

FINANZAS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LA “SUIZA DE AMÉRICA”: LA BOLSA DE MONTEVIDEO, 1875-1945¹

Javier Moreno Lázaro
Universidad de Valladolid (España)

(VERSIÓN PRELIMINAR)

INTRODUCCIÓN

Hasta hace no hace mucho, carecíamos de estudios sobre las Bolsas de América Latina, tanto en lo que se refiere a la contribución al desarrollo económico como a la evolución de sus cotizaciones, en el convencimiento de que se trataron de intermediarios financieros modestos y prescindibles en el estudio del mercado capitales. La gran empresa de América Latina cotizaba en las bolsas europeas y en las de Estados Unidos. Las vernáculos fueron fruto del voluntarismo de la burguesía autóctona sin resultados tangibles. De hecho, la historiografía sólo ha prestado atención al mercado de valores iberoamericano para referirse al pánico argentino de 1890 por sus repercusiones internacionales. Y poco más.

No sólo las dimensiones de las bolsas en el continente distan de esa presumida pequeñez, sino que sin su conocimiento es del todo imposible conocer dos aspectos de importancia capital en la Historia Económica de América Latina: las crisis de deuda y la financiación del crecimiento por sustitución de importaciones en la llamada “edad de oro del capitalismo”, por citar sólo dos cuestiones a las que la historiografía ha atribuido mayor relevancia.

Uruguay no ha escapado a este desdén. Y aquí el estudio es, si cabe más perentorio, debido al temprano nacimiento de esta institución (1867) y al desarrollo que en el país tuvo el mercado de capitales.

En este artículo presento un primer índice de cotizaciones de la Bolsa de Montevideo desde 1875 hasta el final de la II Guerra Mundial. Adicionalmente trato de demostrar dos hipótesis, al hilo de lo mencionado con anterioridad. La primera de ella es que hasta 1913 mostró una vitalidad casi asombrosa, atendiendo a las dimensiones de su economía. Pero desde entonces, y este es mi segunda línea de trabajo, desempeñó un papel marginal en la financiación de la industrialización, para ocuparse prioritariamente de la de las necesidades del sector público.

Al margen de las constataciones cuantitativas que aquí aporto, mi trabajo evoca aspectos vitales en la interpretación del acontecer económico uruguayo, como la evolución de su deuda externa, la incidencia de los conflictos bélicos o la inserción de Uruguay en el mercado mundial. En suma efectúo un breve recorrido en la Historia Económica del país desde el calidoscopio de su Bolsa de Valores, poco conocida, pero cuya consideración suscita líneas interpretativas novedosas y-entiendo-convincentes.

¹ Quiero agradecer la ayuda prestada en la redacción de estas páginas por la responsable de la biblioteca de la Cámara de Comercio de Montevideo Laura Gomensoro, así como a todo el personal de la Bolsa. En este trabajo, un primer borrador en el que presento los primeros resultados de una investigación mucho más ambiciosa, he tomado prestadas reflexiones y tesis de Francisco Comín a quien debo, junto con otras muchas cosas, esta temeraria incursión mía en el proceloso mundo de las finanzas.

LA CONSTRUCCIÓN DE LOS ÍNDICES

La ausencia de índices históricos de la Bolsa de Montevideo es tanto más chocante dado que es la que proporciona información más completa de las del conjunto de América Latina. Y sobre todo porque ni siquiera la Bolsa publica un índice compuesto similar al Merval argentino, por citar el más próximo geográficamente. En realidad nunca lo ha hecho. Ciertamente es que en 1981 el Departamento de Estudios de la Cámara de Comercio publicó uno retrospectivo que arrancaba en 1930. Pero empleó exclusivamente un puñado de valores industriales. Y lo que es más importante, no elaboró un índice de renta fija, omisión que no admite disculpa porque en Uruguay, como en el conjunto de América Latina, la Bolsa nació para colocar deuda pública, misión que no ha perdido desde entonces.

Los primeros registros sistemáticos de cotizaciones bursátiles de Montevideo se remontan a 1875, si bien se limitaban a los precios extremos². Ya en 1897 la institución en sus memorias anuales publicó una prolija información sobre volúmenes de cotización regular de cada título y lo abonado por ellos³.

Así pues he podido elaborar un índice Laspeyres que incluye a las acciones de todas las empresas cotizadas empleando como ponderador el volumen negociado desde 1897, y el capital de la sociedad, bajo el supuesto implícito (y razonable) de que, a mayor capital mayores transacciones en la Bolsa. He operado con acciones negociadas al contado. El valor considerado excluye los dividendos. No he tenido presente ni las operaciones a plazo ni las realizadas “*over the counter*”, insignificantes en su cuantía. A pesar de la simplicidad del índice he de decir que se trata del más certero y riguroso de los elaborados hasta la fecha en América Latina debido a la excepcionalidad de las fuentes.

De idéntica manera he elaborado el índice de títulos de renta fija, compuesto casi exclusivamente por títulos de deuda pública y certificados del tesoro. En efecto, solo ocasionalmente alguna empresa (el *Banco Hipotecario* hasta 1890 y alguna firma manufacturera en la década de 1940) emitió obligaciones, en cuantía insignificante y de manera muy regular.

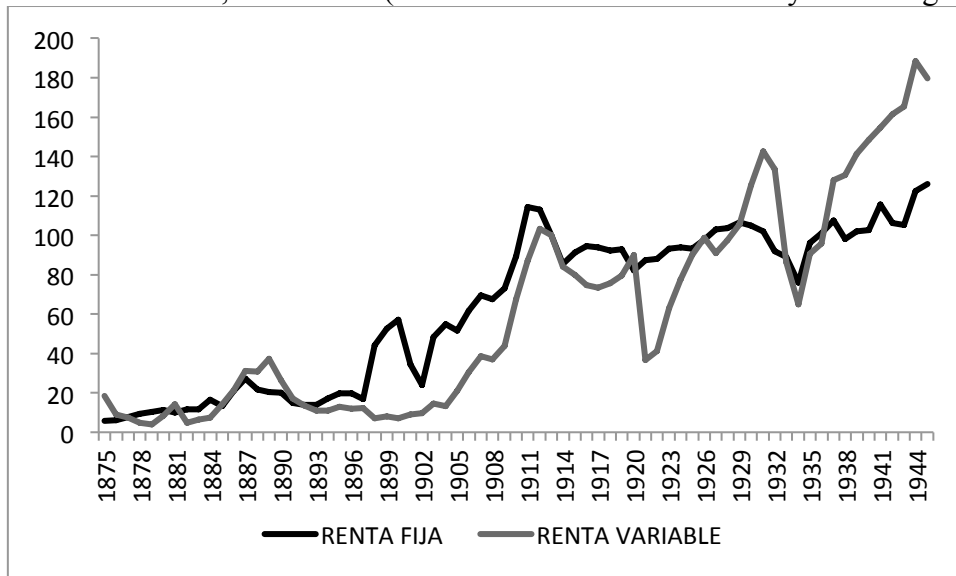
En el gráfico 1 brindo los resultados de mis cálculos, en escala logarítmica para impedir que la inflación oculte las oscilaciones en la trayectoria del índice. Desde luego, el incremento de los precios, adultera en los cálculos y no puede ser soslayada en la cuantificación de las contribuciones. Presento en el gráfico 2 los datos en pesos constantes de 1913. Los valores expresados en metálico (tanto en términos constantes como corrientes) lo son en “viejos pesos”, es decir, anteriores a la reforma del sistema monetario de 1993.

Insisto en que en los inversores uruguayos se inclinaron prioritariamente por la deuda pública en la elección de sus carteras (gráfico 3). Cumple por ello elaborar un índice general que incluya a todos los valores, por más que no encuentre encaje en los elaborados en nuestros días. En este caso resulta imprescindible para esclarecer de manera ponderada la evolución de los negocios bursátiles. Tal es el cálculo que presento en el gráfico 4.

² Artagaveytia (1941).

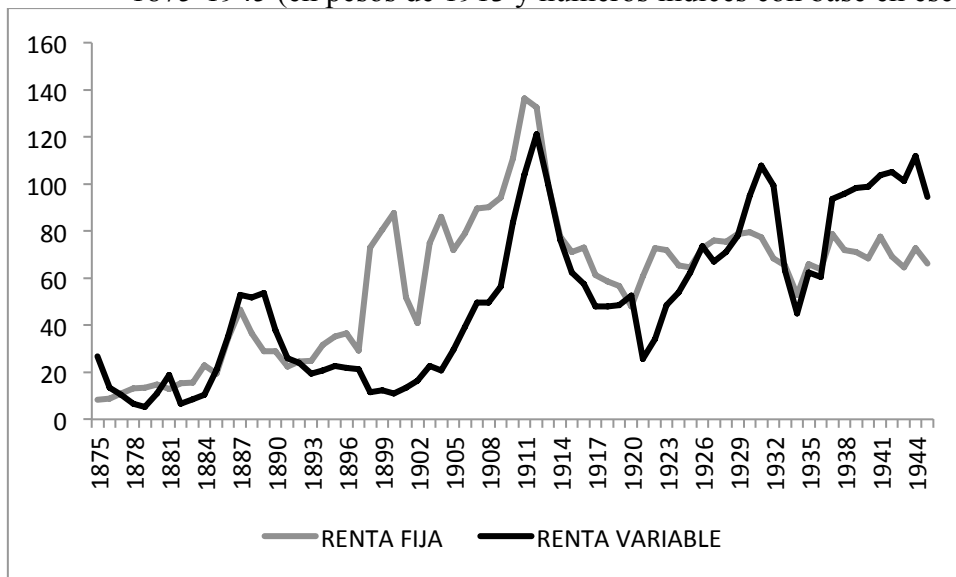
³ He evitado referirme a la información extraída de los anuarios a fin de aligerar el texto.

GRÁFICO 1. GRÁFICO 2. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE LA BOLSA DE MONTEVIDEO, 1875-1945 (en números índices 1913=100 y escala logarítmica)



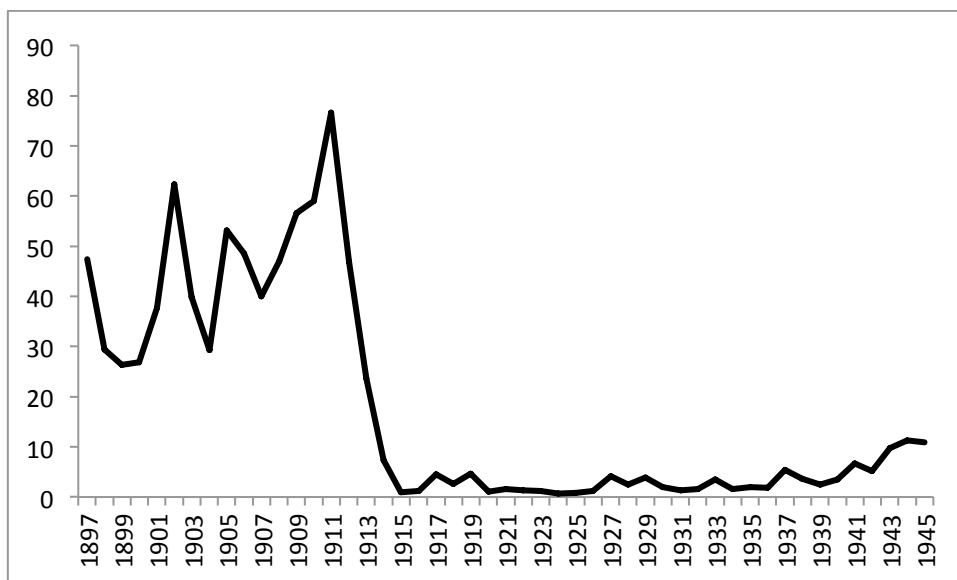
Fuente: Bolsa de Comercio de Montevideo (1897-1945) y Artagaveytia (1941)

GRÁFICO 2. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE LA BOLSA DE MONTEVIDEO, 1875-1945 (en pesos de 1913 y números índices con base en ese año)



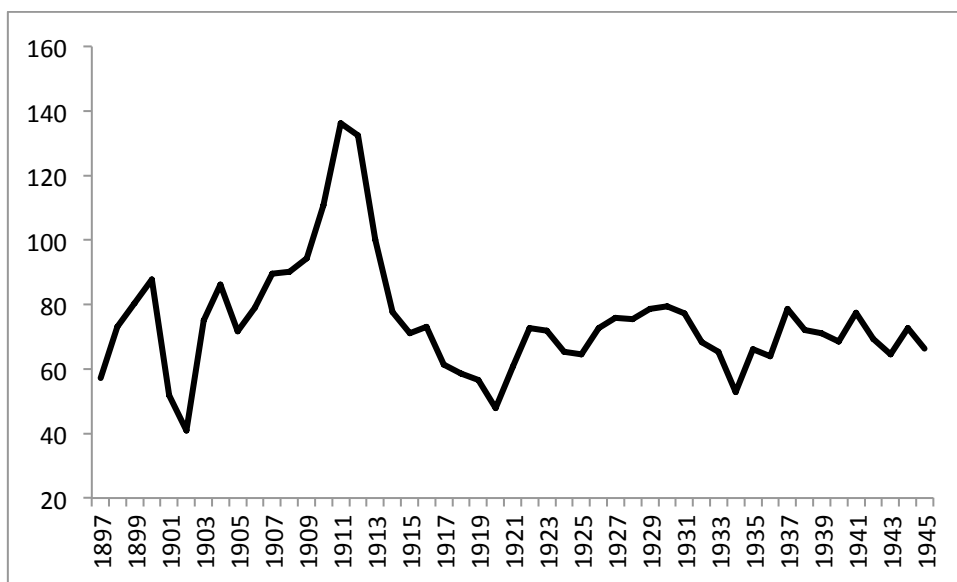
Fuente: las mismas del cuadro anterior, Bértola (1998); Bertinio y Tajam (1999).

Gráfico 3. LA COTIZACIÓN DE ACCIONES EN LA BOLSA DE MONTEVIDEO
(en porcentajes con respecto al total de valores negociados), 1875-1945



Fuente: Bolsa de Comercio de Montevideo (1897-1945)

Gráfico 4. ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MONTEVIDEO 1875-1987 (en pesos de 1913 y números índices con base en ese año)



Fuente: las mismas del gráfico 3.

CONVERTIBILIDAD, EUFORIA Y PÁNICO BURSÁTILE (1875-1890)

La Bolsa de Montevideo se constituyó formalmente en 1867, una vez superada la crisis de 1866 y dos años más tarde de ser publicada la ley que ordenó el sistema financiero en 1867. Como en otros países de América Latina, su nacimiento obedeció a la necesidad gubernamental de colocar la deuda pública, adquirida hasta entonces por *Mauá, Mcgregor & co*. Se trataba de evitar la servidumbre con el banquero brasileño que causaba no pocos recelos entre los gobernantes del país. Pero la bolsa de Montevideo presentó dos singularidades con respecto a las del resto del continente. La primera de ellas descansó en su complementariedad (que no subsidiariedad) confesa con la de Buenos Aires, creada en 1854. De hecho, un representante de la entidad porteña participó en su constitución. Y en segundo lugar la inusitada concurrencia en ella de sociedades mercantiles con sus acciones, a consecuencia de una legislación deliberadamente permisiva en este particular. No se exigieron condiciones tan estrictas como en otras plazas para la admisión a la cotización. Es más, se permitió la puja por parte de inversores extranjeros, algo inconcebible en el resto⁴.

De hecho, en el año de su creación cotizaron nada menos que 34 compañías. En ese momento lo hacían en Buenos Aires apenas media docena. En la Bolsa más dinámica de Hispanoamérica, la de La Habana, 16. La Bolsa montevideana cautivó a saladeros, hacendados, banqueros y propietarios. Su pujanza inicial fue tanto más meritoria si tenemos presente que no cotizaba ninguna de las empresas ferroviarias inglesas que operaban en el país o proyectaban hacerlo. Desde el punto de vista bursátil, había germinado la conocida naturaleza libérrima de las operaciones financieras en Uruguay. En su bolsa concurrían a diario nada menos que 300 corredores.

Mas esta euforia inusitada que enriqueció a inversores uruguayos, argentinos y europeos, merced a “*maniobras ilícitas a ilegales*”, unida a la errática política monetaria en materia de convertibilidad, al crecimiento del endeudamiento exterior y al contagio de lo sucedido en las bolsas europeas en 1873, generó una burbuja financiera que estalló en 1875⁵.

Justamente en ese año, los socios de la Bolsa Montevideana decidieron desvincularse de ella para crear una alternativa y eludir así la decisión gubernamental de imponer el curso forzoso del peso con carácter retroactivo. En ese año arrancan mis cálculos.

De hecho, el declive de los valores se prolongó hasta comienzos de la década de 1880 a causa de la suspensión del pago de los intereses de la deuda en 1876 y su reducción unilateral en 1878, así como la dubitativa política en materia cambiaria. Montevideo, ahora compartía los mismos males que aquejaban a otras Bolsas, en especial la de Buenos Aires.

Con reestructuración de la deuda, tanto interna como externa, acordada con los tenedores, la Bolsa de Montevideo se libró de esta lacra. Adicionalmente, la adopción del patrón oro sin titubeos y la libertad de operar con cualquier moneda convertible en

⁴ Sobre la fundación y avatares institucionales de la Bolsa véase Bolsa de Comercio (1947), Baccino Ponce de León (2000) y Fernández Saldaña (1947).

la plaza, medidas ambas decretadas en 1876, convirtieron, de nuevo, a la capital uruguaya en un auténtico paraíso financiero en América Latina. Nada que ver, pues, con lo que sucedía en Buenos Aires, con dos billetes en circulación (uno convertible y el otro no) y una escasez de metálico tal que los comerciantes tenían que emplear en las transacciones las viejas monedas coloniales que aun circulaban en Bolivia, como el “melgajero”. El fin de los gobiernos militares en 1886 animó aún más a los inversores. Uruguay era una *rara avis*, tanto desde el punto de vista político económico como financiero, con unos recursos naturales extraordinarios sin explotar a causa de las continuas guerras civiles. En tal convicción, entre 1887 y 1889 se crearon 26 bancos y 150 sociedades anónimas⁶. Uno de ellos, el *Banco Nacional*, fundado por el español Emilo Rius y un grupo de inversores argentinos, con el exportador de grano Bunge a la cabeza, pautaron las cotizaciones de la Bolsa, que siguieron la senda crecimiento marcada por los precios y las exportaciones de carne⁷. La entidad bancaria por Reus empleó los depósitos prioritariamente al préstamo hipotecario a los colonos que llegaban de España e Italia. Es más, sus gerentes hicieron creer que el Gobierno iba a concederle el monopolio de emisión.

El Estado cayó también abducido por esta euforia. Entre 1880 y 1890 suscribió deuda con la casa *Baring* de Londres por valor de 4,2 millones de libras para financiar obras en infraestructuras⁸. Habida cuenta de la competencia entre los países deudores, hubo de hacerlo a tipos de entre el 8,5 y el 9,5%, a pesar de la deflación que ya sufría el país, por encima del 8% al que se emitía el bono cubano, el de referencia en América Latina, por su pleno respaldo en oro metal⁹.

La fatal combinación del endeudamiento abusivo de Estado y de la dimensión excesiva del sistema financiero, que estimuló, a su vez, en endeudamiento público, en una joven república casi despoblada forzosamente, tenía que desembocar en un crash bursátil.

En la novela de Julian Martell sobre el pánico argentino de 1890, los *brookers* (conocidos entonces como “gatos”) que salvaron sus bienes mediante estafas huyeron a Montevideo. Así debió de ser, sin duda. Pero aquí se encontraron con un panorama financiero igualmente trágico. Uruguay atravesó por las mismas dificultades que desembocaron en ese súbito cambio de tendencia en el clico. La unificación, en la práctica de ambas Bolsas en febrero de 1890 (un hecho excepcional en la Historia Financiera de América Latina), al permitir a los corredores de una y otra pujar en ambas, resultó letal para la montevideana. Pero aquí el crash revistió la singularidad que le confirieron la observancia del patrón oro, a diferencia de Argentina, la composición de sus exportaciones y las maniobras especulativas del *Banco Nacional*. Hablar de un mero contagio del grande al chico supondría incurrir en un reduccionismo falaz.

En efecto, Uruguay venía sufriendo desde hacía algún tiempo el deterioro de sus términos de intercambio, muy dañino en una economía monoexportadora, debido al abaratamiento del tasajo, a causa del descenso de las ventas a Cuba, suplidas por carne fresca y animales vivos de Estados Unidos, tras la firma del tratado comercial con España, efectivo plenamente desde 1886. La influencia de la depreciación de la lana que tanto daño a la Argentina fue algo menor.

⁶ Cámara Nacional de Comercio (s.f.), p. 7.

⁷ Visca (1963).

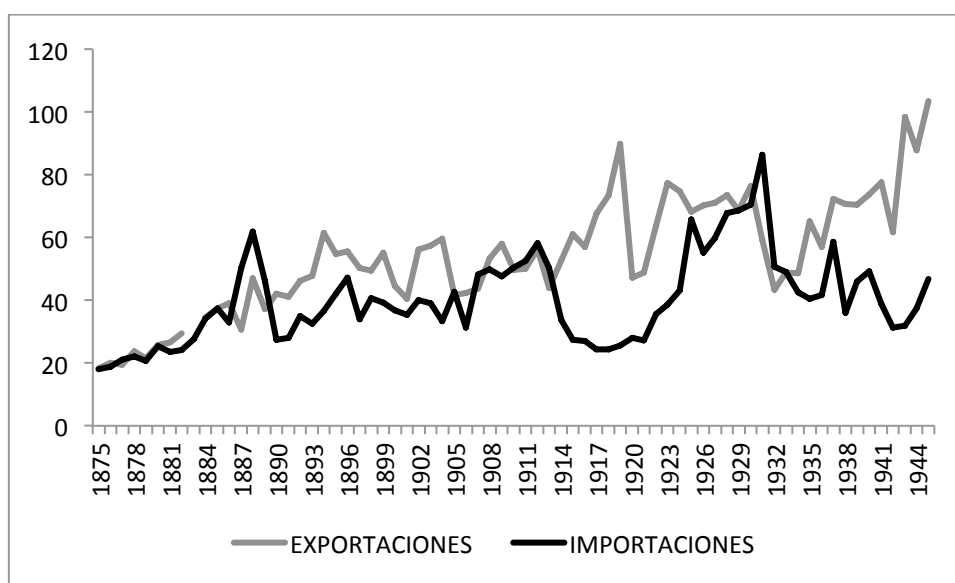
⁸ Las referencias sobre las emisiones, conversiones y repudios de deuda externa proceden de las memorias del *Corporation of Foreign Bondholders* y del trabajo de Bertino y Bertoni (2006).

⁹ Véase Acevedo (1903), William (1984), pp. 220-230, Winn (2010), pp. 178-201 y Díaz (2003), pp. 203-10. Este autor incurre, en mi criterio, en la misma visión infantil de Martell, en virtud de la cual la crisis fue fruto de la perversidad de los inversores extranjeros frente a la candidez y altruismo propios de los uruguayos.

Esta caída de las exportaciones (gráfico 5) provocó la de las reservas que el Gobierno intentó atajar suscribiendo un nuevo acuerdo de emisión de deuda con la casa *Baring* por valor de 2 millones de libras que no llegó a formalizarse. Ello se tradujo un descenso de la oferta monetaria que trasladó la deflación a los bienes no exportables. El 4 de julio de 1890 el *Banco Nacional*, herido de muerte por el aumento de la morosidad en los créditos hipotecarios a agricultores y ganaderos que de manera tan licenciosa había concedido, y por la constatación de que las concesiones gubernamentales no eran más que un bulo, suspendió la convertibilidad del peso. Centenares de ahorradores no recibieron más que papel al retirar sus depósitos de esas y otras entidades, como el *Banco Transatlántico*, propiedad de Reus, para la opinión pública (y algún historiador) el culpable de esta catástrofe financiera¹⁰.

El 5 de julio de 1890, la cotización de los valores en la Bolsa se desplomó. Poco después el Gobierno, obligado por el desplome de las reservas y de la recaudación de los impuestos a la exportación, dejó de atender el servicio de la deuda. El pánico se adueñó también de Montevideo y su bolsa, convertida ya en “*un verdadero campo de batalla*”¹¹.

Grafico 5. EL COMERCIO EXTERIOR URUGUAYO, 1875-1945 (en millones de pesos constantes de 1913)

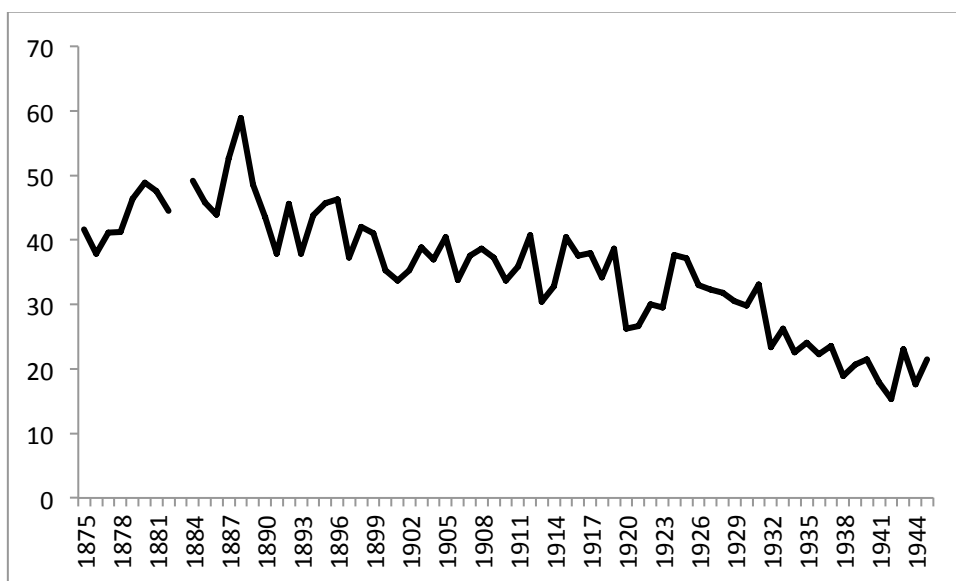


Fuente: Departamento de Estudios Económicos (1983).

¹⁰ Tal es el caso de Díaz (2003), pp. 203-10. Este autor incurre, en mi criterio, en la misma visión infantil de Martell, en virtud de la cual la crisis fue fruto de la perversidad de los inversores extranjeros frente a la candidez y altruismo propios de los uruguayos.

¹¹ Cámara Nacional de Comercio (1983), p. 7. Este texto está incluido en el volumen editado por la Academia Nacional de Economía (1984).

Gráfico 6. GRADO DE APERTURA DE LA ECONOMÍA URUGUAYA, 1875-1945 (en porcentajes sobre el PIB)

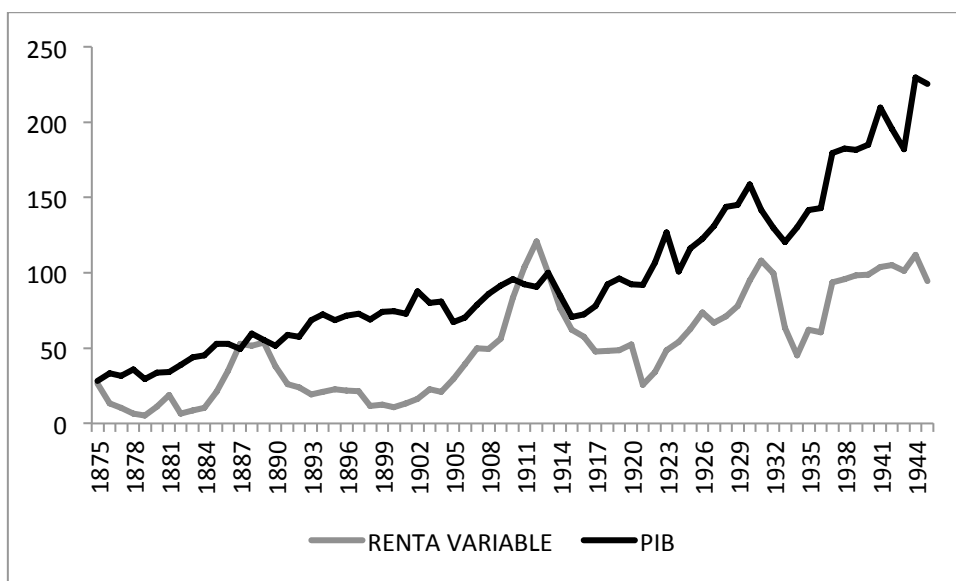


Fuente: Departamento de Estudios Económicos (1983) y Bonino, Román y Willelbad (2012)

LA IMPLICACIÓN DEL ESTADO Y LA NUEVA FIEBRE BURSÁTIL (1891-1913)

Los inversores confiaron, de nuevo, en la deuda uruguaya tras su restructuración en 1891. Pero no sucedió así con las acciones, cuya cotización sufrió el efecto dominó del crash de 1893 de la Bolsa de Nueva York. En 1896 tan sólo cotizaban seis acciones de compañías mercantiles. La atonía que atenazaba entonces a la Bolsa no admite discusión, como revela la evolución del PIB. Esta macromagnitud sugiere una lenta recuperación a la que fue ajena el mercado de valores (gráfico 7). Pero por entonces se estaban fraguando dos cambios de enorme envergadura en las finanzas uruguayas que habrían de darle un nuevo impulso.

Gráfico 7. COTIZACIÓN DE LOS TÍTULOS DE RENTA VARIABLE EN LA BOLSA DE MONTEVIDEO Y PIB DE URUGUAY (en millones de pesos constantes de 1913 y números índices con base en ese año)



Fuente: las mismas del gráfico 1 y Bonino, Román y Willelbad (2012).

En 1895 fue creado el *Banco de la República Oriental del Uruguay* (BROU), el primer banco con monopolio de emisión de titularidad pública de América Latina. Su capital se conformó con un préstamo de 1.6 millones de libras a un tipo del 7.5 de la casa inglesa *Glyn, Currie, Mills and co*. Simultáneamente nacieron las primeras cajas de ahorro. Quedó conformado, pues, un sistema financiero “a la europea” con una clara especialización de cada una de las entidades, tanto nacionales como extranjeras. Mientras el caos financiero y la desintegración del mercado de capitales era la norma en el resto del continente, Uruguay, fiel al patrón oro y a la ortodoxia monetaria, había alcanzado un encomiable grado de bancarización. Por otra parte, y en lo que concierne a la Bolsa, Montevideo se miró en el espejo de Buenos Aires, no para seguir sus pasos, sino justamente para evitar sus errores. La Bolsa de Montevideo ni estableció nuevas barreras de entrada ni se separó orgánicamente de la Cámara de Comercio, a fin de no crear distorsiones en la información y defensa de los intereses de los accionistas. En suma, Uruguay logró—por ensayo y error—una definición de los derechos de propiedad en materia financiera insólita y paradigmática¹².

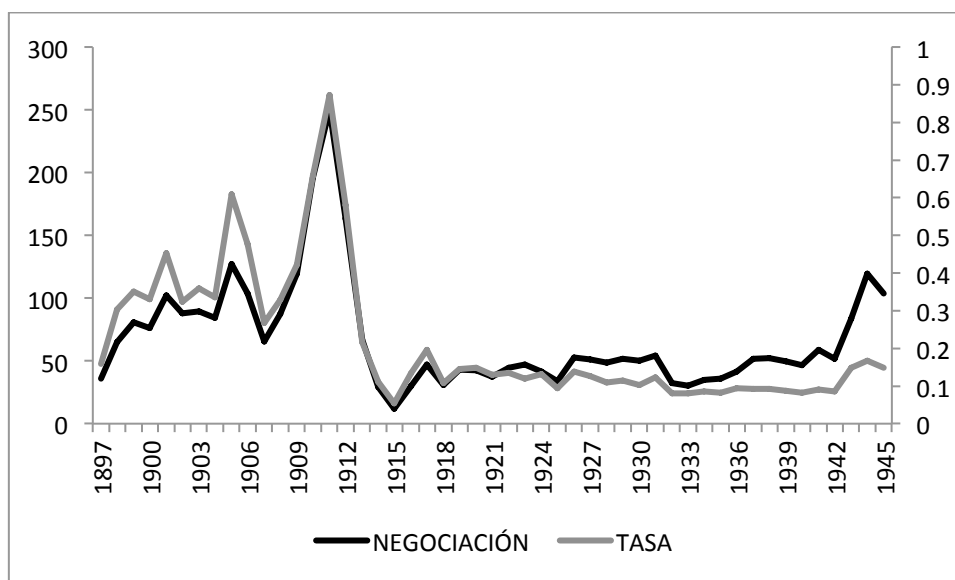
Adicionalmente, la implementación de una política fiscal ortodoxa permitió a Uruguay aliviar la carga de su deuda, particularmente la externa, algo igualmente insólito en las economías vecinas, lo que hizo más atractiva la inversión en renta variable. El país era solvente y su moneda sólida.

Estas reformas se materializaron en una revitalización de la negociación en Bolsa y, muy especialmente, en su mayor inserción en la economía uruguaya (gráfico 8). Pero los cambios en política monetaria y fiscal que tanta certidumbre dio a los inversores no vinieron acompañados con un comportamiento de las exportaciones acorde a sus intereses (gráfico 5). La apreciación de los valores no tenía un sustento real. La burbuja estalló tras el crash de 1899 de la Bolsa de Nueva York (gráficos 1 y 2).

¹² Harber, Razo y Maurer (2003).

Los corredores recibieron ahora órdenes de comprar deuda, por temor a la repetición de lo sucedido en 1890.

Grafico 8. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DE LA BOLSA DE MONTEVIDEO Y CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DE URUGUAY (en miles de pesos constantes de 1913 y tantos por miles, respectivamente)



Fuente: Cámara Nacional de Comercio (1896-1941).

Sin embargo, tras la guerra civil de 1904, y el inicio de un período de dilatado sosiego político, alternándose en el poder colorados y blancos, la especulación regresó al parque montevideano. Batlle contribuyó parcialmente a ello con la conversión de deuda interior en exterior por valor de algo menos de 7 millones de libras, acordado con los banqueros británicos de confianza (*Glyn, Currie, Mills and co*) y el *Banque du Paris* a fin de exportar el efecto expulsión¹³. Ahora sí, el crecimiento de las ventas de carne en el exterior, a pesar del repliegue progresivo en el diminuto mercado interno impulsado por el mandatario, acompañó al de los valores en Bolsa (gráficos 5 y 6). Cotizaban entonces una decena de compañías (con la incorporación significativa de la de las explotadoras de tranvías).

Sin embargo, el *Banco Hipotecario* marcaba la pauta. No en balde, en torno al 85% de los títulos negociados en la Bolsa, tanto públicos como privados, habían sido emitidos por esta entidad. Las cotizaciones quedaron pues al albur de la marcha de las exportaciones del productos agropecuarios (y por tanto, de los resultados de las empresas saladeras) y del endeudamiento público. Con todo, el escenario económico-como digo-se presentaba después de la guerra bastante despejado. No había motivos para la inquietud. El saldo de la balanza comercial era favorable lo que contribuía doblemente al saneamiento de las arcas públicas (debido al aumento de la recaudación y a la atención con las reservas de la carga de la deuda sin mayor dificultad). Por otra parte, los créditos del *Banco Hipotecario* se multiplicaban ejercicio tras ejercicio con llegada incesante de nuevos pobladores españoles e italianos. Para los observadores

¹³ Digo que parcialmente porque gran parte de los bonos fueron suscritos por inversores argentinos e uruguayos.

Europeos, Uruguay era un ejemplo de buen hacer económico, a pesar del grado de intervención del mercado de capitales por parte del Estado.

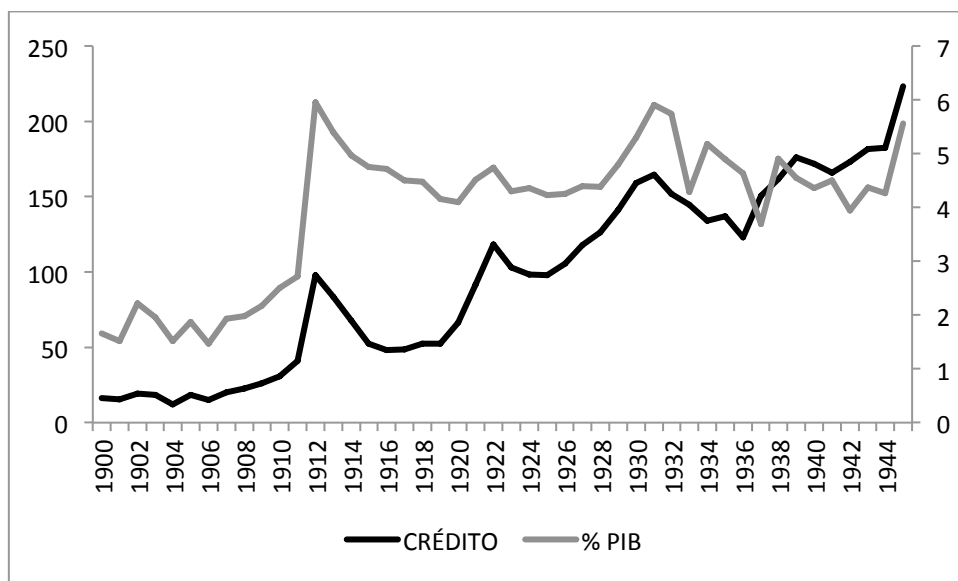
Tanto es así que la crisis financiera de 1907 apenas sí tuvo reflejo en las cotizaciones bursátiles (gráficos 1 y 2). Los inversores se limitaron a retirarse del parque para esperar tiempos mejores. Ni ellos ni el Gobierno de Williams supieron interpretar este aviso, en la convicción de que la austeridad y la ortodoxia monetaria les parapetaban de los vaivenes que aquejaban a otras Bolsas. De hecho en 1909 la Hacienda acordó una emisión en París de 1.2 millones de libras para financiar la ejecución de obras públicas.

Mucho más imprudente fue la política crediticia del *Banco Hipotecario*. En 1910 la entidad realizó una emisión de acciones por valor de 100 millones de pesos, la mayor en la historia de la Bolsa, persuadido el Gobierno que el saldo comercial favorable iba a tener continuidad (gráficos 5 y 8). Los inversores compraron estos títulos a precios realmente exorbitantes (gráficos 1 al 4) en el convencimiento de que obtendrían rendimientos en el corto plazo con su reventa, habida cuenta del aumento de los créditos a los colonos que se daba por segura. De hecho, el propio BROU entró en liza compitiendo con el *Banco Hipotecario* en la cesión de crédito. Como a finales de la década de 1880, la Bolsa asistió a una especulación desenfrenada que nada tenía que ver con la marcha real de la economía uruguaya, mucho más atemperada (gráfico 7). En suma volvía a darse esa situación de endeudamiento público y privado acompañado de la sempiterna sobredimensión del sector financiero (cifrada en la cuantía de esa ampliación de capital, equivalente a un ¡41,6%! del PIB del país) que inevitablemente habría de desembocar en un crash bursátil.

Batlle, de nuevo en el poder desde 1911, no supo acabar con la espiral especulativa. La única-e insólita- mediada adoptada fue ordenar a su Ministro de Hacienda, José Serrano, nacionalizar el *Banco Hipotecario*, lo que equivalía en la práctica, a la de la propia Bolsa, sometida las necesidades de financiación del Estado. En sus manos estaba también el monopolio del negocio del seguro, con la creación de una entidad de titularidad pública creada a tal fin en 1911, que no sólo arrebató clientes uruguayos a las entidades argentinas, sino que impidió el nacimiento de empresas aseguradoras autóctonas.

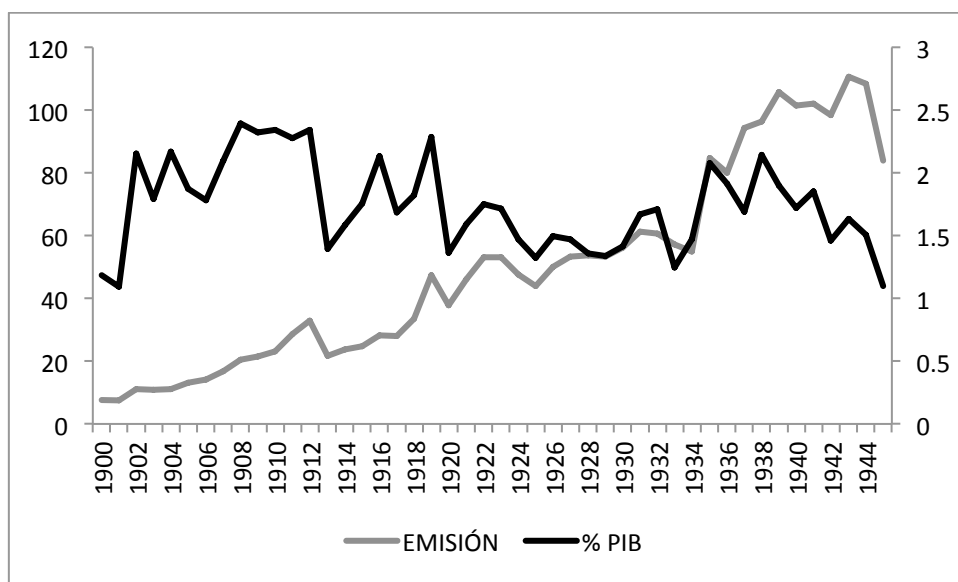
Pera Batlle, en lugar de contener el crédito lo incrementó, particularmente el del BROU, con lo cual aumentó el dinero en circulación (gráfico 10). El aumento de la emisión no sólo no obedeció a un incremento de las transacciones, sino que las reservas cayeron por culpa del de las importaciones, estimulado por esa generosidad crediticia, de productos europeos para atender la demanda de una población que se creía cercana a la opulencia, y el descenso de la inversión exterior, imputable a esa repentina pasión estatista del Presidente de la República. Tuvo, pues, que evitar el colapso de la Hacienda mediante la conversión de la deuda flotante en exterior desde 1912 por valor de 2 millones de libras, acordada con los banqueros de cabecera, *Glyn, Currie, Mills and co*. La conversión no sólo agravó el problema del endeudamiento exterior, sino que ni siquiera pudo mantener el encaje en el 40% preceptivo debido a la emisión y al crédito desenfrenados. Situado ya en torno al 20% muchos ahorradores retiraron sus depósitos. Y lo que es más grave aún, dejó en manos de los acreedores las rentas de aduanas en tanto que estaba garantizado el préstamo con un 45% de los ingresos obtenidos de su recaudación, una vez detraídos los dos tercios que cubrían la deuda exterior emitida en 1892.

Gráfico 11. CRÉDITO BANCARIO A PARTICULARES, 1900-1945 (en millones de pesos constantes de 1913 y porcentaje sobre el PIB)



Fuentes: Departamento de Estudios Económicos (1983) y Bonino, Román y Willebad (2012).

Gráfico 10. EMISIÓN DE DINERO POR EL BROU, 1900-1944 (en millones de pesos constantes de 1900 y porcentaje del PIB)



Fuente: La misma del cuadro anterior.

Desechada la alternativa de abandonar la convertibilidad, en julio de 1913, mes equivalente en lo fatídico para las Bolsas del hemisferio sur, al octubre europeo y norteamericano, el Gobierno suspendió la concesión de créditos de los dos bancos públicos y exigió el reintegro de los créditos pendientes a la que los agricultores

hicieron-cuando fue el caso- frente a duras penas. En tales circunstancias, la población se Montevideo se apresuró a retirar sus depósitos de los dos bancos estatales, así como del *Tratlántico*, el *Italiano*, el *Español del Río de la Plata* y de *Crédito Rural Uruguayo*. Por su parte, los tenedores se desprendieron a precios ínfimos de las acciones del *Banco Hipotecario*, al punto de que el Gobierno tuvo suspender su negociación en Bolsa. Las noticias llegadas de Francia que daban cuenta de una situación muy parecida (ocasionada por los conflictos en los Balcanes) acrecentó el desasosiego. De nuevo, la bosa llevó a la ruina a ahorradores urbanos y a titulares de explotaciones agropecuarias del interior (gráficos 1 y 2).

El crash bursátil de 1913, por más que poco conocido, fue mucho más agudo que el de 1890. Afectó ahora, no ya a una población escasa con un contacto episódico y reciente con las finanzas, sino a la de una urbe-Montevideo-que alardeaba de su capitalidad financiera y rivalizaba en ostentación y progreso con Buenos Aires.

La crisis de 1913 impactó de tal manera a los inversores uruguayos que abjuraron, no ya sólo de la renta variable como instrumento de financiación, sino de la propia Bolsa como institución en la que hacer dinero (gráficos 1, 2, 3, 54 y 8). De hecho el Gobierno, que ahora miraba de manera desdeñosa a la Bolsa, castigó con un impuesto en 1914 la negociación de títulos, salvo inédito en la cultura financiera uruguaya. En otras palabras, nada fue lo mismo desde entonces en el mercado de capitales.

GUERRA Y DESORDEN FINANCIERO, 1914-1926

A pesar del creciente aislamiento exterior de la economía uruguaya (gráfico 6), al punto de que en 1914 el Gobierno aumentó el gravamen de las importaciones (en parte para atender la carga de la deuda,) el estallido de la I Guerra Mundial alarmó sobremanera a las autoridades económicas, convencidos de que se avecina una auténtica hecatombe por culpa de la caída de las exportaciones. Persuadidos de que el problema de las reservas se iba a agudizar, en agosto suspendieron la conversión del peso, medida acompañada, nada menos, que del cierre de la Bolsa y de los bancos. De ahí la caída experimentada en las cotizaciones (gráficos 1 y 2).

Los malos augurios no se cumplieron. Desde 1915 Uruguay registró unas cifras de exportaciones (en especial de compuestos cárnicos para consumo de las tropas) excepcionales, mientras menguaban las importaciones de productos manufacturados europeos (gráfico 5). La Bolsa, una vez reanudada su actividad, y sin llegar a la euforia, alcanzó los niveles previos a la crisis de 1913 (gráficos 1 y 2). Ahora bien, ello se debió exclusivamente a la apreciación de la deuda interna, habida cuenta de la expulsión de la renta variable. En 1915 cotizan sólo siete empresas, cuatro de ellas bancarias. Pero hay que tener presente que, debido a la tributación que gravaba las cotizaciones en Bolsa, la mayor parte de los intercambios de acciones se realizó en operaciones “*over the market*”, más o menos formalizadas, en instituciones patronales (la *Liga de Defensa Comercial*, el *Centro de Navegación Tansatlántica* y el *Centro de Almaceneros Minoristas*).

Tras una emisión de deuda externa de pequeña cuantía (poco más de 200 mil libras) para comprar la *Panamerican Transcontinental Railway Company*, el Gobierno de Uruguay acordó en 1915 con los acreedores una moratoria en el pago de la deuda mientras se prolongase la guerra. El acuerdo fue celebrado por ambas partes. Uruguay podía aprovechar el aumento de reservas para, a medio plazo, redimir su deuda, mientras que los titulares serían compensados con tipos de interés más elevados si la recaudación de aduanas superaba los 17 millones de pesos. Ello explica en parte el

abandono del patrón oro (Uruguay, sin estar implicado en el conflicto, no tenía mayor necesidad). De esta suerte podía dedicar todas las entradas de oro en el BROU al mencionado propósito, librada de la servidumbre de la convertibilidad. De hecho, las reservas monetarias llegaron a igualar a la base monetaria, en torno a 20 millones de libras a finales del 1915.

El de 1916 fue un mal año para el Uruguay y su mercado de capitales, lo que obligó al Gobierno a devaluar, a adoptar ese régimen denominado de “flotación sucia” (es decir, limitar la libre flotación del peso, pero sujeto a la intervención del BROU) que la no convertibilidad permitía.

Los empresarios uruguayos, particularmente los ganaderos, disfrutaron del abaratamiento del precio del dinero. En efecto, la inflación ocasionada por el aumento de la oferta monetaria repercutió básicamente en las mercancías extranjeras, con elasticidad precio muy alta, cuya entrada el país retrocedió significativamente. Paralelamente, el tipo de interés cayó, registrando niveles reales positivos. De nuevos los empresarios uruguayos se endeudaron, aunque de manera más moderada que en ocasiones precedentes (gráfico 11). El *Banco Italiano* desempeñó ahora el papel de prestamista generoso y complaciente.

Galvanizado por la abundancia de reservas, el Gobierno sucumbió también en la tentación del endeudamiento. Una vez más acudió a *Glyn, Currie, Mills and co* para colocar en el mercado deuda al 5% garantizada en oro por valor de algo menos de dos millones de libras y proseguir con el proceso de nacionalización de las vías férreas.

Los agentes económicos no parecían haber escarmentado después de lo sucedido en 1913. Transcurridos sólo siete años se encontraban en la misma situación de sobre endeudamiento público y privado. Pero el Gobierno entendía que la flotación del peso iba a librar al peso de nuevos crashes bursátiles. No fue así.

La crisis del *Banco Italiano del Uruguay* en 1920 debido al impago de los créditos a causa de la depreciación y brutal descenso de las exportaciones de carne provocó un nuevo pánico bursátil (gráficos 1, 2 y 3). Sucedió—cómo no—en julio. La cotización de sus acciones se dividió, nada menos, que entre tres en los primeros días de mes. El resto de los Bancos (el *Popular* y el de *Crédito*) abandonaron de inmediato el parque. Decenas de personas se agolparon en las puertas de esas entidades esperando recuperar sus ahorros. El crash abortó el proyecto de unirse todas las patronales en la Cámara y Comercio y en la creación de una nueva Bolsa que diese cobijo a quienes huyeron de ella por la tutela estatal, mitigada por la ausencia del poderoso *Banco Hipotecario*.

La situación fue a peor en 1921, debido al mal comportamiento de las exportaciones (gráficos 5 y 6). Sin embargo los responsables políticos no se dieron por enterados, convencidos de las virtudes de la flotación sucia. Interpretaron la venta de los títulos por *Glyn, Currie, Mills and co* pocos meses antes en la Bolsa de Londres a un 25% de su valor nominal, no como una prueba de falta de confianza en la solvencia del país por parte de su principal prestamista, sino como justamente lo contrario. En tal convicción, el Gobierno colocó deuda por valor de un millón y medio de libras pagaderas en dólares-oro en la Bolsa de Nueva York al 9,85%, nada menos. El crédito y la emisión de billete siguieron su curso ascendente (gráficos 11 y 12). Incluso nuevas compañías se incorporaron a la Bolsa, como las dos cerveceras de país, la de la *Fábrica de Papel X* y la del *Mercado del Puerto*. Eso sí *Salús* conservaba (y conserva, su condición de empresa más veterana).

El mercado castigó esta política en el muy corto plazo. Y de nuevo en julio de 1921. En el primero de ese mes, ante el aumento de la carga de la deuda, el gobierno anunció el cese del empleo de los recursos del fondo de amortización (es decir, la

redención anticipada) que se extendió a todos los títulos paso a paso hasta enero de 1922. En la Bolsa se entendió tal medida como un anticipo de una inmediata declaración de default. La cotización de la deuda se desplomó (gráficos 1 y 2). El Gobierno tardó algo más en poner fin a esas políticas monetarias y crediticias expansivas (e improcedentes), ya en 1923. El ajusté se materializó en una fuerte caída del PIB un año más tarde (gráfico 7).

Ya en julio de 1924 Uruguay tuvo que asumir el precio de tanta ligereza. Acorralado por los acreedores británicos, el Gobierno consiguió que el Congreso aprobase en julio un plan de reordenación de la deuda que puso el conjunto de las recaudaciones en manos de sus tenedores, incrementó las partidas presupuestarias para atender el servicio de la deuda y abrió cuentas en Londres equivalentes a un cuarto de la deuda en circulación. Al tiempo el BROU se comprometió a mantener la paridad con el dólar y la libra so pena de reducir los plazos de amortización de la deuda. La Bolsa (gráficos 1 y 2), como no podía ser de otro modo-recibió el acuerdo con subidas, a pesar de que la medida no afectó a la deuda interna, lo cual causó gran controversia. En ese momento sólo cotizaban tres títulos de renta variable en el parqué.

En 1926 se consumó el amordazamiento absoluto de Uruguay por culpa de su elevada deuda externa¹⁴. En ese año, perdida ya la confianza con *Glyn, Currie, Mills and co*, contrató el Gobierno deuda con la casa neoyorkina *Hallgarten & co*. un empréstito por valor de de 46 millones de dólares para convertir toda la deuda en circulación. De nuevo, su pago quedó garantizado en las rentas de aduanas. Pero el país asumió una obligación más onerosa y humillante. El Gobierno renunció a invertir en infraestructuras y en la compra de nuevas compañías ferroviarias a fin de garantizar el pago. Conviene señalar una particularidad de esta emisión: era la primera que contemplaba la exención del pago de todo tributo. Privado del atractivo que representó durante mucho tiempo la estabilidad monetaria para los inversores extranjeros, Uruguay ahora les seducía con ventajas fiscales.

LA TRAMPA DEL ENDEUDAMIENTO, LA CRISIS DE 1929 Y LA II GUERRA MUNDIAL

En 1927 la economía uruguaya se hallaba completamente atenazada, obligado el BROU a intervenir un tipo de cambio acorde con los intereses de sus acreedores y el Ejecutivo a contener el gasto público. Sin embargo, una leve mejoría en el saldo comercial (gráfico 5), gracias a los subsidios de exportación de tasajo a Cuba, hizo que la banca y los inversores, no sujetos a imposición externa, abandonasen toda cautela. Los banqueros del país perseveraban en la visión corto placista. La competencia era mucha y las posibilidades de negocio, pocas. En las épocas de vacas gordas había que sacar provecho porque el ciclo económico, con independencia del patrón cambiario vigente, era caprichoso y volátil. Por fin se habían percatado de ello. Es más, los mercados europeos de capitales eran demasiado tentadores para unos ahorradores muy conectados con ellos (no en balde, de allí procedían) y bien informados de lo que acontecía. Había que captar ese dinero que salía del país, empleando el aumento de las exportaciones como señuelo.

Justamente en 1927 el *Banco Popular del Uruguay* desató la batalla crediticia a la no tardó en sumarse el *Banco Hipotecario*, ausente de la escena financiera durante algún tiempo. El primero lanzó una ampliación de capital por valor de 600 mil pesos, suscrita en su totalidad ¡al doble de su valor nominal! Su objetivo era adueñarse del

¹⁴ Véase Bertino, Bertoni, Tajam y Yaffe (2005).

mercado de crédito agropecuario, algo que los inversores consideraron factible. Por su parte, el *Hipotecario* emitió en 1928 acciones por cuantía mucho más moderada, 100 mil pesos (era de titularidad pública y Uruguay estaba bajo control de su deuda externa). De nuevo el crédito creció a niveles que comprometían seriamente la solvencia de esas entidades (gráfico 11).

La Bolsa recuperó, sí no en niveles de negociación sí de cotización similares a los registrados en las vísperas del crash de 1913 (gráficos 1 y 2). El nuevo reglamento aprobado en 19227 dio aun mayor seguridad jurídica a las operaciones allí realizadas, sin más restricción para la admisión a su cotización que el compañías que se postulasen para ello superasen los 200 mil pesos de capital íntegramente desembolsado. Para participar en las ruedas no había-en la práctica-requisito excluyente. Es más, a fin de atraer a las operaciones “*over the market*” el espacio de la Bolsa y sus servicios estuvieron desde entonces a disposición de quien lo requiriese a cualquier hora del día. De hecho, en 1928 cotizaban dos decenas de firmas en las Bolsa. Como en sus mejores tiempos.

El crash de la Bolsa de Nueva York tuvo un efecto inmediato en la de la de Montevideo, por culpa de esa dolarización y de la flotación sucia que habían impuesto los acreedores norteamericanos. Pero a diferencia de otros países lo hizo, no en las acciones, sino en los títulos de renta fija. Es decir, inicialmente no hubo en Uruguay quiebras de empresas y pánico bancario. Fue el Estado y su crédito los que salieron mal parados.

No obstante la situación alarmó al Gobierno, que adoptó una política de manejo de la demanda avant *la lettre*, tan insólita como poco conocida. De inmediato abandono la flotación sucia-esa suerte de “patrón dólar”- para liberalizar la cotización del peso. Desde entonces sufrió una depreciación de hasta un 69% que se tradujo en un aumento de las exportaciones (gráfico 5). En un segundo término el Estado suscribió un nuevo contrato de emisión de deuda por 15 millones de dólares en 1930 con *Hallgarten & co* para financiar la ejecución de obras públicas y mitigar el desempleo. Por otra parte, los bancos recuperaron su política de discrecionalidad crediticia y el BROU la de dinero barato (gráficos 10 y 11). La nueva burbuja, creada en el peor momento, no tardaría en estallar.

La libre flotación del peso resultó un completó fiasco. Su depreciación no se tradujo en la mejora esperada de las exportaciones de productos de saladero (cotizados a un “*precio vil*”). De hecho, se deterioró sensiblemente el saldo comercial (gráfico 5). Incluso en noviembre de 1930, las corporaciones patronales solicitaron el retorno a la flotación sucia y economistas de prestigio pregonaban la necesidad de recuperar el patrón oro. Es más, la devaluación del peso aumentó la carga de la deuda, de suyo, soportada a duras penas. Entre tanto, la Bolsa, todavía afectada por ese proceso febril especulativo en lo que a la renta variable concierne, transitaba completamente ajena al fuerte declive económico que sufría el país (gráficos 1, 2 y 7).

En septiembre de 1931 el Gobierno por fin se avino a retornar al régimen de control de cambios. Simultáneamente, creó un fondo para la amortización de deuda, que tardó semanas en esfumarse. Las dos medidas llegaron demasiado tarde. En julio de 1932 el Uruguay se declaró en default provocando una caída, diferida artificialmente, de la cotización bursátil (gráficos 1 y 2). Las autoridades respondieron a la situación conteniendo el crédito y la emisión (gráficos 10 y 11). En lo que concierne a la Bolsa, los nuevos estatutos aprobados ese año establecieron unas condiciones mucho más severas para poder participar en las pujas, sobre todo a los inversionistas extranjeros, con el ingenuo propósito de contener la especulación. Un año más tarde, el nuevo Gobierno militar que se hizo con las riendas del país, intentó imponer el pago de la

deuda externa en pesos. La tentativa quedó en nada, debido a la airada protesta de los tenedores

Uruguay superó la depresión con relativa premura. Desde la perspectiva bursátil, lo hizo en 1935 (gráficos 1 y 2). En 1937, año en que los estatutos sufrieron una nueva reforma de poco alcance, eran ya 15 las empresas cotizadas en Bolsa, la más potente de ellas La *Cervecería Uruguaya*, que ya había realizado una ampliación de capital por valor de 800 mil pesos en 1933, la mayor formalizada por una firma no bancaria desde el nacimiento de las instituciones.

La recuperación temprana fue el resultado del buen comportamiento de las exportaciones y a esa política de ajuste. También ha de ser imputada a la estabilidad monetaria. En 1935 se restableció (con matices) el patrón oro. Es decir, se retornó a la convertibilidad pero la emisión obedeció más a las “*necesidades del país*” que a las reservas. De hecho se moderó notablemente con relación al PIB a fin de emplear el oro y las divisas en amortizar la deuda. En efecto, el Gobierno Uruguayo puso todo su empeño en recuperar su solvencia exterior, empeño materializado en un acuerdo con sus acreedores, en virtud del cual toda su deuda externa fue refundida en títulos de ente el 4 y el 5%, cuyo pago quedó garantizado en un 74% de la recaudación de aduanas. El acuerdo, por la minoración de la deuda que comportó, resultó muy beneficioso para la República. En esta ocasión recibieron la debida compensación los tenedores de deuda interna, unificada en su conjunto en bonos al 5%¹⁵.

En suma Uruguay puso fin al caos fiscal y monetario que imperó en el país desde 1926. De nuevo se presentaba ante el mundo como una *rara avis* en materia financiera en el contexto latinoamericano, como un país fiable donde las inversiones en valores gozaban de plena seguridad jurídica, ventajas fiscales y convertibilidad garantizada.

Pudo así su bolsa beneficiarse en mayor medida de las oportunidades comerciales que brindó el estallido de la II Guerra Mundial (gráficos 1, 2 y 5). Entre ellas estuvo la de consolidar un modelo de crecimiento por sustitución de importaciones cuya adopción venía gestándose desde hacía un par de lustros, tal y como revela la evolución del comercio exterior del país (gráfico 6). En los años del conflicto se sumaron a la negociación oficial de sus acciones tres decenas de empresas manufactureras. Estas nuevas firmas hicieron que la Bolsa tuviese un impacto directo (aunque todavía menor) en el tejido productivo del país, impacto que no se había percibido hasta entonces.

Las cotizaciones alcanzaron los niveles previos al crash de 1929 (gráfico 1 y 2). Es más, la Bolsa, atendiendo al volumen de negociación, recuperó el dinamismo perdido en 1913 (gráfico 8). De hecho, desde la euforia de sus primeros años de vida, imbuída entonces por el entusiasmo de sus fundadores, la Bolsa no había conocido una situación de tal febrilidad. El Estado ayudó a ello, pero, eso sí, moderando el crédito y la emisión a fin de evitar la formación de una nueva y letal burbuja financiera (gráficos 10 y 11).

Es más, la coyuntura bélica atrajo a los capitales europeos. Tras sucesivas prórrogas, el grueso de los tenedores de deuda se sumó a la conversión de 1937, de suerte que Uruguay pudo, por fin, dar un respiro a sus siempre necesitadas arcas públicas.

Obviamente, la situación mudó por completo concluida la Guerra Mundial y construido un nuevo orden económico mundial, obrando incluso Uruguay como

¹⁵ Nahum (1995)

anfitriona, con la celebración de la primera ronda del GATT. Pero la de la acomodación de la Bolsa al nuevo statu quo es otra historia.

CONCLUSIONES

La Bolsa de Montevideo sobresale entre las de América Latina por lo temprano de su nacimiento y su vitalidad, particularmente hasta 1913. Que en un país minúsculo poco poblado, surgiese un intermediario financiero con unas dimensiones (atendiendo al número de agentes que en él intervinieron) superiores a las de la Bolsa de la populosa Buenos Aires tiene un mérito sobresaliente.

En efecto, y como primera observación, sugiere que la conocida especialización en materia de transacciones financieras del Uruguay arranca de antiguo. Fue, como señalaba párrafos atrás, la recompensa al esfuerzo de un empresariado local que alardeaba de una sólida formación económica, de un conocimiento de los mercados de capitales europeos y de un liberalismo sin fisuras en su ideario. Sabían cómo hacer las cosas y también como no hacerlas, evitando los errores cometidos en Buenos Aires. Son, en efecto, dos Bolsas hermanas la de Montevideo y la de la capital argentina, pero no subordinada la segunda a la primera.

Adicionalmente, mi trabajo esclarece un aspecto muy poco conocido: las relaciones entre las finanzas bursátiles y las actividades agropecuarias. La Bolsa, en parte, sirvió para transferir recursos a los “pioneros” que llegaban de la Europa del Mediterráneo, a través del *Banco Nacional* primero, y del *Banco Hipotecario Territorial* después, mediante la colocación de acciones en el parque. Al menos hasta el estallido de la I Guerra Mundial la llegada de inmigrantes estimuló la actividad bursátil al punto de que se puede establecer una nada descabellada relación entre las realidades demográfica y la financiera del país.

En tercer lugar, Gobierno supo, a través de la Bolsa de Montevideo, captar el interés de los inversores europeos y dar a conocer las oportunidades de negocio del Uruguay gracias a dos instrumentos: la solvencia del Estado y la estabilidad monetaria, virtudes ambas poco comunes en la historia financiera de América Latina. Era ya, pues, tras la crisis financiera de 1866, la Suiza de América. Sus gobernantes identificaron desde el primer momento los instrumentos que emplear para captar inversiones foráneas a través de esta institución y del conjunto de su sistema financiero: seguridad jurídica, ventajas fiscales y sometimiento estricto a las reglas de funcionamiento del patrón oro y a los estabilizadores automáticos. El éxito de la institución, una de las más sólidas y fiables de la joven República, resulta incontrovertible, al menos hasta 1913. Insisto: Uruguay organizó un mercado secundario formal de valores décadas antes que México, Chile, Colombia y Venezuela, economías mucho más poderosas.

Considero que esa especie de precocidad financiera explicativa, en buena medida la posición ostentada en nuestros días por Uruguay, en los movimientos internacionales de capitales, constituye la principal aportación de mi trabajo.

Ahora bien, el estudio de la Bolsa de Montevideo suscita otras consideraciones, menos complacientes, muy a tener en cuenta en la interpretación del atraso económico relativo del país.

La primera de ellas tiene que ver con la capacidad de captación de la Bolsa de capitales ajenos. Lo hizo el Estado, sí con las emisiones de deuda. Pero no las grandes

empresas. Ni las saladeras ni siquiera las ferroviarias cotizaron en Bolsa. Se trata esta de una singularidad añadida de las montevideana: el distanciamiento total de las empresas titulares de ferrocarriles, cuyas acciones eran las más negociadas en el resto del continente. La razón no ha de ser otra que el escaso número de inversores potenciales, al margen obviamente de los cambios en su titularidad. La cotización preferente de la deuda es común al resto de las economías latinoamericanas. Las empresas privadas se financiaron a través de préstamos de instituciones paraestatales que captaban ahorro mediante la emisión de obligaciones y cédulas hipotecarias en el período de crecimiento por sustitución de importaciones que siguió al fin de la II Guerra Mundial. Pero Uruguay (y no es ningún mérito) se anticipó al fenómeno. Desde la crisis de 1913, muy poco conocida en su dimensión internacional, la renta variable quedó completamente relegada en favor de la deuda pública y otros títulos de renta fija

En segundo lugar, y muy relacionado con lo anterior, a pesar del temprano desarrollo del mercado de valores y de lo sofisticado, el grado de capitalización bursátil de la economía uruguaya fue muy bajo. En 1930 nada menos que diez veces menos que la vecina argentina, medido como el volumen de negociación con respecto al PIB o a la población del país. Era una bolsa moderna, dinámica pero diminuta..

Finalmente, la Bolsa de Montevideo y la trayectoria de sus cotizaciones evidencian que la combinación de un sistema financiero de dimensiones excesivas, medido en términos de número de entidades (y por ende en grado de competencia en la captación de activos), algo más que evidente en el caso uruguayo en el que las barreras de entrada al mercado eran tan laxas (particularmente para las filiales de bancos extranjeros, incluidos los argentinos), endeudamiento público y generosidad crediticia inexorablemente desembocaban en un crash bursátil. En el caso uruguayo esa secuencia se manifiesta de manera palmaria. Tanto daba la convertibilidad o no de la moneda o el grado de intervención del BROU en la determinación del tipo de cambio

.A mayor abundamiento, el caso uruguayo evidencia que los grandes crashes bursátiles tuvieron como anticipo una crisis de deuda. Caso tras caso. Lo chocante (o justamente por eso) es que los crashes bursátiles se produjeron en una Bolsa donde se negociaba casi exclusivamente desde la Gran Guerra deuda pública, cuya cotización era aparentemente más estable. Ello invita a incluir en el estudio de las crisis financieras en América Latina a la valoración de la deuda (interna y externa), de la que se ha prescindido hasta la fecha.

BIBLIOGRAFÍA CITADA

ACADEMIA NACIONAL DE ECONOMÍA (1984): *Contribución a la Historia Económica del Uruguay*. Montevideo, Academia Nacional de Economía.

ACEVEDO, Eduardo (1903): *Economía Política y Finanzas. Extracto del discurso pronunciado en la Universidad*. Montevideo, El Siglo Ilustrado.

ARTAGAVEYTIA, Ricardo (1941): *Memoria de la Bolsa de Comercio (1875-1940)*. Montevideo, Cámara Nacional de Comercio.

AZAR, Paloma *et alli* (2010): *¿De quiénes, para quiénes y para qué? Las finanzas públicas del Uruguay del siglo XX*. Montevideo, Instituto de Economía.

BERTINO, Magdalena y BERTONI, Reto (2006): “Más de un siglo de deuda pública uruguaya (1870-2000)”. DT 4/06. Departamento de Economía.

BERTINO, Magdalena, BERTONO, Reto, TAJAM, Héctor y YAFFÉ, Jaime (2005). Montevideo, Fin de Siglo.

BERTINO, Magdalena y TAJAM, Héctor. (1999): *El PIB de Uruguay*. Montevideo, Universidad de la República.

BÉRTOLA, Luis (1998): “El PIB uruguayo y otras estimaciones (1870-1936). DT. Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Montevideo

BOLSA DE COMERCIO (1947): *Antecedentes históricos y organización de la Bolsa. Condiciones generales del intercambio en el Uruguay*. Bolsa de Comercio, 1947.

BONINO, Nicolás, ROMÁN, Carolina y WILLELBAD, Henry (2012): “PIB y estructura productiva en Uruguay (1870-2011): Revisión de series históricas y discusión metodológica”. DT. 05/12. Instituto de Economía.

DÍAZ, R. (2003): *Historia Económica de Uruguay*, Montevideo, Taurus.

CÁMARA NACIONAL DE COMERCIO (1897.-1945): *Memoria anual*, Montevideo, Cámara Nacional de Comercio.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (1981): *Análisis preliminar de algunas variables económicas vinculadas con la cotización de acciones en la Bolsa, en el período 1930-1980*. Cámara Nacional de Comercio.

_____ (1983): *Historia bancaria, monetaria y del mercado de capitales del Uruguay*. Montevideo, Cámara de Comercio del Uruguay.

FERNÁNDEZ SALDAÑA (1947): *Historia de la Bolsa de Comercio de Montevideo*. Montevideo, Cámara Nacional de Comercio.

HABER, S., RAZO, A. & MAURER, N. (2003): *The Politics of Property Rights. Political Instability, Credible Commitments and Economic Growth in Mexico, 1876-1929*. Cambridge: Cambridge University Press.

NAHUM, Benjamín (1995): *Deuda externa del Uruguay, 1875-1939*. Montevideo, EBO.

PONCE DE LEÓN, Napoleon Baccino (2000): *Bolsa de Valores. Montevideo. 1867-2000*. Montevideo, Bolsa de Valores.

VISCA, Carlos (1963): *Emilio Reús y su época*, Montevideo, Ediciones de la Banda Oriental.

WILLIAM, José Claudio (1984): *Historia Económica del Uruguay (1811-1900)* (Tomo I), Montevideo, Ediciones de la Plaza.

WINN, Peter (2010): *Inglaterra y la Tierra Púrpura. Gran Bretaña y Uruguay en el siglo XIX. Tomo II. Boom, quiebra e imperio económico, 1880-1903*. Montevideo, Ediciones de la Banda Oriental.

ANEXO

COTIZACIONES DE LA BOLSA DE MONTEVIDEO, 1875-1945 (en términos nominales y números índices 1913=100)

	RENTA FIJA	RENTA VARIABLE
1875	8,3	26,7
1876	8,8	13,4
1877	11,0	10,5
1878	13,1	6,5
1879	13,5	5,2
1880	14,8	11,1
1881	13,0	18,9
1882	15,4	6,5
1883	15,7	8,6
1884	23,0	10,5
1885	19,5	21,0
1886	34,3	35,2
1887	46,5	52,9
1888	36,7	51,7
1889	29,0	53,7
1890	28,9	38,0
1891	22,4	25,9
1892	24,6	24,0
1893	24,8	19,4
1894	31,7	20,8
1895	35,2	22,7
1896	36,5	21,9
1897	29,2	21,4
1898	73,0	11,6
1899	80,5	12,4
1900	87,7	11,0
1901	51,8	13,3
1902	40,9	16,4
1903	75,0	22,8
1904	86,2	20,8
1905	71,8	29,4
1906	79,0	39,2

1907	89,5	49,7
1908	90,3	49,5
1909	94,3	56,4
1910	110,8	83,7
1911	136,3	104,0
1912	132,5	121,0
1913	100,0	100,1
1914	77,6	76,3
1915	71,1	62,3
1916	73,1	57,6
1917	61,3	48,0
1918	58,6	48,1
1919	56,6	48,5
1920	48,0	52,5
1921	60,8	25,5
1922	72,7	34,1
1923	71,9	48,5
1924	65,4	54,0
1925	64,6	62,4
1926	72,7	73,5
1927	75,9	67,0
1928	75,6	71,0
1929	78,6	78,0
1930	79,5	95,0
1931	77,3	107,9
1932	68,4	99,4
1933	65,3	63,3
1934	52,9	45,1
1935	66,0	62,3
1936	63,9	60,6
1937	78,7	93,8
1938	72,0	95,9
1939	71,0	98,3
1940	68,5	98,9
1941	77,5	103,7
1942	69,3	105,2
1943	64,6	101,3
1944	72,6	111,8
1945	66,3	94,4

COTIZACIONES DE LA BOLSA DE MONTEVIDEO, 1875-1945 (en pesos de 1913
y números índices base de ese año)

	RENTA FIJA	RENTA VARIABLE
1875	5,7	18,3
1876	6,0	9,2
1877	7,8	7,5
1878	9,4	4,7
1879	10,4	4,0
1880	11,4	8,5
1881	9,9	14,4
1882	11,5	4,9
1883	11,5	6,3
1884	16,5	7,5
1885	13,1	14,1
1886	20,9	21,5
1887	27,3	31,0
1888	21,8	30,8
1889	20,3	37,5
1890	19,9	26,2
1891	14,7	17,0
1892	13,8	13,5
1893	14,0	11,0
1894	17,0	11,1
1895	19,9	12,9
1896	19,7	11,8
1897	16,8	12,3
1898	44,2	7,0
1899	52,5	8,1
1900	57,1	7,1
1901	34,5	8,9
1902	24,1	9,6
1903	48,3	14,7
1904	54,9	13,2
1905	51,6	21,1
1906	61,7	30,6
1907	69,4	38,6
1908	67,7	37,1
1909	73,1	43,8
1910	89,4	67,5
1911	114,2	87,1
1912	113,2	103,4
1913	100,0	100,1
1914	85,5	84,0

1915	91,1	79,8
1916	94,6	74,6
1917	93,7	73,3
1918	92,1	75,6
1919	92,9	79,6
1920	82,2	89,9
1921	87,3	36,6
1922	88,0	41,2
1923	93,2	63,0
1924	94,0	77,7
1925	93,2	90,1
1926	97,8	98,8
1927	102,9	90,8
1928	103,5	97,3
1929	106,6	105,6
1930	105,1	125,5
1931	102,1	142,6
1932	91,8	133,5
1933	89,1	86,3
1934	76,0	64,8
1935	96,2	90,7
1936	100,9	95,7
1937	107,5	128,1
1938	98,1	130,7
1939	102,1	141,3
1940	102,8	148,4
1941	115,6	154,7
1942	106,3	161,3
1943	105,4	165,2
1944	122,4	188,3
1945	126,1	179,5