008</b>     | 5,0 |
| 1917 | 6736                             | 617          |           | <b>7353</b>     | 4,1 |
| 1918 | 7164                             | 492          |           | <b>7656</b>     | 3,5 |
| 1919 | 7550                             | 263          |           | <b>7813</b>     | 3,3 |
| 1920 | 7868                             | 380          |           | <b>8248</b>     | 3,4 |
| 1921 | 7942                             | 2280         |           | <b>10222</b>    | 5,2 |
| 1922 | 8426                             | 2481         |           | <b>10907</b>    | 5,6 |
| 1923 | 8484                             | 2023         |           | <b>10507</b>    | 4,8 |
| 1924 | 9562                             | 2626         |           | <b>12188</b>    | 4,9 |
| 1925 | 9647                             | 3668         |           | <b>13315</b>    | 5,3 |
| 1926 | 11495                            | 3997         |           | <b>15492</b>    | 6,3 |
| 1927 | 10774                            | 4374         |           | <b>15148</b>    | 5,6 |
| 1928 | 11082                            | 4661         |           | <b>15743</b>    | 5,3 |
| 1929 | 11069                            | 4831         |           | <b>15900</b>    | 5,4 |
| 1930 | 11868                            | 5650         |           | <b>17518</b>    | 5,5 |
| 1931 | 12681                            | 5940         |           | <b>18621</b>    | 6,6 |
| 1932 | 13063                            | 2571         |           | <b>15634</b>    | 5,9 |
| 1933 | 15132                            | 51           |           | <b>15183</b>    | 6,1 |
| 1934 | 15448                            | 220          |           | <b>15668</b>    | 5,6 |
| 1935 | 16142                            | 78           |           | <b>16220</b>    | 5,2 |
| 1936 | 15762                            | 83           |           | <b>15845</b>    | 4,7 |
| 1937 | 15174                            | 3361         | 1976      | <b>20511</b>    | 5,5 |
| 1938 | 15310                            | 1278         | 678       | <b>17266</b>    | 4,6 |
| 1939 | 16617                            | 3106         | 205       | <b>19928</b>    | 5,0 |

\* Se trata de la bonificación o prima que se ofrece a los tenedores de títulos en operaciones de conversión. Obsérvese que las cifras se corresponden con las conversiones de 1906 y 1937.

**CUADRO C****Uruguay. Corrección Deuda Externa**

(En pesos de 1913)

Fuente: Dirección de Crédito Público

| Año  | Deuda Externa Total | Deuda Externa Residentes* | Deuda Externa no Residentes | Deuda Interna | Deuda Pública con Residentes | Total Deuda Pública | % Residentes | % No Residentes | Deuda Interna sobre Total |
|------|---------------------|---------------------------|-----------------------------|---------------|------------------------------|---------------------|--------------|-----------------|---------------------------|
| 1900 | 127166,88           | 29626,13                  | 97540,74                    | 28313,77      | 57939,90                     | 155480,64           | 0,37         | 0,63            | 0,18                      |
| 1901 | 112978,79           | 27033,03                  | 85945,76                    | 25277,09      | 52310,12                     | 138255,88           | 0,38         | 0,62            | 0,18                      |
| 1902 | 158198,08           | 37810,90                  | 120387,19                   | 34020,68      | 71831,57                     | 192218,76           | 0,37         | 0,63            | 0,18                      |
| 1903 | 133501,18           | 33406,23                  | 100094,95                   | 31367,20      | 64773,43                     | 164868,38           | 0,39         | 0,61            | 0,19                      |
| 1904 | 153493,78           | 37772,50                  | 115721,27                   | 35883,53      | 73656,04                     | 189377,31           | 0,39         | 0,61            | 0,19                      |
| 1905 | 126499,70           | 36693,74                  | 89805,96                    | 28749,84      | 65443,58                     | 155249,54           | 0,42         | 0,58            | 0,19                      |
| 1906 | 132391,77           | 49198,39                  | 83193,38                    | 10856,09      | 60054,48                     | 143247,85           | 0,42         | 0,58            | 0,08                      |
| 1907 | 127511,19           | 46505,88                  | 81005,30                    | 9717,68       | 56223,56                     | 137228,86           | 0,41         | 0,59            | 0,07                      |
| 1908 | 130070,81           | 47185,02                  | 82885,79                    | 9418,40       | 56603,42                     | 139489,21           | 0,41         | 0,59            | 0,07                      |
| 1909 | 137799,16           | 43957,40                  | 93841,77                    | 7717,76       | 51675,16                     | 145516,93           | 0,36         | 0,64            | 0,05                      |
| 1910 | 133857,21           | 40005,94                  | 93851,27                    | 8011,40       | 48017,34                     | 141868,61           | 0,34         | 0,66            | 0,06                      |
| 1911 | 129653,06           | 38254,90                  | 91398,17                    | 7309,32       | 45564,22                     | 136962,38           | 0,33         | 0,67            | 0,05                      |
| 1912 | 125456,37           | 37075,96                  | 88380,41                    | 10860,64      | 47936,60                     | 136317,01           | 0,35         | 0,65            | 0,08                      |
| 1913 | 118487,94           | 35632,00                  | 82855,94                    | 15620,42      | 51252,42                     | 134108,36           | 0,38         | 0,62            | 0,12                      |
| 1914 | 116877,21           | 22814,25                  | 94062,97                    | 16862,06      | 39676,30                     | 133739,27           | 0,30         | 0,70            | 0,13                      |
| 1915 | 107711,65           | 33815,82                  | 73895,82                    | 21658,64      | 55474,46                     | 129370,29           | 0,43         | 0,57            | 0,17                      |
| 1916 | 108699,19           | 32103,05                  | 76596,15                    | 23772,64      | 55875,69                     | 132471,84           | 0,42         | 0,58            | 0,18                      |
| 1917 | 110016,86           | 33110,81                  | 76906,04                    | 26612,18      | 59722,99                     | 136629,04           | 0,44         | 0,56            | 0,19                      |
| 1918 | 104419,00           | 32724,74                  | 71694,26                    | 28320,87      | 61045,61                     | 132739,87           | 0,46         | 0,54            | 0,21                      |
| 1919 | 95016,57            | 34475,40                  | 60541,17                    | 32515,99      | 66991,40                     | 127532,57           | 0,53         | 0,47            | 0,25                      |
| 1920 | 81805,75            | 42090,77                  | 39714,98                    | 28088,70      | 70179,46                     | 109894,44           | 0,64         | 0,36            | 0,26                      |
| 1921 | 91090,98            | 34461,22                  | 56629,76                    | 31030,39      | 65491,61                     | 122121,38           | 0,54         | 0,46            | 0,25                      |
| 1922 | 96228,73            | 10215,49                  | 86013,24                    | 35423,54      | 45639,03                     | 131652,26           | 0,35         | 0,65            | 0,27                      |
| 1923 | 97091,44            | 22192,41                  | 74899,03                    | 40099,08      | 62291,49                     | 137190,51           | 0,45         | 0,55            | 0,29                      |
| 1924 | 96125,12            | 26964,80                  | 69160,32                    | 47708,42      | 74673,22                     | 143833,54           | 0,52         | 0,48            | 0,33                      |
| 1925 | 94506,27            | 17781,57                  | 76724,70                    | 54036,76      | 71818,33                     | 148543,03           | 0,48         | 0,52            | 0,36                      |
| 1926 | 114417,03           | 31559,53                  | 82857,50                    | 56388,02      | 87947,54                     | 170805,05           | 0,51         | 0,49            | 0,33                      |
| 1927 | 116486,69           | 37336,17                  | 79150,53                    | 58606,47      | 95942,63                     | 175093,16           | 0,55         | 0,45            | 0,33                      |
| 1928 | 112408,58           | 37230,33                  | 75178,25                    | 57946,05      | 95176,38                     | 170354,63           | 0,56         | 0,44            | 0,34                      |
| 1929 | 106046,21           | 30123,38                  | 75922,83                    | 60027,77      | 90151,15                     | 166073,98           | 0,54         | 0,46            | 0,36                      |
| 1930 | 116038,15           | 31179,65                  | 84858,50                    | 67248,00      | 98427,66                     | 183286,15           | 0,54         | 0,46            | 0,37                      |

\* Estimada a partir de los datos suministrados por los Anuarios Estadísticos de la Dirección General de Estadística: Hasta 1924 en base a los cupones cobrados en Montevideo, desde entonces a partir de las declaraciones de los Bancos de plaza de títulos depositados en esas instituciones.