

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

Magdalena Bertino - Reto Bertoni
Octubre de 2003

INSTITUTO DE ECONOMIA
Serie Documentos de Trabajo

DT 08/03

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

Magdalena Bertino

magda@iecon.ccee.edu.uy

Reto Bertoni

reto@iecon.ccee.edu.uy

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

* Este trabajo se encuadra en el proyecto en curso en el Área de Historia Económica del Instituto de Economía, “Historia Económica del Uruguay. 1911-1930”. Agradecemos los comentarios realizados por los otros docentes del Área, Héctor Tajam y Jaime Yaffé, y las becarias de investigación Paola Azar, Adriana Donnángelo y Claudia Sanguinetti. Agradecemos también los comentarios recibidos de los docentes de la Cátedra Historia Económica del Uruguay, Benjamín Nahum, José Rilla y Gabriel Buchelli. Dos versiones anteriores de este trabajo fueron presentadas y discutidas en las XVIII Jornadas de Historia Económica (Mendoza-Argentina, 18-20 de setiembre de 2002) y en las III Jornadas de Historia Económica (Montevideo, 9-11 de julio de 2003); nuestro reconocimiento a quienes contribuyeron al debate y especialmente a quienes actuaron como comentaristas en dichos eventos, Jorge Schvarzer y Andrés Regalsky.

Resumen

En el marco del análisis de las Finanzas Públicas en una perspectiva histórica resulta de particular interés indagar en las fuentes de financiamiento del Estado. Desde este punto de vista pueden señalarse la recaudación y el crédito público como los principales mecanismos utilizados históricamente para satisfacer aquella necesidad. Los especialistas hacen hincapié en lo importante que resulta evaluar el nivel y el tipo de endeudamiento al que debe recurrir el Estado para hacer frente al Gasto Público.

En este trabajo se realiza un seguimiento de la Deuda Pública del Uruguay desde 1905 hasta 1939. Esto es, desde el fin de las “guerras civiles” y la consolidación del batllismo en el poder, hasta la culminación de los “arreglos” para normalizar la situación del crédito público después de la moratoria de 1932.

El período es por demás interesante. Se inicia con una mega-operación de conversión de deuda interna en deuda externa. Transita por los avatares de la desintegración económica internacional que provocó la Primera Guerra Mundial y el consecuente “descalabro” del mercado de capitales. El gobierno uruguayo se ve obligado a suspender el servicio de amortización de la deuda pública y a apelar a la emisión de deuda interna para sobrellevar las dificultades financieras del Estado. Nuevamente, el impacto de la crisis del 29 conduce a las medidas excepcionales que adoptaron el Consejo Nacional de Administración y la dictadura de Terra para solucionar el problema de la deuda.

Discurriendo por ese abstruso itinerario, se aborda la evolución de la Deuda Interna y Externa, los factores locales e internacionales del desempeño de ambas, las condiciones financieras en que se concretaron los diferentes empréstitos y las consecuencias macroeconómicas del predominio de una u otra forma de endeudamiento.

Esta aproximación al “problema de la deuda” permite discutir tres cuestiones centrales: el real peso de la dependencia financiera del exterior, la actitud del capital local ante las necesidades financieras del Estado y las medidas de política instrumentadas ante la cesación de pagos a que condujeron dos profundas crisis.

La hipótesis fuerte que se sustenta es que la variable independiente que explica la dinámica de la deuda pública uruguaya en el período fue la situación del mercado internacional de capitales y que, en condiciones de restricción del crédito externo, el capital local constituyó una fuente de financiamiento del sector público. Estos capitalistas hicieron gala de una flexible actitud, invirtiendo en deuda pública según las expectativas de rentabilidad y riesgo que ésta ofrecía.

Los resultados de la investigación fortalecen esa visión del proceso y abren el camino para profundizar en el grado de dependencia financiera con el exterior en las primeras tres décadas del siglo XX.

CONTENIDO

Resumen	3
Introducción	5
I. Una primera aproximación	6
II. La deuda pública circulante en las primeras décadas del siglo XX	7
III. Dinámica del endeudamiento público (1905-1939)	10
III.1. 1905-1913: Predominio de la emisión en el extranjero	11
III.2. 1913: Año bisagra	12
III.3. 1914-1925: Moratoria y estabilización del crédito público	13
<i>III.3.1. La moratoria</i>	<i>1314</i>
<i>III.3.2. Wall Street: una nueva fuente de financiamiento</i>	<i>14</i>
<i>III.3.3. El recurso al capital local</i>	<i>15</i>
<i>III.3.4. La crisis de posguerra y la reanudación del servicio de amortización</i>	<i>15</i>
<i>III.3.5. El "arreglo" de la deuda externa</i>	<i>16</i>
III.4. 1926-1930: una nueva oleada de endeudamiento externo	16
III.5. 1931-1939: Crisis, moratoria, arreglo y conversión de la deuda pública	17
IV. El capital local ante las necesidades financieras del Estado	19
IV.1. El desarrollo de la deuda interna	19
IV.2. La internación de la deuda externa	23
V. Conclusiones Sumarias	2828
VI. Bibliografía y Fuentes	2929
VII. Apéndice Estadístico	3030
VII. Glosario	3333

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 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. Aquél 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.¹

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, éste 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 ésta ofrecía. 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.² 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.

¹ 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"*.

² Damonte, J. y Saráchaga, D., *Evolución Monetaria del Uruguay...*

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.³

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 información muy importante. Así mismo fue posible localizar dos 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 y Rodolfo Lockhart de los años cuarenta del siglo pasado.

A partir de la revisión de estos antecedentes y movilizandó información proveniente de fuentes primarias, entre las que destacamos las publicaciones de la Dirección de Crédito Público, 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 su dimensión en términos absolutos y relativos.

A continuación se desarrollan 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 de su “internación”.

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.

³ Nahum, B. *La Deuda Externa Uruguaya, 1864-1930...* p. 107.

Hasta la década del sesenta del siglo XIX el capital local (fundamentalmente el comercio de Montevideo) fue el principal prestamista del Estado⁴; 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.

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 1914⁵ 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 orden del 30%, en esos 15 años.

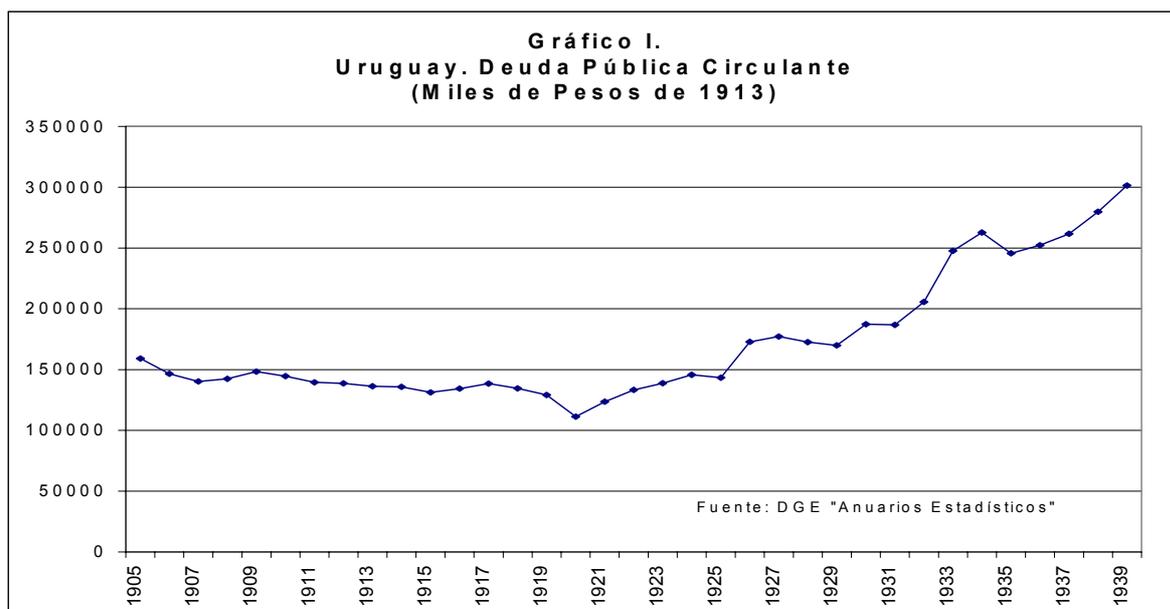
Al comenzar la tercera década del siglo se revierte aquella tendencia y se asiste a un incremento del endeudamiento público, alcanzando tasas de crecimiento del 5% acumulativo anual entre 1920 y 1925. Esta nueva tónica en la evolución del monto circulante se consolidará en la segunda mitad de los años 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.⁶

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

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

⁶ 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.



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.⁷

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.

⁷ 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 niveles actuales, dado que es de suponer que las estimaciones del PBI representan una cobertura mucho mayor de la actividad económica.

Cuadro 1

**Deuda Pública por habitante
Promedio quinquenal, pesos de 1913**

1900-04	182	1920-24	91
1905-09	143	1925-29	104
1910-14	120	1930-34	123
1915-19	103	1935-39	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 incrementada durante los años veinte alcanzando la máxima de 14 millones en 1931 (en valores constantes).⁸ Debe recordarse que en 1914 se suspendió el servicio de amortización y que 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.⁹

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.

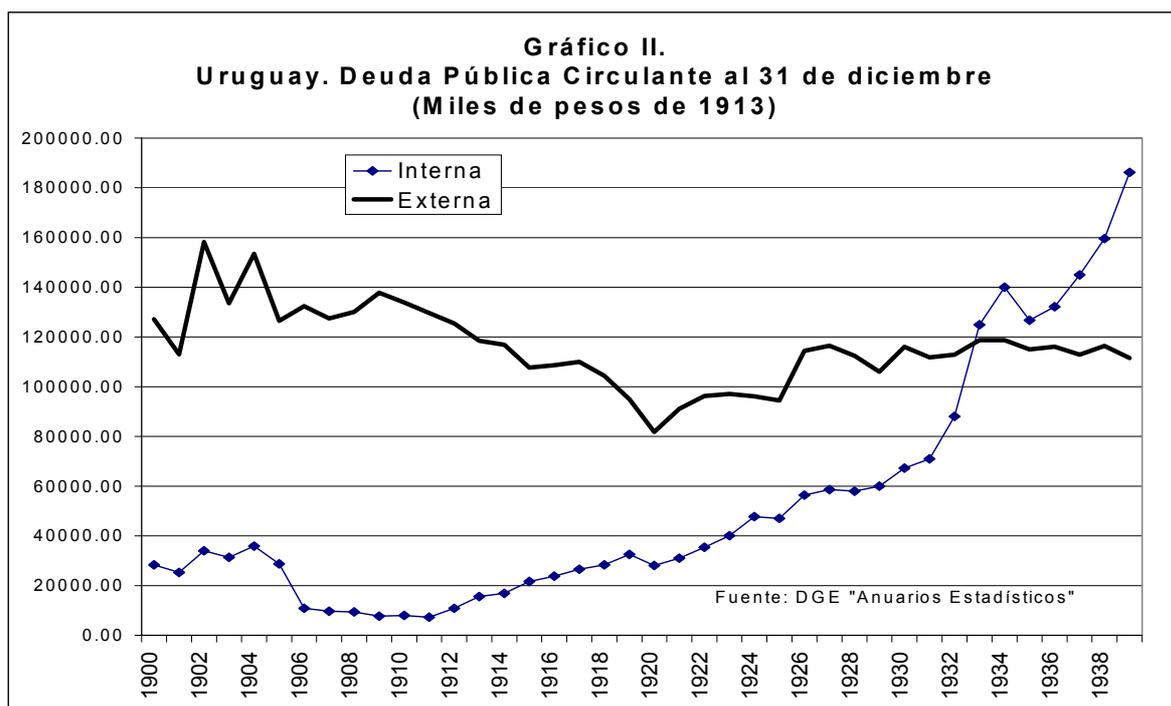
La deuda externa, que representaba el 80% del total de la deuda pública en 1900, experimentó un significativo crecimiento en 1905 por la concreción de una operación de conversión de deuda interna en externa, aprovechando una tasa menor de interés en el mercado internacional de capitales.¹⁰ Este constituyó 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.

⁸ 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 .

⁹ Apéndice Estadístico CUADRO B.

¹⁰ 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.



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%.

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 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.¹¹ 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 2/3 de la recaudación de las rentas aduaneras.

¹¹ Nahum, B. La Deuda Externa Uruguaya... p. 41.

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 se señaló antes, 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 manejaron las finanzas públicas los gobiernos de José Batlle y Ordóñez y Claudio Williman fue elogiada por las clases conservadoras locales y tomada 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.¹² 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”.¹³ La obtención del crédito de 18 millones era muy 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 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

¹² Nahum, B. Deuda Externa Uruguayana... p. 52.

¹³ Zubillaga, C. El reto financiero... p.22.

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.¹⁴

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.¹⁵

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.¹⁶

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 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

¹⁴ Idem. p. 34.

¹⁵ Véase Cuadro I.

¹⁶ Nahum, B. Deuda Externa Uruguaya... p. 62.

maniobras especulativas del capital nacional¹⁷. 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..."¹⁸

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.¹⁹

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.

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

¹⁷ Zubillaga, C. El reto financiero... p. 54.

¹⁸ Finch, H. *Historia Económica del Uruguay Contemporáneo* p. 166.

¹⁹ 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.

la inconvertibilidad del peso uruguayo el 8 de agosto de 1914. Desde entonces varias prórrogas la mantuvieron hasta que, en 1923, se declaró que 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.²⁰

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.²¹

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.²²

Las necesidades financieras del sector público aumentaban al mismo tiempo que las complicaciones para acceder al crédito. 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 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.

²⁰ Nahum, B. Evolución de la Deuda Externa... p. 26.

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

²² Nahum, B. Deuda Externa Uruguaya... p. 73.

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 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 déficit fiscales generados durante la guerra y su incremento en los años siguientes agudizaron las necesidades financieras del Estado. Este fenómeno fue acompañado por 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, es decir, 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 cubrir déficit presupuestales y el resto destinarlo 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 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 provenientes 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.²³

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, éstos 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.²⁴

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 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

²³ 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.

²⁴ 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)

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 \$12,70.²⁵

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 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

²⁵ E.Acevedo Alvarez, La gran obra..., p.131.

son dirigidos a plazas extranjeras, para disfrutar contra el país de la enorme prima que importa la aludida diferencia de cambio".²⁶

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".²⁷

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.²⁸ 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.²⁹

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%.

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

²⁷ Berchesi, N. *Conversiones de la deuda externa...* p.269.

²⁸ 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.

²⁹ "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 poseían (o "eran tenedores del") 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 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.

IV. El capital local ante las necesidades financieras del Estado

IV.1. El desarrollo de la deuda interna

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.³⁰

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 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 Estado apeló a este recurso 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”.³¹ El total del monto de emisión autorizado en esos años ascendió a 161,6 millones de pesos, de los cuales el 61% correspondió a papeles colocados en el mercado local.

A partir de los datos manejados y que se resumen 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, durante el período se alternan una y otra forma de financiación. Al principio y al final del mismo, en el

³⁰ 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)

³¹ Ferrando, J. Reseña del crédito público del Uruguay... p. 159.

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 obtuvieron 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 comprobar 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, antes de la Primera Guerra Mundial, al 40% 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.

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

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...”.³²

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 nacional³³, 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 las pruebas obtenidas.

Nuestra idea es que el capital local, más que adoptar una constante negativa a concurrir al financiamiento del Estado, adoptó una actitud racional ante sus necesidades financieras: invirtió en deuda pública en función de las expectativas de rentabilidad que ella ofrecía, 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 datos que indicarían que no permaneció al margen³⁴, 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 éste 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 éste despierta.

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.³⁵

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?

³² Zubillaga, C. El reto financiero... p. 209.

³³ Idem. p. 98.

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

³⁵ 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.

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...”*³⁶

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.

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%.³⁷

Y hay más: Zubillaga afirma que “el expediente de emitir deuda interna [de Obras Públicas y Conversión], ensayado oportunamente, se había demostrado inconducente”³⁸. 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).

Este dato se ve respaldado, 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,

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

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

³⁸ Zubillaga, C. El reto financiero... p. 98.

*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”.*³⁹

¿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 información.

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 los datos manejados, afirmar que el “capital local” encontró atractiva la alternativa de inversión ofrecida por la deuda pública 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 éstos 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 Saráchga⁴⁰, 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.⁴¹

³⁹ Acevedo Alvarez, E. La Gran Obra de los Poderes Constitucionales.... p. 187.

⁴⁰ Damonte, J. y Sarachaga, D. *Evolución Monetaria del Uruguay...*

⁴¹ 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*

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.⁴² 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.⁴³ 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 éstas 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.

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

Fuente: Anuarios Estadísticos y Dirección de Crédito Público

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.

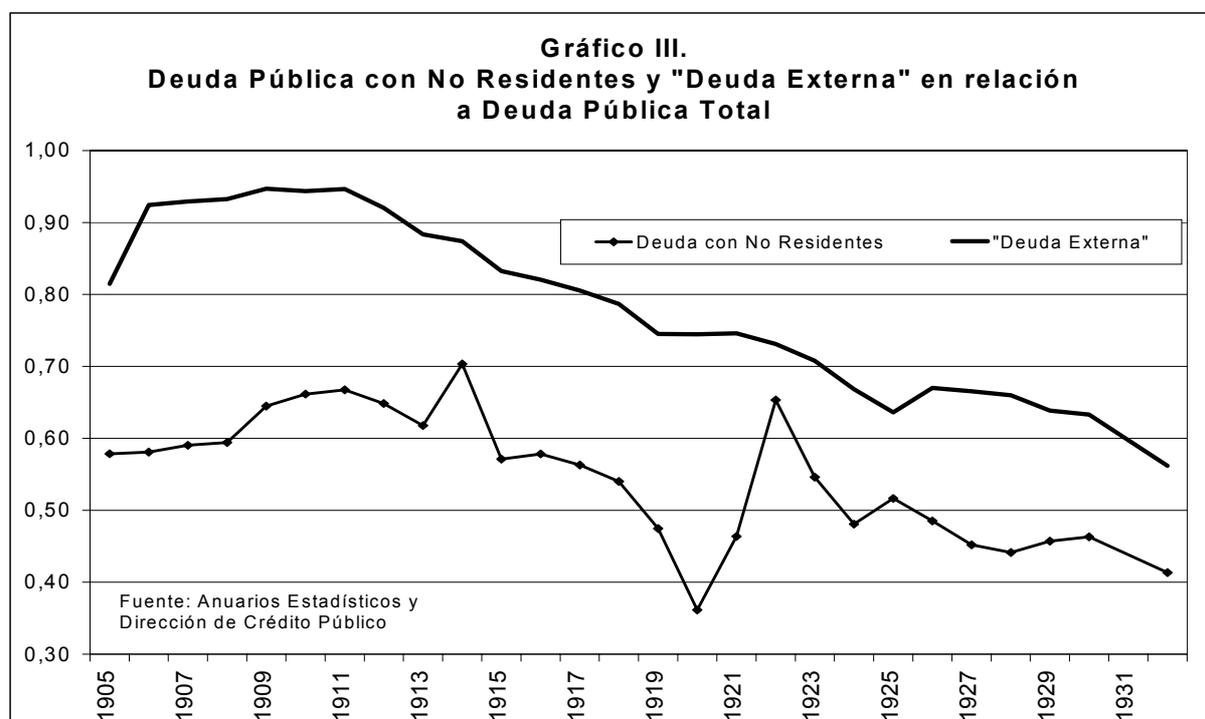
El Gráfico III permite visualizar el cambio de nivel que se produce entre la primera y la tercera década del siglo XX. El factor desencadenante podría encontrarse en la inversión de los excedentes generados en la favorable coyuntura de precios durante la Guerra. La adquisición de títulos de deuda pública externa por parte de residentes sería, al mismo tiempo,

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.

⁴² En los Anuarios Estadísticos de la DGE, se reproduce esta misma información.

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

un reflejo de la rentabilidad relativa que ellos ofrecían 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 datos 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...”⁴⁴

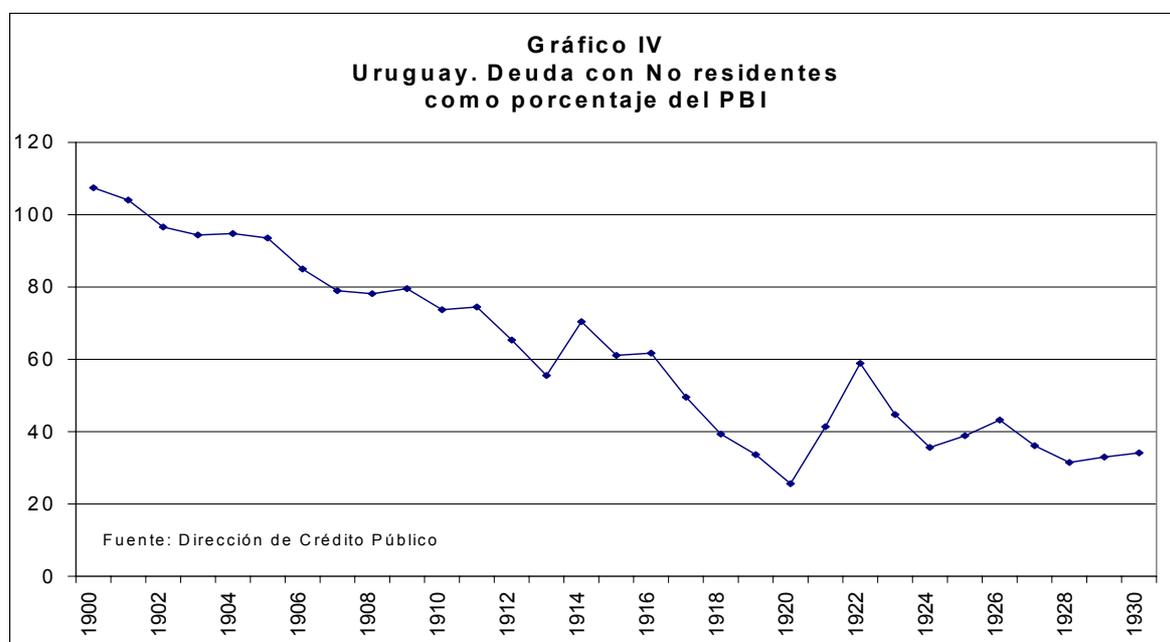
Estas constataciones permiten también interpretar la internación de la deuda como un fenómeno que reduce el grado de dependencia respecto al capital extranjero. Si observamos ahora el Gráfico IV podemos apreciar cómo evolucionó la “deuda con no residentes” respecto a la generación de riqueza en el país. 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%. Así mismo, la Conversión de 1905 aparecería como

⁴⁴ Martínez Lamas, J. Riqueza y Pobreza... p. 302.

responsable de elevar el endeudamiento con el exterior hasta representar más del 90% del total de la deuda, cuando en realidad 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.



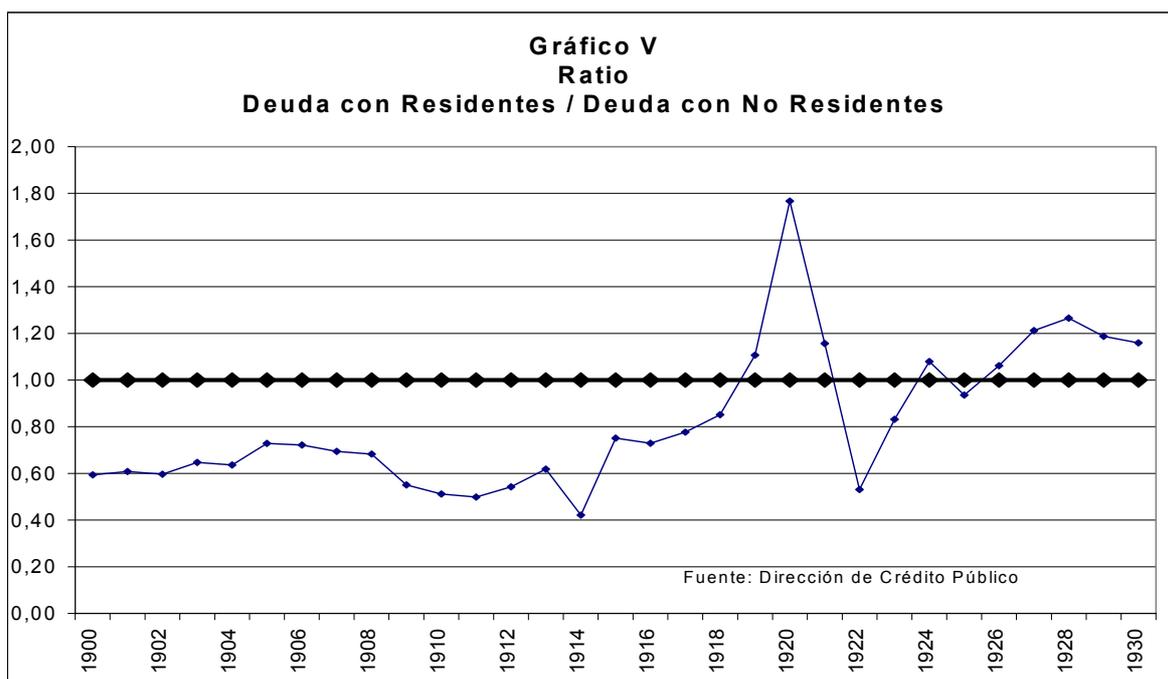
Para culminar con el análisis de la información, puede señalarse que, en términos reales, la deuda externa uruguaya descendió entre 1900 y 1930 casi un 9%, pero la deuda con no residentes cayó un 13%. La solución al enigma reside en que los títulos en poder del capital local aumentaron un 5% en el mismo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

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, en la posguerra –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.

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...”⁴⁶

⁴⁵ Apéndice Estadístico CUADRO C.

⁴⁶ Zubillaga, C. El reto financiero... p. 205-206.



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.⁴⁷ 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 – y utiliza hoy– la inversión en cartera como mecanismo de reproducción. El fin del siglo XX

⁴⁷ Idem. p. 207.

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. Su estudio 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%.⁴⁸ 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.

⁴⁸ 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.**, *Battle, 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 FCCEEyA. 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 Uruguaya, 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.
- Silveira, F.**, *Deuda pública nacional: 1900-1939*. Monografía FCCEEyA, Montevideo, 1941.
- Zubillaga, C.**, *El reto financiero*. Montevideo, 1982.

VII. Apéndice Estadístico

CUADRO A								
Uruguay. Deuda Pública (miles de pesos corrientes)*								
Fuentes: DGE “Anuarios Estadísticos”; Bertino-Tajam “El PBI uruguayo”								
	Monto Circulante al 31 de diciembre				Deuda como Porcentaje del PBI			
	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”					
	Miles de pesos corrientes				Serv/PBI
	Intereses	Amortización	Bonific.*	TOTAL	%
1900	4958	1137		6095	8,6
1901	4911	1184		6095	8,4
1902	4858	1231		6089	7,8
1903	4748	1620		6368	8,2
1904	4685	1316		6001	7,8
1905	4641	1250		5891	8,0
1906	4949	2565	292	7806	9,2
1907	4925	1926	32	6883	7,3
1908	5014	2026	17	7057	7,3
1909	5229	2120	3	7352	6,9
1910	5381	2208	0,35	7589	6,4
1911	5305	2268	0,007	7573	6,5
1912	5374	2355		7729	5,9
1913	5367	2514		7881	5,3
1914	5697	2085		7782	5,6
1915	6147	790		6937	5,1
1916	6429	579		7008	5,0
1917	6736	617		7353	4,1
1918	7164	492		7656	3,5
1919	7550	263		7813	3,3
1920	7868	380		8248	3,4
1921	7942	2280		10222	5,2
1922	8426	2481		10907	5,6
1923	8484	2023		10507	4,8
1924	9562	2626		12188	4,9
1925	9647	3668		13315	5,3
1926	11495	3997		15492	6,3
1927	10774	4374		15148	5,6
1928	11082	4661		15743	5,3
1929	11069	4831		15900	5,4
1930	11868	5650		17518	5,5
1931	12681	5940		18621	6,6
1932	13063	2571		15634	5,9
1933	15132	51		15183	6,1
1934	15448	220		15668	5,6
1935	16142	78		16220	5,2
1936	15762	83		15845	4,7
1937	15174	3361	1976	20511	5,5
1938	15310	1278	678	17266	4,6
1939	16617	3106	205	19928	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.

VII. Glosario

Deuda Circulante

Deuda emitida y no amortizada.

Deuda Externa

Actualmente se considera deuda externa la que se encuentra en manos de no residentes en el país. Se distingue entre deuda externa pública y privada según el agente del que se trate. Históricamente y refiriéndose al período estudiado, se entiende como deuda externa la deuda pública concertada en las plazas internacionales con particulares, con independencia de la residencia de los tenedores.

Deuda Interna

Actualmente se considera deuda interna la que se encuentra en manos de residentes en el país. Se distingue entre deuda interna pública y privada según el agente del que se trate. Históricamente y refiriéndose al período estudiado, se entiende como deuda interna la deuda pública concertada dentro del país.

Deuda Internacional

Se trata de la deuda contraída en el exterior, pero cuando el acreedor es un gobierno extranjero.

Deuda Flotante

Deuda a corto plazo pendiente de pago. Está conformada por letras de tesorería (a pagar por la Tesorería General del Estado). Su plazo no supera al año y su monto es limitado. Se concerta tanto en las plazas financieras internacionales como dentro del país. Son expedientes provisorios que tienen la ventaja de no requerir autorización legislativa como la deuda pública mayor.

Deuda Consolidada

Deuda de mediano o largo plazo cuyo monto se documenta en títulos o bonos, que fijan el interés y los plazos predeterminados de pago de intereses y amortización del capital.

Tasa o tipo de Emisión

Relación porcentual entre el monto de la deuda a la que se compromete el deudor y el monto obtenido en la colocación de la misma. Este último es la cantidad que realmente recibe el deudor.