

Finanzas y coyuntura económica en Uruguay: la Bolsa de Montevideo, 1867-1945

Finance and Economic Situation in Uruguay: the Montevideo Stock Exchange, 1867-1945

Javier Moreno Lázaroⁱ

Resumen: En este trabajo se sostiene la tesis de que Uruguay tiene una dilatada tradición en la liberalización de sus finanzas, materializada en un aspecto muy poco conocido: la pujanza de su Bolsa. Para demostrarlo, presento varios índices de cotizaciones desde sus orígenes hasta el fin de la Segunda Guerra Mundial y otros indicadores de capitalización de la economía uruguaya. Todos ellos revelan una fuerte pujanza de la actividad bursátil hasta 1913 en que el control de la Bolsa cayó en manos del Estado, de manera que la gran empresa uruguaya se financió desde entonces en el exterior.

Palabras clave: Uruguay; Mercado de valores; Deuda.

Abstract: This paper argues that Uruguay has a long tradition in the liberalization of its finances, materialized in a little-known aspect: the strength of its stock exchange. To demonstrate this, we present several indices of contributions, from its origins up to the end of World War II, and other indicators of the capitalization of the Uruguayan economy, all of them reveal a strong rise of stock market activity until 1913, when control of the exchange fell into the hands of the State and was from that point onwards financed from abroad.

Key words: Uruguay; Financial market; Debt.

Recibido: 19 de agosto de 2022

Aprobado: 22 de abril de 2023

ⁱ Universidad de Valladolid. ORCID: 0000-0001-5987-5053. javier.moreno.lazaro@uva.es

Introducción

En 1867 nació la Bolsa de Montevideo, sólo transcurridos solo diez años tras hacerlo las de Buenos Aires, La Habana y Río de Janeiro y cinco lustros antes que las de Lima, Santiago de Chile y Ciudad de México, ciudades más populosas que la capital uruguaya (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1954; Couyoumdjian, 1993, p. 197; Moreno Lázaro, 2013 y 2017).

Disponemos de un agudo y completo relato del acontecer económico del Uruguay desde su independencia, así como de certeras identificaciones de las claves de su desarrollo. Pero poco sabemos de la Bolsa, y por tanto, de la contribución del capital autóctono en ese proceso, salvo en el período comprendido entre 1932 y 1987 (Cohelo, 1987). Así las cosas, sólo contamos con textos que, por más que valiosos, estudian exclusivamente los aspectos institucionales (Fernández Saldaña, 1947 y Ponce de León, 2000).

Que la inversión extranjera desempeñó un papel esencial en la modernización económica del país no admite discusión. Pero sin la consideración de la Bolsa resulta del todo imposible conocer aspectos de gran importancia en la Historia Económica del Uruguay que atañen a su potencial endógeno, a su capital social y a su empresariado. La febrilidad inversora entre 1867 y 1890, las crisis de deuda o la estatalización de su economía desde 1913, son algunas de ellos. Es más, la ausencia de estudios induce a sobrestimar la importancia de la financiación exterior, cuando el país despuntó por la fortaleza de sus intermediarios financieros.

Mi objetivo es presentar un primer ejercicio de cuantificación estimativo de su actividad e incidencia en la actividad económica. En este artículo presento a tal fin un índice de cotizaciones de la Bolsa de Montevideo, si bien sólo desde 1875 y hasta el final de la Segunda Guerra Mundial. Adicionalmente trato de corroborar la hipótesis de que, tras un período de vitalidad casi asombrosa que se remonta a sus inicios, desde 1913 pasó a ocuparse prioritariamente de las necesidades del sector público.

Es decir, presto atención a la dimensión macroeconómica de la actividad bursátil. Trato de evaluar el papel de la Bolsa en la financiación empresarial y del sector público, aspectos ambos esenciales en la comprensión del crecimiento económico de la nación. Adicionalmente, he completado mis cálculos con los de la cotización de los valores uruguayos en la Bolsa de Londres, a fin de medir con mayor exactitud la percepción de la solvencia de la economía uruguaya por los inversores extranjeros.

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

Quiero insistir en el interés de este estudio. Uruguay se ha caracterizado secularmente por la modernización y liberalización del mercado de capitales, con las que ha conseguido distinguirse en parte en las condiciones de inserción en el mercado mundial de las dos grandes economías vecinas: las de Brasil y Argentina.

Este trabajo se nutre de un arsenal cuantitativo prácticamente inédito. Pero sobre todo del extraordinario bagaje bibliográfico, del esfuerzo de la historiografía uruguaya por

analizar y medir la evolución de sus magnitudes y realidades económicas, paradigmático en el contexto americano. Sin sus resultados habría sido imposible redactar este trabajo que solo aspira, de una manera llana y con la máxima modestia intelectual, a vincular la Bolsa con la trayectoria cíclica de economía uruguaya a su abrigo.

La presentación de los índices

Los primeros índices disponibles sobre las cotizaciones de la Bolsa de Montevideo son tardíos y deficientes. En 1981 el Departamento de Estudios de la Cámara de Comercio publicó uno retrospectivo que iniciaba en 1930. Pero incluyó exclusivamente un puñado de valores industriales.

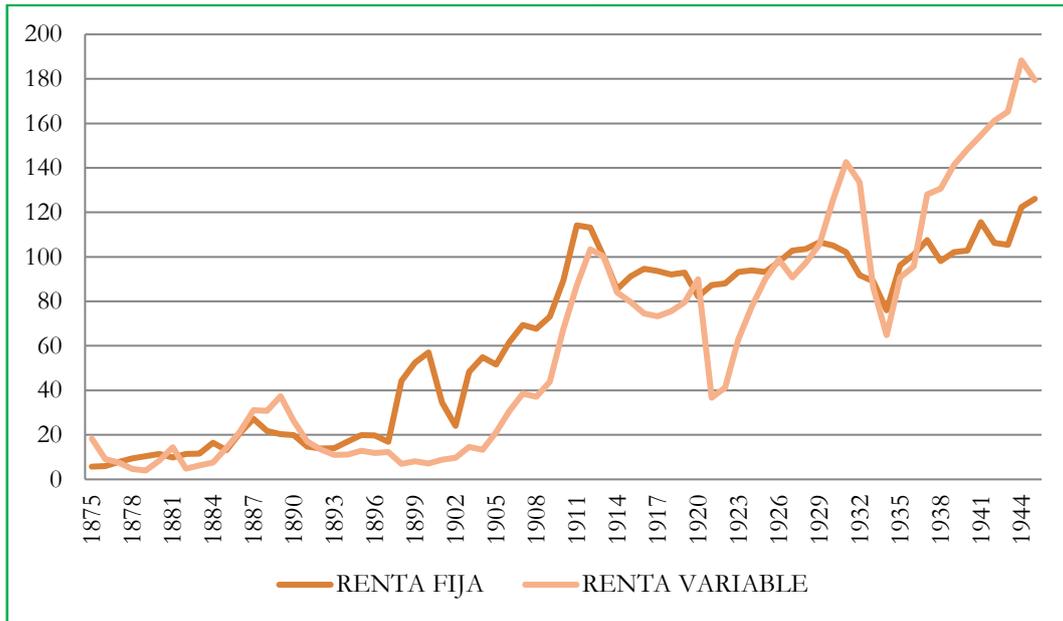
Por mi parte, he empleado todos ellos y construido un índice Laspeyres al uso en este tipo de ejercicios considerando los precios medios ponderados con el peso relativo del capital o del volumen negociado que arranca en 1875 (Anexo 2). Dada la riqueza de la información que he manejado huelga hacer estimaciones más aparatosas. He manejado el volumen cotizado de manera efectiva (salvo en el período indicado) y no con un proxy más o menos certero, como en los cálculos para otras Bolsas americanas (Moreno, 2013 y 2017). Se trata de un índice largo por capitalización que incorpora a todas las sociedades cuyos títulos fueron negociados, no de un mero *blue cheap*. Entiendo, por ello, que mis estimaciones gozan de gran verosimilitud. De hecho, el proceder es en todo similar al empleado en la construcción de otros índices bursátiles para este mismo período, salvo el de Londres, que es una media geométrica

Ahora bien, hay que tener bien presente que el índice infravalora las caídas bursátiles en periodos recesivos, dado que no incluyen las cifras de las sociedades que dejan de cotizar, sea por su desaparición o la voluntad de sus responsables. Es decir, sólo refleja la evolución de la cotización de las que sobrevivieron a la coyuntura.

De idéntica manera he elaborado el índice de títulos de renta fija, compuesto exclusivamente por títulos de deuda pública. En efecto, solo ocasionalmente el Banco Hipotecario hasta 1890 y alguna firma manufacturera en la década de 1940 emitieron obligaciones, en cuantía insignificante y de manera muy irregular.

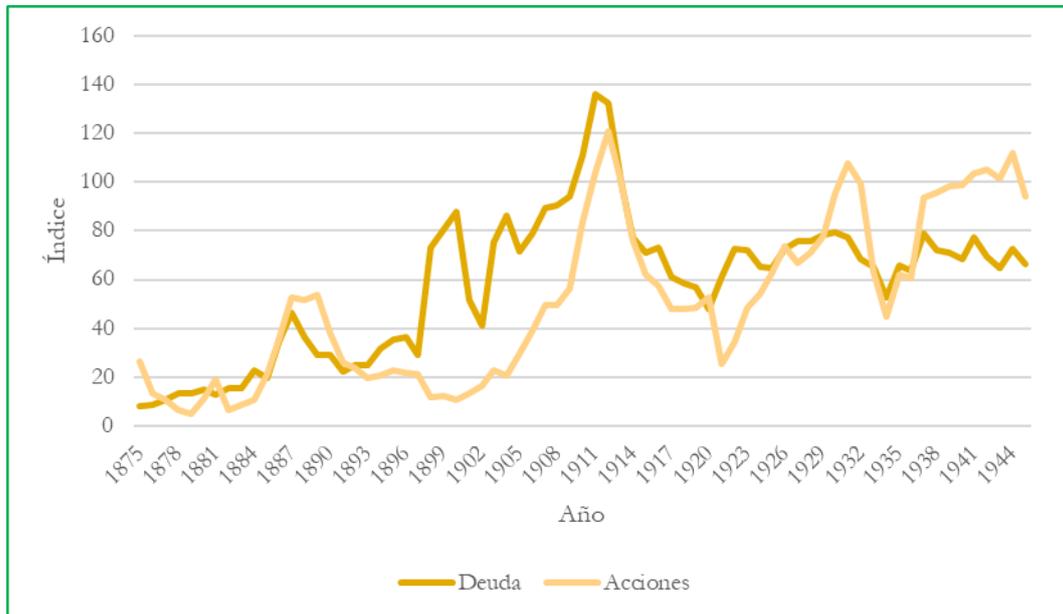
En los Gráficos 1 y 2 presento los resultados de mis cálculos. Los índices deflactados presentan la virtud de constituir un indicador de la rentabilidad muy útil. Los valores expresados en metálico lo son en “viejos pesos”. Debido a la importancia relativa de los bonos en la composición de las carteras es aconsejable elaborar un índice general que incluya todos los valores (Gráficos 3 y 4). Tal es el cálculo que presento en el Gráfico 4, si bien sólo desde 1897.

Gráfico 1: Cotización de la bolsa de Montevideo, 1875-1945 (en números índices 1913=100)



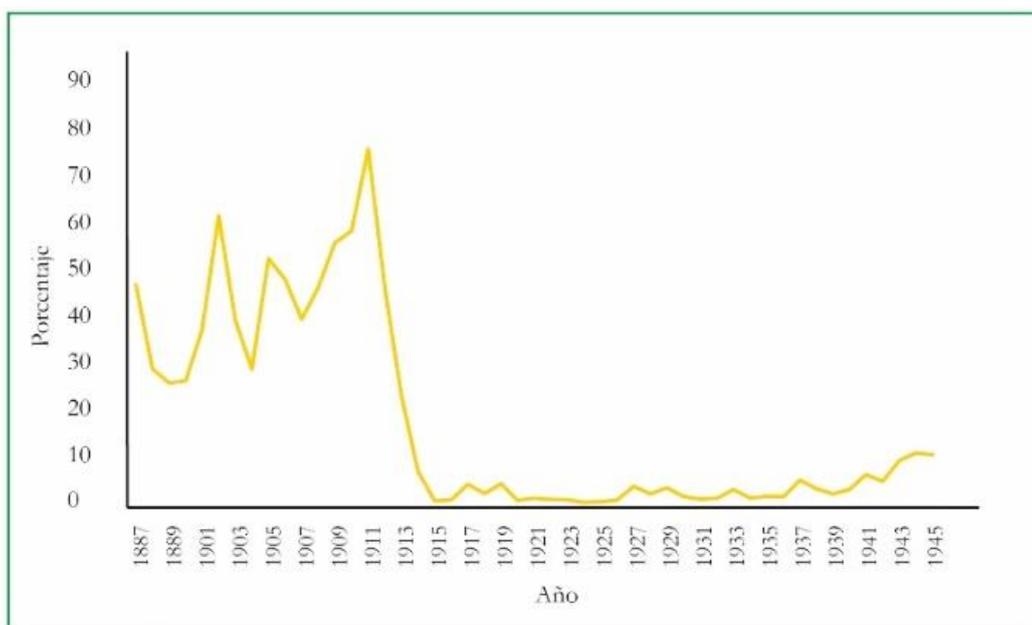
Fuente: Bolsa de Montevideo (1897-1945) y Artagaveytía (1941).

Gráfico 2: Cotización de la bolsa de Montevideo, 1875-1945 (en pesos constantes de 1913 y números índices con base en ese año)



Fuente: Bértola (1998) hasta 1936; Bertino y Tajam (1999), desde entonces a 1945.

Gráfico 3. La cotización de acciones en la bolsa de Montevideo, 1897-1945 (en porcentajes con respecto al total de valores negociados)



Fuente: Bolsa de Montevideo (1897-1945).

Gráfico 4: Índice general de la bolsa de Montevideo, 1897-1945 (en pesos de 1913) y números índices con base en ese año



Fuente: Bolsa de Montevideo (1897-1945).

Euforia financiera y sobresaltos bursátiles (1867-1890)

En torno a 1860 no disponían los comerciantes de Montevideo de más intermediarios financieros que el Banco Mauá y el Banco Comercial. En sus dependencias realizaban los cambios y descuentos de efectos. No hay constancia documental de intercambios de acciones. Quien precisara formalizar alguna gestión de mayor envergadura debía viajar a Buenos Aires.

Las cosas cambiaron para bien en el muy corto plazo. En 1865 Montevideo, tras años de atonía ocasionada por las guerras civiles y los conflictos con Brasil, gozaba de una notoria pujanza mercantil debido al establecimiento de sucursales de firmas de Manchester y Londres, encargadas de la extracción de carne en el país y en la provincia argentina de Entre Ríos. En solo dos años se constituyeron hasta cinco bancos, entre ellos el Banco de Londres, el Río de la Plata, tras ser aprobada en ese año la ley que liberalizaba el sistema financiero. En 1862 el peso sustituyó a una pléyade de monedas de origen, ley y momento de acuñación muy diversos. Desde ese año regía el nuevo Código de Comercio mucho más permisivo para con las transacciones financieras que el reglamento del Consulado de 1821, vigentes hasta entonces. Uruguay había alcanzado súbitamente un apreciado grado de modernización del mercado de capitales (Montero, 1946 y Acevedo, 1903). Tan sólo faltaba una Bolsa, un espacio físico de encuentro de oferentes y demandantes de títulos, donde efectuar sus intercambios con plenas garantías físicas y jurídicas, fruto de decisiones adoptadas con perfecta certidumbre e información veraz.

La de Montevideo se constituyó formalmente en 1867, a instancias de un grupo de empresarios con el hacendístico y político liberal Andrés Lamas a la cabeza, de manera simultánea a la adopción del patrón oro. En realidad, como en otros países de América Latina, su nacimiento obedeció a la necesidad gubernamental de colocar la deuda pública, adquirida hasta entonces por Mauá, McGregor & Co. Esta servidumbre causaba grandes recelos entre los gobernantes del país y no pocos problemas, como el vivido en noviembre de 1863, en que el conjunto de corredores de la ciudad se dio a la fuga, tras la caída del precio de los bonos.

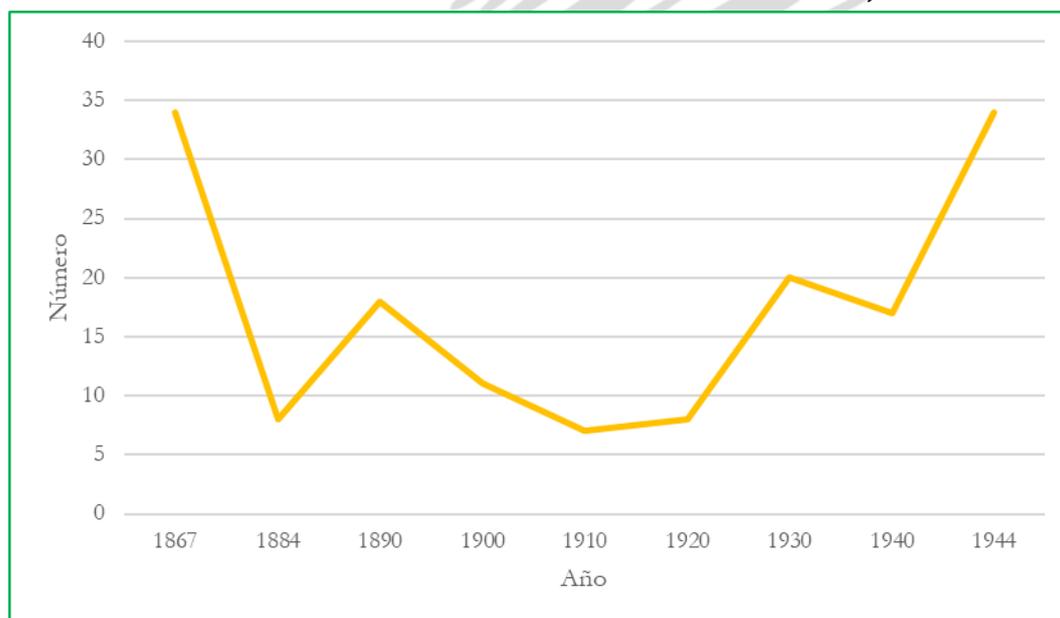
Pero la Bolsa de Montevideo presentó dos singularidades con respecto a las del resto del continente. La primera de ellas descansó en su complementariedad (que no subsidiariedad) confesa con la de Buenos Aires, creada en 1854. Incluso la entidad argentina participó formalmente en su constitución (Bolsa de Montevideo, 1867, pp. 4-8). Y en segundo lugar, la inusitada concurrencia en ella de sociedades mercantiles con sus acciones, a consecuencia de una legislación permisiva en este particular. No exigieron las autoridades condiciones tan estrictas como en otras plazas para su admisión. Es más, permitieron la puja por parte de inversores extranjeros sin mayor traba (Bolsa de Comercio, 1947; Fernández Saldaña, 1947; y Ponce de León, 2000).

De hecho, en el año de su creación cotizaron cerca de una treintena de compañías (Gráfico 5 y Anexo 1). En ese momento lo hacían en Buenos Aires apenas media docena, mermado su número tras la crisis financiera de 1866. En la Bolsa más dinámica de Hispanoamérica, la de La Habana, se crearon 16 compañías. La de Montevideo sedujo a los propietarios de saladeros, hacendados, banqueros y comerciantes, si bien sólo cotizó una empresa ferroviaria (Anexo 1). En su Bolsa concurrían a diario nada menos que 300 corredores (Bolsa de Montevideo, 1867).

Pero esta euforia tan inusitada era totalmente desmedida y carente de sustento real. En 1868, de hecho, algunos agentes abandonaron el parqué por las tendencias bajistas. Las guerras civiles entre 1870 y 1872 entorpecieron los intercambios de valores. En ese año el Reino Unido rompió relaciones diplomáticas con el Uruguay tras los atropellos sufridos por los empresarios de ese país aquí afincados (Foreign Office, 1879, p. 2). El abatimiento de los precios agrarios y el financiero que siguió al *crash* de la Bolsa de Viena de 1873 provocaron el de la Bolsa de Montevideo en ese año y en 1875, a consecuencia de los cuales quebraron el Banco de Fomento Territorial en 1874 y el propio Mauá en 1876 (Buzzety, 1969, Pivel, 1976 y Bolsa de Montevideo, 1875, p. 45).

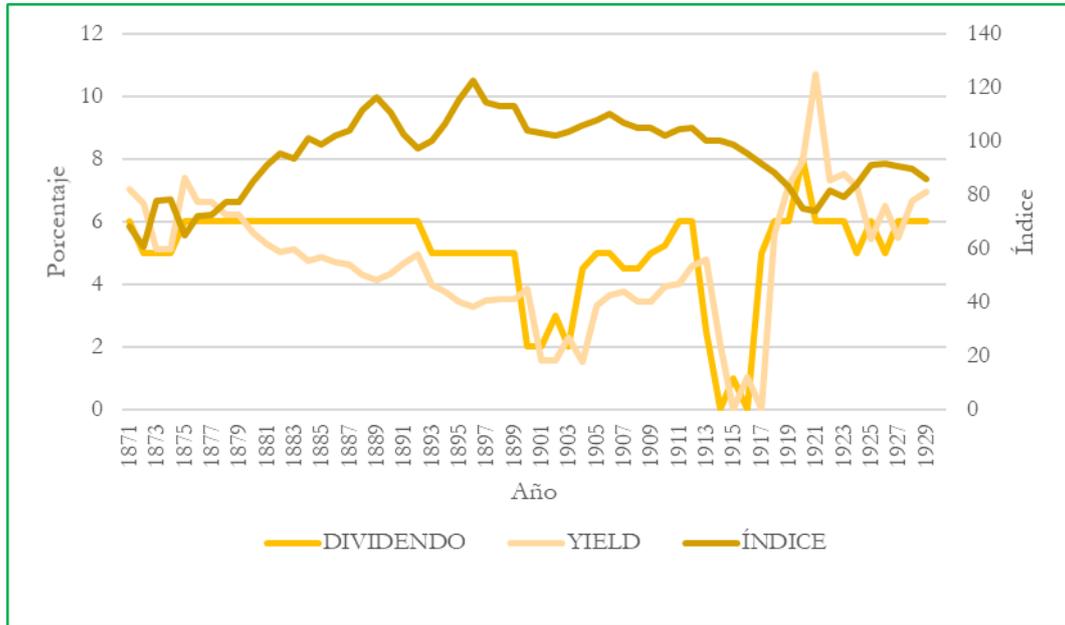
También atravesaron por una difícil coyuntura los valores uruguayos cotizados en Europa, tanto públicos como privados, cuya consideración resulta particularmente útil debido a la ausencia de datos sobre el precio de las acciones en Montevideo anteriores a 1875 (Gráficos 6, 7 y 8). Los inversores desconfiaron de los bonos, antes tan valorados. Incluso evitaron a la Liebig's Extract of Meat, Ltd. establecida en Fray Bentos y la más potente compañía mundial productora de compuestos cárnicos.

Gráfico 5: Sociedades cotizadas en la bolsa de Montevideo, 1868-1944



Fuente: Bolsa de Montevideo (1868-1944).

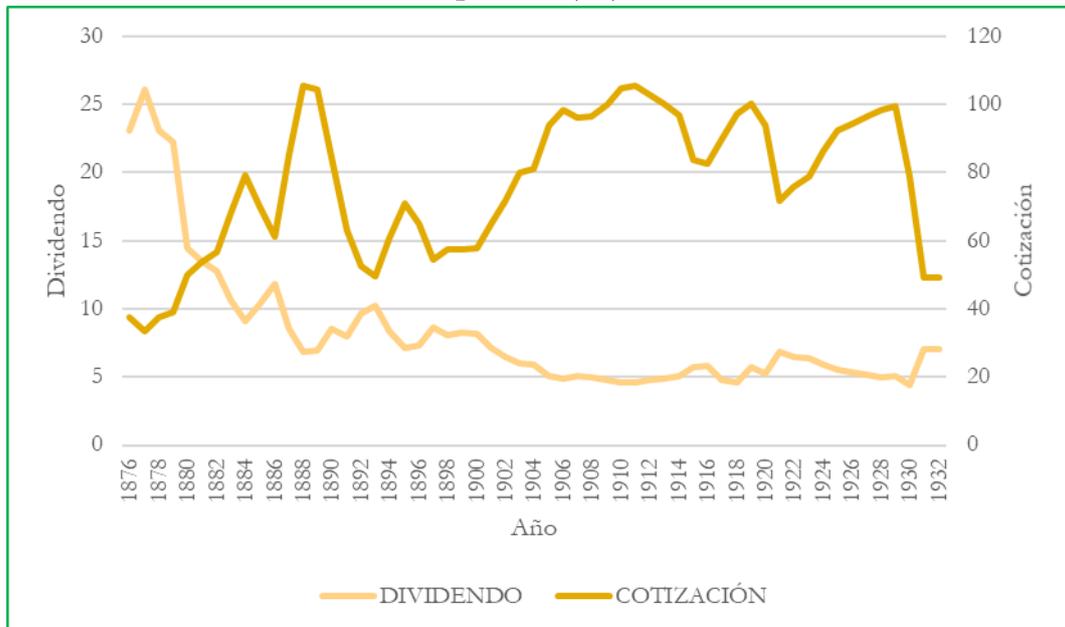
Gráfico 6: Cotización y retribución de las acciones de las compañías ferroviarias uruguayas negociadas en la Bolsa de Londres, 1871-1938 (en números índices nominales base 1913 y tantos por ciento)



Fuente: International Center for Finance (2023, abril).

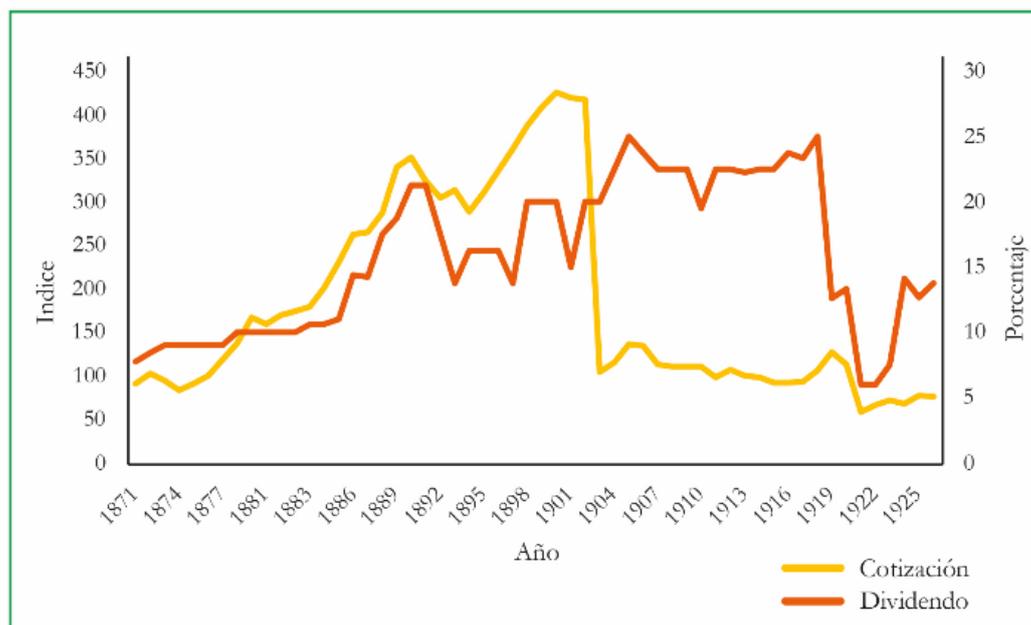
Nota: Central Uruguay East Extension, Central Uruguay North Extension, Central Uruguay of Montevideo, National East of Uruguay, Uruguay Northern.

Gráfico 7: Cotización y dividendo de las acciones de la Liebig’s Extract of Meat Ltd. en la Bolsa de Londres, 1871-1926 (en números índices nominales base 1913 y porcentajes)



Fuente: International Center for Finance (2023, abril).

Gráfico 8: Cotización y dividendo *yield* de la deuda externa uruguaya en la Bolsa de Londres, 1872-1929 (en números índices nominales base 1913 y porcentajes)



Fuente: International Center for Finance (2023, abril).

De hecho, el declive de los valores se prolongó hasta comienzos de la década de 1880 a causa de la suspensión del pago de los intereses de la deuda en 1876 y su reducción unilateral en 1878 (Bolsa de Montevideo, 1879 y Corporation of Foreign Bondholders, en adelante, CFB, 1900-1901, p. 344).

Con la restructuración de la deuda en 1883, tanto interna como externa, acordada con los tenedores, la Bolsa de Montevideo volvió a cobrar impulso. Al mismo tiempo, la retribución del bono uruguayo mejoró en el exterior (Gráfico 7). El retorno al patrón oro y la libertad de operar con cualquier moneda convertible, medidas ambas decretadas en 1876, convirtieron, de nuevo, a la capital uruguaya en un solaz financiero para los emprendedores en América Latina. En 1879 el diplomático Francis Clare Ford, tras girar visita a fin de conocer in situ sus posibilidades y darlas a conocer a los capitalistas británicos, trasladó al primer ministro que Uruguay “garantizaba el derecho a la vida y a la propiedad a los británicos plenamente” (Foreign Office, 1879, p. 2). En 1885 ambos países firmaron un tratado comercial (Foreign Office, 1885). El fin de los gobiernos militares en 1886 animó aún más a los inversores extranjeros. Uruguay era, en todos los órdenes, una *rara avis*. Adicionalmente contaba con unos recursos naturales extraordinarios sin explotar a causa de las continuas guerras civiles, recursos particularmente adecuados para la producción triguera y la ganadería extensiva (Barrán y Nahum, 1967-1978).

En tal convicción, entre 1887 y 1889 promotores criollos y extranjeros constituyeron 176 sociedades anónimas, 26 de ellas entidades financieras (Departamento de Estudios Económicos, 1983, p. 8). Se trata de cifras absolutamente excepcionales en el contexto latinoamericano del momento. Sobresalió el Banco Nacional, autorizado a emitir e impulsado por un sindicato de inversores argentinos representados por el madrileño Emilio Reus, designado director. El propio Reus formó una segunda entidad, la Compañía Nacional de Crédito, dedicada al préstamo hipotecario a los colonos que llegaban de España con el que

adquirir inmuebles que él mismo construía, así como a financiar grandes obras de infraestructura ferroviaria y portuaria en Uruguay, Argentina y Bolivia (Moreno, 2021, Visca, 1963 y Winn, 2010).

Su megalomanía inversora –apoyada por la City londinense y los británicos establecidos en Buenos Aires– dio un vigor asombroso a la Bolsa. Las cotizaciones siguieron la senda de crecimiento trazada por los precios y las exportaciones de carne, tras levantarse en 1887 la prohibición a la importación por el Reino Unido, el principal cliente, una vez disipadas las sospechas de que su consumo transmitía el cólera (Foreign Office, 1888, p. 4). Las empresas ferroviarias de capital británico sedujeron a los ahorradores al igual que la Liebig's Extract of Meal, en este caso gracias a una política muy generosa de reparto de dividendos (Gráficos 7 y 8). Ciertamente que las compañías ferroviarias y la Liebig, las mayores empresas del país, se financiaban en la Bolsa de Londres. Pero es inconcebible el progreso económico del Uruguay en estos años sin la intervención de su capital. No había en el país empresa de servicios de importancia que no emplease a estos intermediarios como instrumento de financiación (Anexo 1). Pero sobre todo, la construcción residencial en Montevideo se financió en la Bolsa, lo cual no es cosa menor habida cuenta de la explosión demográfica que vivió la ciudad.

El Estado cayó también abducido por ardor especulativo. Desde 1888 suscribió deuda con la casa Baring de Londres (que sustituyó a Thomson & Bonar como prestamistas de cabecera) por valor de 4,2 millones de libras para costear la ejecución de obras públicas (Bertino y Bertoni, 2006 y CFB, 1891, pp. 218-222). Lo hizo a un 6%, un punto más por encima de las emisiones de Argentina y Brasil –y del propio bono uruguayo– resultante de la conversión de 1882 a fin de garantizar su colocación (Acevedo, 1903; Díaz, 2003, pp. 203-210, William, 1984, pp. 220-230; y Winn, 2010, pp. 178-201).

Uruguay parecía a los ojos de sus agentes económicos un país pródigo y opulento. Las exportaciones y los precios de los productos agropecuarios crecían año a año. También lo hizo al mismo ritmo el número de inmigrantes, demandantes de equipamientos sociales. Su número se multiplicó por 10 en 1889 con respecto al año anterior para llegar a los 10.000 mil (Dirección General de Estadística, 1891, p. 108). Los inversores ingleses confiaban en la obtención de beneficios fabulosos en la construcción y explotación del ferrocarril (Gráfico 6).

Mas la fatal combinación del endeudamiento público abusivo y la dimensión excesiva del sistema financiero, que estimuló, a su vez, el endeudamiento privado, en una joven república casi despoblada, forzosamente tenía que acabar en un *crash* bursátil.

Uruguay atravesó las mismas desdichas que sufrió Argentina tras el pánico de la Bolsa de agosto de 1890 (Mourat, 1973 y Departamento de Estudios Económicos, 1983, pp. 70-75). La unificación, en la práctica, de la Bolsa de Buenos Aires y la de Montevideo en febrero de ese año (un hecho excepcional en la Historia Financiera de América Latina), al permitir a los corredores de una y otra pujar en ambas, resultó letal para la uruguayana (Bolsa de Montevideo, 1891, p. 4). Pero aquí el *crash* revistió la singularidad que le dio la observancia del patrón oro, la composición de sus exportaciones y las maniobras especulativas del Banco Nacional.

En efecto, Uruguay venía sufriendo desde hacía algún tiempo el deterioro de sus términos de intercambio, muy dañino en una economía monoexportadora, debido a súbitos cambios en el mercado internacional. A saber, desde 1886, en aplicación del tratado firmado

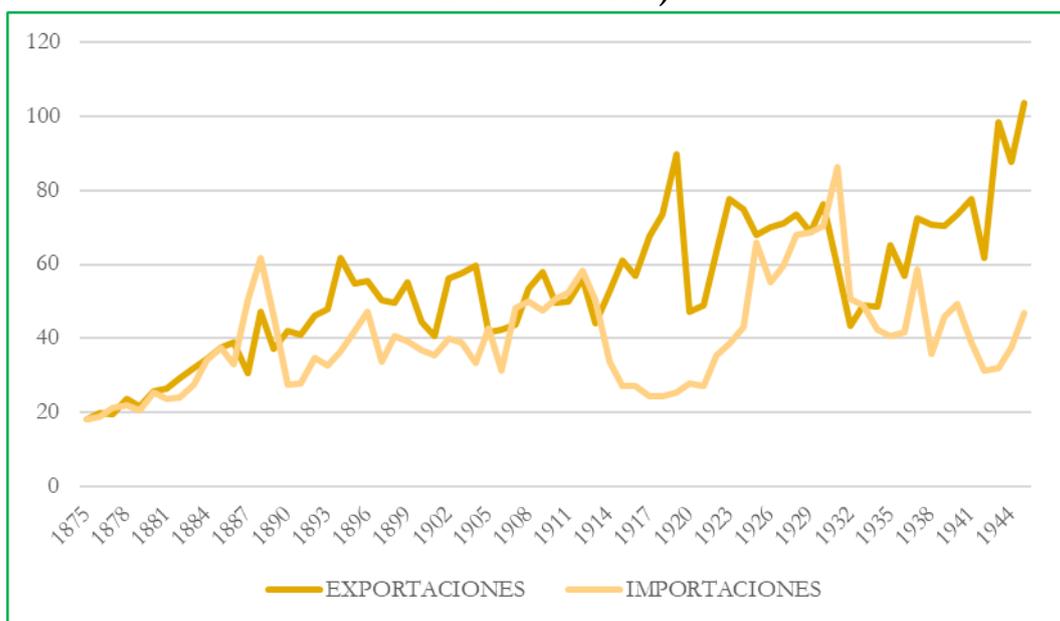
con España, ingresó en Cuba carne fresca y animales vivos de Estados Unidos, en detrimento del tasajo uruguayo (Bolsa de Montevideo, 1894, p. 4). En 1889 quebró Emilio Reus, el incitador de la vehemencia inversora. Los inversores no escucharon esta llamada a la prudencia (Moreno, 2021). En 1890 cotizaron firmas con un capital (104 millones de pesos) que multiplicaba por 2,3 al PBI (Bértola, 2016 y Bolsa de Montevideo, 1890). Y ello sin considerar a las empresas argentinas y al mismísimo Banco de España cuyos valores manejaban los corredores uruguayos.

Tampoco lo hizo el Estado. La caída de las exportaciones (Gráficos 9 y 10) provocó la de las reservas que el Gobierno intentó atajar suscribiendo un nuevo acuerdo de emisión de deuda con la casa *Baring* por valor de 2 millones de libras (CFB, 1891, p. 218). Pero no llegó a formalizarse. La contracción del comercio exterior ocasionó una reducción del dinero en circulación y por tanto de los precios. La deflación agudizó el abatimiento económico del país.

El 4 de julio de 1890 el Banco Nacional, herido de muerte por el aumento de la morosidad en los créditos hipotecarios a agricultores y ganaderos que con tanta ligereza había concedido, suspendió la convertibilidad del peso (Bolsa de Montevideo, 1890, pp. 8-9). Centenares de ahorradores no recibieron más que papel al retirar sus depósitos de esas y otras entidades, si bien al menos algo pudieron recuperar sus depósitos a diferencia de lo sucedido en Argentina (Díaz, 2003 y 2021).

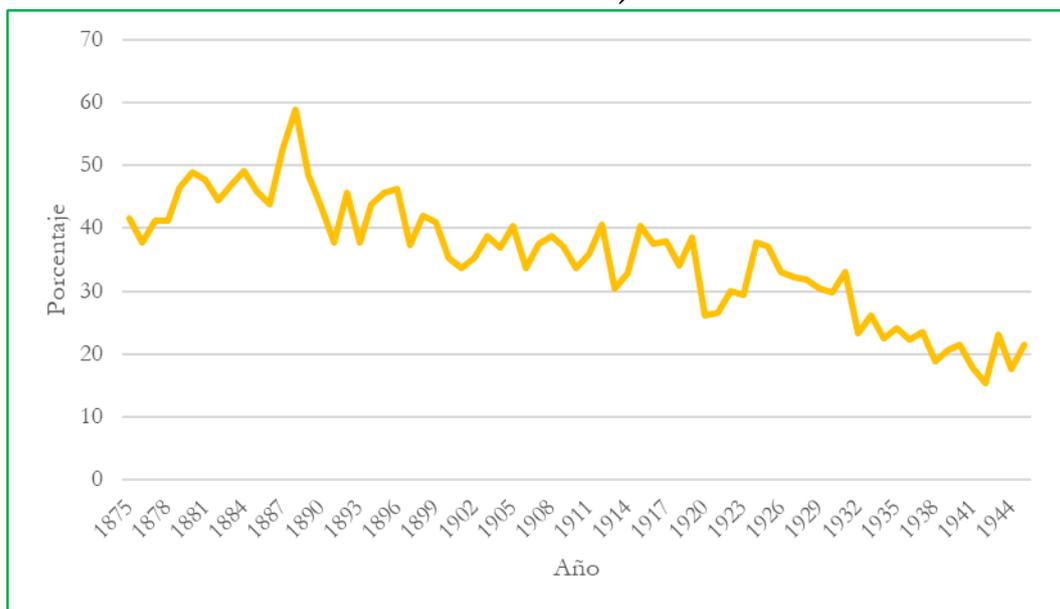
Al día siguiente, la cotización de los valores en la Bolsa se desplomó (Gráficos 1, 2, 3 y 4). Poco después el Gobierno, obligado por el descenso de las reservas y de la recaudación de los impuestos a la exportación, dejó de atender el servicio de la deuda (CFB, 1900-01, p. 391). El pánico se adueñó también de Montevideo y su Bolsa, convertida ya en “un verdadero campo de batalla” (Departamento de Estudios Económicos, 1983, p. 7 y Academia Nacional de Economía, 1984). Los especuladores europeos huyeron de los valores uruguayos, sobre todo de la deuda pública, cuya cotización menguó sensiblemente (Gráficos 6, 7 y 8).

Gráfico 9: El comercio exterior uruguayo, 1875-1945 (en millones de pesos constantes de 1913)



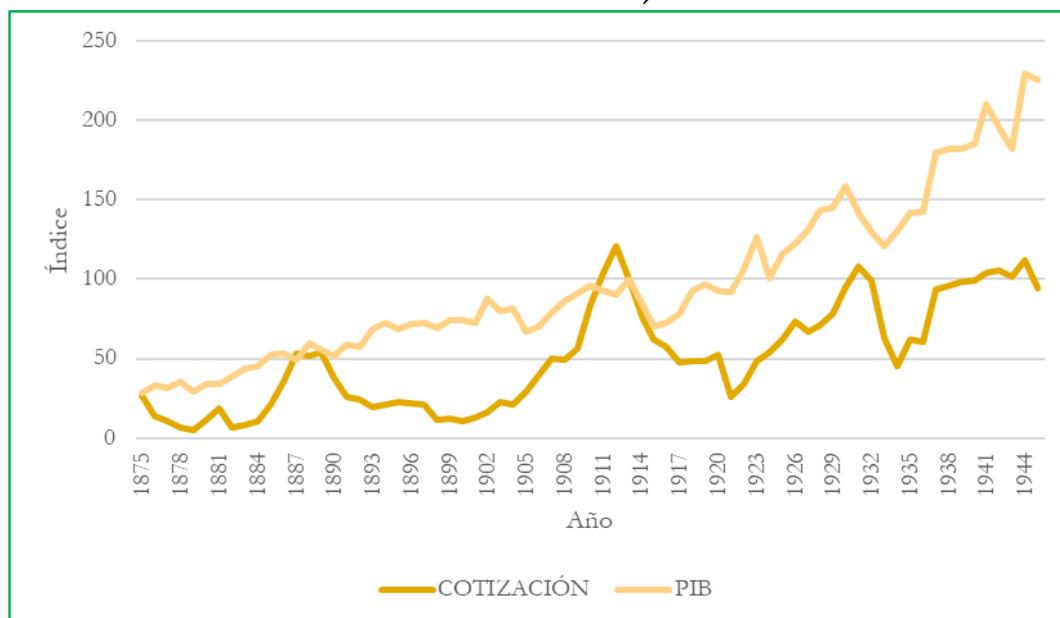
Fuente: Departamento de Estudios Económicos (1983).

Gráfico 10: Grado de apertura de la economía uruguaya, 1875-1945 (en porcentajes sobre el PBI)



Fuente: Bonino, Román y Willebad (2012), Bonino, Tenajunguito y Willebnald (2015) y Departamento de Estudios Económicos (1983).

Gráfico 11: Cotización de los títulos de renta variable en la Bolsa de Montevideo y PBI de Uruguay (en millones de pesos constantes de 1913 y números índices con base en ese año)

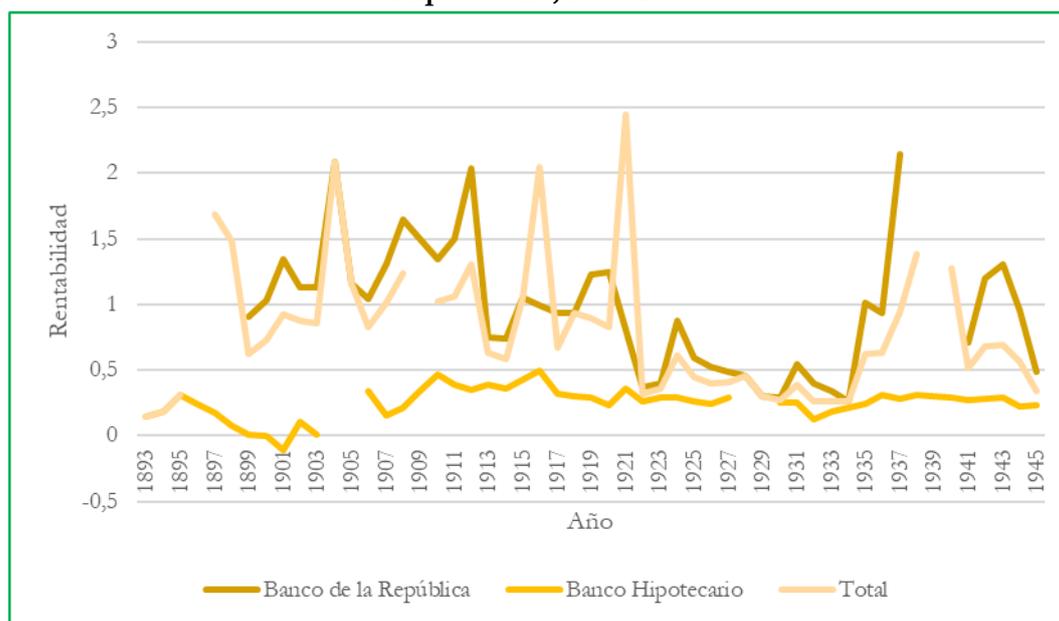


Fuente: Artagaveytia (1941). Bolsa de Montevideo (1897-1945), y Bonino, Román y Willelbad (2012).

La implicación del Estado y la nueva fiebre bursátil (1891-1913)

Los bonistas confiaron, de nuevo, en la deuda uruguaya tras su restructuración en 1891 (CFB, 1891, pp. 218-222), como se observa en los Gráficos 3 y 8. Pero no sucedió así con las acciones, por culpa de lo acontecido un año antes (Gráficos 1 y 2). En 1896 tan sólo cotizaban seis acciones de compañías mercantiles, misma cantidad que las empresas uruguayas que cotizaban en la Bolsa de Londres (Gráfico 5). La atonía atenazaba entonces a la Bolsa y al conjunto de la economía uruguaya, como revela la evolución del PBI (Gráfico 11). Otro tanto sucedió en la banca, atendiendo a la rentabilidad obtenida por el Banco Hipotecario, muy vinculado a los negocios agropecuarios (Gráfico 12). Pero por entonces se estaban fraguando dos cambios de enorme importancia en las finanzas uruguayas que habrían de darle un nuevo empuje.

Gráfico 12: Rentabilidad económica del Banco de la República y del Banco Hipotecario, 1893-1945



Fuente: Banco de la República Oriental del Uruguay (1899-1945) y Banco Hipotecario (1893-1945).

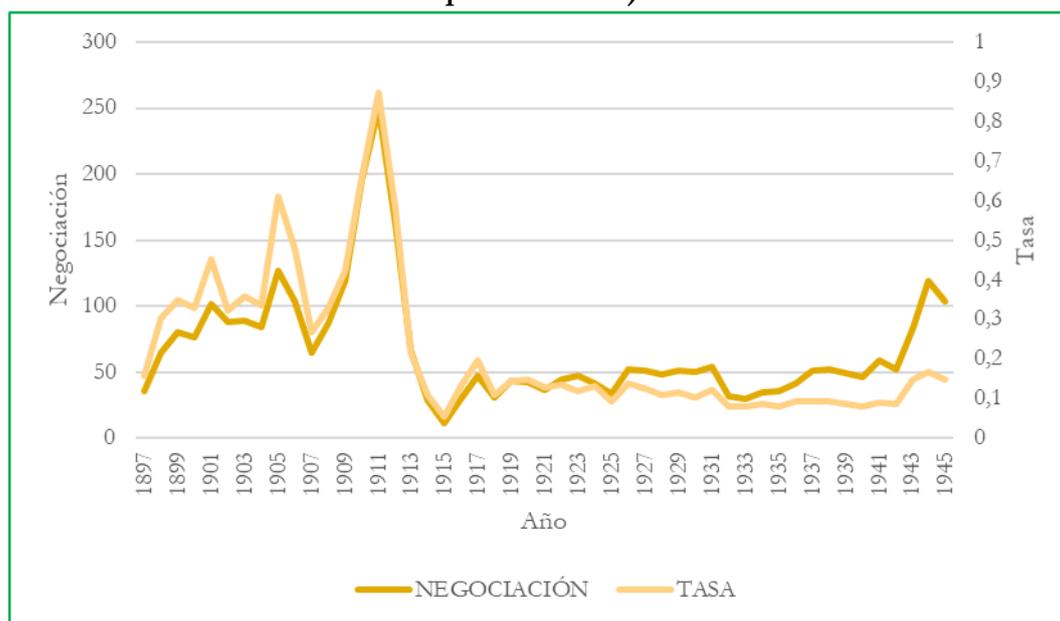
En 1896 inició sus actividades el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), el primer banco con monopolio de emisión de titularidad pública de América Latina (Montero, 1946). Su capital lo conformó un préstamo de 1,6 millones de libras a un tipo del 7,5% de la casa inglesa Glyn, Currie, Mills and Co (CFB, 1910, p. 386). Simultáneamente lo hicieron las primeras cajas de ahorro, una de ellas administrada por la propia entidad (BROU, 1899, p. 2). Quedó conformado, pues, un sistema bancario similar al de los países de la Europa continental más avanzados y la vecina Argentina por la especialización de las entidades en la emisión, el crédito y el ahorro popular.

Por otra parte, y en lo que concierne a la Bolsa, Montevideo se miró en el espejo de Buenos Aires, no sólo para seguir sus pasos, sino justamente para evitar sus errores. La Bolsa de Montevideo ni estableció nuevas barreras de entrada ni se separó orgánicamente de la Cámara de Comercio. El mercado bursátil y el de productos agrarios estaban integrados en una misma institución: El Centro Comercial.

En segundo lugar, la implementación de una política fiscal ortodoxa permitió a Uruguay afrontar la carga de su deuda, lo que hizo más atractiva la inversión en renta variable (Bertino y Bertoni, 2006). El país era ahora solvente y su moneda sólida.

Estas reformas suscitaron un repunte de la negociación en Bolsa (Gráfico 13). Pero los cambios en política monetaria y fiscal no vinieron acompañados de un comportamiento de las exportaciones acorde en su cuantía a sus pretensiones materiales (Gráfico 9 y 10). La apreciación de los valores carecía de sustento real. La burbuja, alimentada durante tres años, estalló tras el *crash* de 1899 de la Bolsa de Nueva York (Gráficos 1 y 2). El inicio de la guerra contra los Boers en 1899 atenúo los efectos de la crisis, gracias a los envíos de extractos de carne al ejército británico de los que tanto se benefició la Leibig's (Gráficos 1, 2 y 7). Fue solo un respiro fugaz. En 1902 cesó el conflicto; y en 1904 la guerra civil que enfrentó a los uruguayos trajo consigo un aumento del gasto público y un retroceso de la actividad económica (Foreign Office, 1906, p. 4).

Gráfico 13: Volumen de negociación de la bolsa de Montevideo (en millones de pesos de 1913)



Fuente: Bolsa de Montevideo (1896-1945).

Tras el armisticio, comenzó un período de dilatado sosiego político y de progreso mercantil. La especulación regresó entonces al parque montevideano. El Gobierno contribuyó no poco a ello con la conversión de deuda interior en exterior por valor de algo menos de siete millones de libras, acordado con los banqueros británicos de confianza, Glyn, Currie, Mills & Co. y el Banque du Paris, a cambio de la contención del gasto público (CFB, 1910, p. 387). De hecho, la deuda uruguaya comenzó a cotizar en París, al igual que las acciones de la Liebig's, prueba añadida de la confianza que otorgaron a los inversores extranjeros a Uruguay y a sus perspectivas de progreso (Foreign Office, 1908, p. 4), como se observa en Gráficos 6, 7 y 8. Ahora sí, el crecimiento de las ventas de carne en el exterior inmediato a la implantación de las primeras fábricas frigoríficas, a pesar del repliegue progresivo en el diminuto mercado interno dispuesto por el presidente José Batlle, acompañó al de los valores en Bolsa (Buzzetti, 1969 y Jacob, 2011 y 2016) –Gráficos 9 y 10–.

En realidad, el Banco Hipotecario marcaba la pauta, entidad que exclusivamente se financiaba en el país a diferencia de su homónima argentina. Su peso en el volumen de cotización pasó del 65,7 por ciento en 1895 a un 87 transcurridos cinco años y a un 99,6 en 1915. Las cotizaciones quedaron pues al albur de la marcha de las exportaciones de productos agropecuarios (y por tanto, de los resultados de las empresas cárnicas), así como del endeudamiento del Estado.

Con todo, el escenario económico era bastante despejado. No había motivos para la inquietud. El saldo de la balanza comercial era favorable (Gráfico 9), lo que contribuía doblemente al saneamiento de las arcas de la Hacienda (debido al aumento de la recaudación y a la atención con las reservas del servicio de la deuda sin mayor dificultad). Por otra parte, los créditos del Banco Hipotecario se multiplicaron con llegada incesante de nuevos pobladores procedentes del sur de Europa. Para los observadores extranjeros, Uruguay era un ejemplo de buen hacer económico, a pesar del grado de intervención del mercado de capitales por parte del Estado. Los datos detallados en el Cuadro 1, empleados por la

historiografía habitualmente como estimadores del grado de financiación empresarial en la Bolsa, en ausencia de otros agregados al margen de las emisiones o las ampliaciones de capital, resultan extraordinariamente reveladores de este nervio de la Bolsa de Montevideo. Uruguay era todavía el país de América Latina con mayor cultura bursátil.

La crisis financiera de 1907 apenas si tuvo reflejo en las cotizaciones (Gráficos 1 y 2). Los agentes y corredores dejaron, eso sí por prudencia, el parqué para esperar momentos más halagüeños. Ellos y el presidente Claudio Antolín Williman González tenían la convicción de que la austeridad y la ortodoxia monetaria les parapetaban de los vaivenes que afligían a otras Bolsas. De hecho, en 1909 la Hacienda acordó una nueva emisión en París de 1,2 millones de libras para financiar la ejecución de obras de infraestructura (CFB, 1910, p. 387).

En 1910 y en este contexto de aparente calma, el Banco Hipotecario realizó una emisión de acciones por valor de 100 millones de pesos, la mayor en la historia de la Bolsa, persuadido el Gobierno de que el saldo comercial favorable iba a mantenerse en el medio plazo (Gráficos 9 y 10) (Dirección General de Estadística, 1921, p. 59 y Bolsa de Montevideo, 1910). Los inversores compraron estos títulos a precios realmente exorbitantes (Gráficos 1 al 4) en el convencimiento de que obtendrían rendimientos en el corto plazo con su reventa, habida cuenta de una continuidad de los créditos a los colonos que se daba por segura. De hecho, el propio BROU entró en pugna con el Banco Hipotecario en ese mercado. Como a finales de la década de 1880, la Bolsa asistió a una especulación desatada igualmente desprovista de todo sostén macroeconómico (Gráfico 11).

Cuadro 1: Indicadores de dinamismo de la bolsa, Río de la Plata y México, 1910 y 1930

Indicador	1910			1930		
	Uruguay	Argentina	México	Uruguay	Argentina	México
PBI (USDGearyKhamis 1990)	3,390	27,635	25,403	7,368	51,360	27,787
PBI per cápita (USDGearyKhamis 1990)	1,910	3,869	1,694	3,750	4,280	1,624
Capitalización bursátil (% PBI)	3,18	1,81	0,61	0,11	5,21	0,08
Compañías cotizadas por millón de habitantes	8,33	4,97	0,78	10,5	11,66	2,37
Emisiones y ampliaciones (en % de la formación bruta de capital)	4,40	5,79	5,78	0,21	2,01	0,08

Fuente: Bértola, 2016; Bolsa de Montevideo, 1910 y 1930; Moreno, 2017; Nahum, 2007; Román y Willelbad, 2015.

En suma, volvía a darse esa situación de endeudamiento público y privado acompañado de la sempiterna sobredimensión del sector financiero que inevitablemente habría de concluir en un *crash* bursátil.

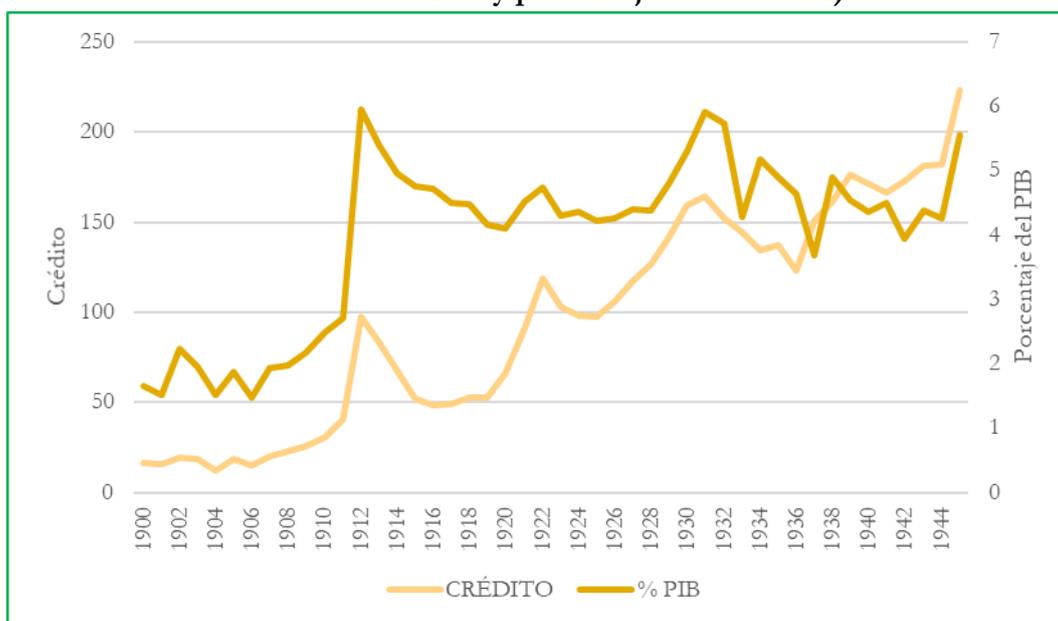
Battle, de nuevo en el poder desde 1911, y su ministro de Hacienda, José Serrati, trataron de acabar con la espiral especulativa, nacionalizando el Banco Hipotecario, lo que equivalía en la práctica, a la propia Bolsa, subordinada por completo a las exigencias del Tesoro (Departamento de Estudios Económicos, p. 9). Es decir, los inversores, en lugar de obtener financiación directa en la Bolsa, lo hicieron mediante créditos facilitados por un banco público que, a su vez, obtenía estos recursos en el parqué. El Banco Hipotecario fungía

como intermediario entre la Bolsa y las empresas, privándoles de su acceso libre a ella. Batlle, en la práctica, atribuyó momentáneamente al Estado el arbitraje en la financiación.

Tal medida seguramente procuró réditos políticos al Ejecutivo, sujeto el empresariado a su discrecionalidad y albedrío en la prestación de recursos financieros. Pero no consiguió el objetivo económico de atenuar las oscilaciones cíclicas. El presidente Batlle, en lugar de contener el crédito, lo incrementó, particularmente el del BROU, con lo cual aumentó el dinero en circulación (Gráficos 14 y 15). Entre tanto, las reservas cayeron por culpa del crecimiento de las importaciones, azuzado por esa generosidad crediticia, de productos europeos para atender la demanda de una población que había alcanzado cierto desahogo, y el descenso de la inversión exterior. Tuvo, pues, que evitar el colapso de la Hacienda mediante la conversión de la deuda flotante en el exterior en 1912 por valor de dos millones de libras, acordada con los banqueros Glyn, Currie, Mills & Co. La operación no sólo agravó el drama del endeudamiento externo, sino también el monetario. El encaje del BROU cayó al 20%, la mitad del preceptivo, debido a la emisión y al crédito desatados. Situado ya en torno al 20%, muchos depositantes cancelaron sus cuentas. Y lo que es más grave, dejó en manos de los acreedores las rentas de aduanas en tanto que estaba garantizado el préstamo con un 45% de los ingresos obtenidos de su recaudación, una vez detraídos los dos tercios que cubrían la deuda exterior emitida en 1892, conforme a lo contemplado en la mencionada conversión (Bertino y Bertoni, 2006, y CFB, 1913, p. 354).

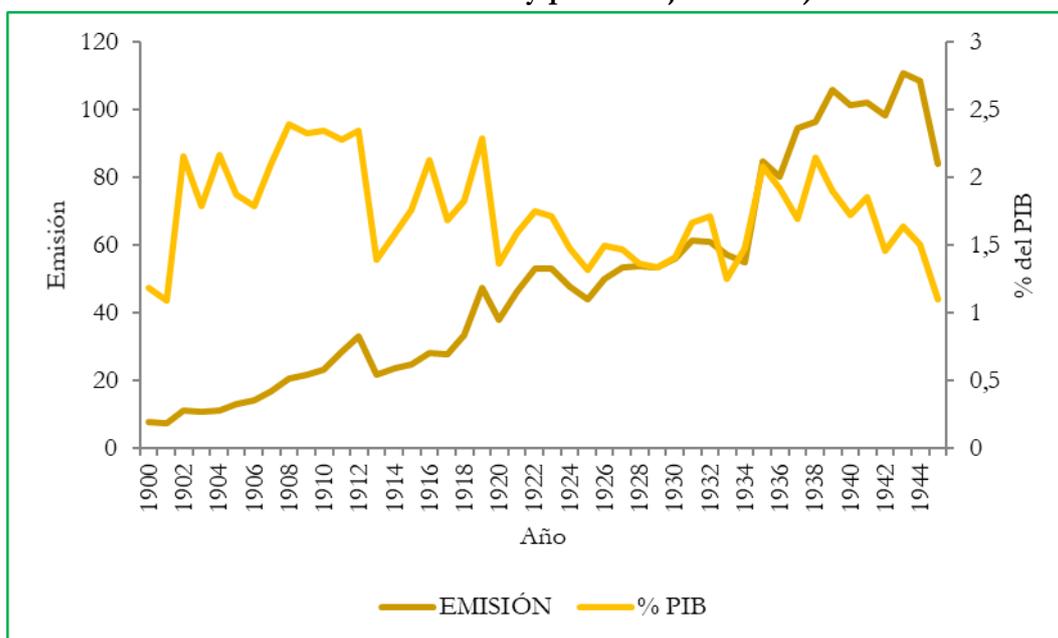
Desechada la alternativa de abandonar la convertibilidad, en julio de 1913, el Gobierno suspendió la concesión de créditos de los dos bancos públicos y exigió nada menos que el reintegro anticipado de los pendientes, obligación a la que los agricultores hicieron frente, cuando fue el caso, a duras penas (BROU, 1913, p. 6, 1914, pp. 5-6, y Montoro, 1946). En tales circunstancias, la población de Montevideo retiró sus depósitos de las dos instituciones, así como del Trasatlántico, el Italiano, el Español del Río de la Plata y de Crédito Rural Uruguayo. Por su parte, los tenedores vendieron apresuradamente las acciones del Banco Hipotecario, al punto de que el Gobierno tuvo que suspender su negociación en Bolsa (Bolsa de Montevideo, 1913). Las noticias llegadas de Francia que daban cuenta de una situación muy parecida (ocasionada por los conflictos en los Balcanes) acrecentaron el desasosiego. De nuevo, la Bolsa llevó a la ruina a empresarios capitalinos y a titulares de explotaciones agropecuarias del interior (Gráficos 1 y 2). El *crash* bursátil de 1913 fue tan intenso como el de 1890. Afectó ahora, no ya a una población escasa con un contacto episódico y reciente con las finanzas, sino a la de una urbe, Montevideo, que alardeaba de su capitalidad financiera y rivalizaba en ostentación y progreso con Buenos Aires. Al tiempo, reveló la ineficacia de las medidas interventoras diseñadas por Battle en lo que concierne a la Bolsa, mediante el Banco Hipotecario en lo que se refiere a las oscilaciones cíclicas.

Gráfico 14: Crédito bancario a particulares, 1900-1945 (en millones de pesos constantes de 1913 y porcentaje sobre el PBI)



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

Gráfico 15: Emisión de dinero por el BROU, 1900-1944 (en millones de pesos constantes de 1900 y porcentaje del PBI)



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

La crisis impactó de tal manera a los inversores uruguayos que abjuraron tanto de la renta variable como de la propia Bolsa (Gráficos 1, 2, 3 y 5). Mucho tuvo que ver esa actitud desdeñosa con el castigo del Gobierno a la institución en forma de un impuesto aprobado en 1914 que gravaba la negociación de títulos, quebrando la tradición financiera uruguaya (Bolsa de Montevideo, 1916, p. 16). En otras palabras, nada fue lo mismo desde entonces en el mercado de capitales del país. La obtención de recursos por parte de los grandes

empresarios pasaba ahora por la negociación de créditos bancarios, tal y como se desprende de la consulta del Cuadro 2.

Cuadro 2: Crédito bancario y volumen de cotización de acciones en la Bolsa de Montevideo, 1912-1945 (en millones de pesos corrientes)

Año	Crédito	Negociación bursátil
1912	83,5	82,8
1915	62,6	6,2
1920	131,2	1,1
1925	155,5	0,6
1930	217,3	2,3
1935	194,0	1,9
1940	247,8	4,6
1945	360,7	6,2

Fuente: Departamento de Estudios Económicos (1983).

Guerra y desorden financiero (1914-1926)

El estallido de la Primera Guerra Mundial alarmó a los agentes económicos debido a la presumible hecatombe comercial que se daba por cierta. Persuadidos sus miembros de que el conflicto agudizaría el problema de la escasez de divisas, el ejecutivo suspendió la conversión del peso (BROU, 1914, p. 7). Pero lo hizo para dedicar todas las entradas de divisas, librado el BROU de los rigores de la convertibilidad, al cumplimiento de los compromisos contraídos con sus prestamistas extranjeros. De hecho, las reservas llegaron a igualar a la oferta monetaria, en torno a 20 millones de libras, a finales de 1915.

Adoptó el Uruguay el régimen denominado de “flotación sucia” (es decir, permitir la libre cotización del peso, pero sujeta a la intervención del BROU), fijando un cambio inicial devaluado. Puso en marcha entonces el Ejecutivo una errabunda política monetaria, estudiada ejemplarmente por Nahum, Moreira y Rodríguez (2014) a cuya consideración –inexcusable– remito. En lo que concierne estrictamente al mercado bursátil, la medida fue acompañada del cierre de la Bolsa y de los bancos (Bolsa de Montevideo, 1914 y Montoro, 1946) inmediatamente después de hacerlo la de Berlín el 5 de julio y el mismo día, unas horas más tarde, la de Buenos Aires. De ahí la caída experimentada en las cotizaciones (Gráficos 1 y 2).

Por fortuna, erraron en estos augurios. Desde 1915 Uruguay registró unas cifras de exportaciones (en especial de compuestos cárnicos para consumo de las tropas) excepcionales, mientras menguaron las importaciones de productos manufacturados europeos (Gráfico 9). La Bolsa, una vez reanudada su actividad, alcanzó los niveles previos a la crisis de 1913 (Gráficos 1 y 2). Ahora bien, ello se debió exclusivamente a la apreciación de la deuda interna, habida cuenta del práctico desalajo de la renta variable. En 1915 cotizaron sólo siete empresas (Gráfico 5), cuatro de ellas bancarias.

A causa de la tributación que gravaba las cotizaciones en Bolsa, los corredores la evitaron, de modo que el grueso de los intercambios de acciones se realizó en forma de

operaciones *over the counter*, más o menos formalizadas, en instituciones patronales: la Liga de Defensa Comercial, el Centro de Navegación Transatlántica y el Centro de Almaceneros Minoristas (Bolsa de Montevideo, 1916). Es más, el Gobierno dio otro giro de tuerca en su propósito de marginar a la Bolsa facilitando la venta de deuda pública por el BROU “en ventanilla” (BROU, 1917, pp. 6-7).

Tras una emisión de deuda externa de pequeña cuantía (poco más de 200 mil libras) para comprar la Panamerican Transcontinental Railway Company, el Gobierno acordó en 1915 con los acreedores una moratoria en el pago de la deuda mientras se prolongase la guerra. El acuerdo fue celebrado por ambas partes. Uruguay podía aprovechar el aumento de reservas para, a medio plazo, redimir su deuda, mientras que los titulares serían compensados con tipos de interés más elevados si la recaudación de aduanas superaba los 17 millones de pesos (CFB, 1920, p. 339).

El aumento de los precios favoreció a los ganaderos. En efecto, la inflación se dejó sentir en más intensidad en las mercancías extranjeras, con elasticidad precio muy alta, cuya entrada el país retrocedió. Paralelamente, el tipo de interés disminuyó, registrando niveles reales negativos. De nuevo los empresarios uruguayos se endeudaron, aunque de manera más moderada que en ocasiones precedentes (Gráfico 14). El Banco Italiano hizo ahora las veces de prestamista generoso y complaciente (Departamento de Estudios Económicos, 1983, p. 81).

Animado por la abundancia de reservas, el Gobierno sucumbió también en la tentación del endeudamiento. Una vez más acudió a Glyn, Currie, Mills and Co. para colocar en el mercado deuda al 5% garantizada en oro por valor de algo menos de dos millones de libras y para proseguir con el proceso de nacionalización de las vías férreas (CFB, 1920, p. 339 y BROU, 1920, pp. 8-9). El crédito y la emisión de billete siguieron su curso ascendente (Gráficos 11 y 12). Incluso nuevas compañías se incorporaron a la Bolsa.

Gobierno, empresarios y corredores parecían no haber escarmentado después de lo sucedido en 1913. El primero entendía que la flotación controlada iba a librar al peso de nuevos vaivenes financieros. Pero en la práctica, Uruguay fue víctima, al igual que otros países latinoamericanos, del fin de esa “danza de millones” (como fue denominada en Cuba en referencia al comercio de exportación durante la guerra) que comportó el cese del conflicto.

La crisis del Banco Italiano en 1920 debido al impago de los créditos a causa de la depreciación y del descenso de las exportaciones de carne provocó en julio un nuevo pánico en el parqué (Gráficos 1, 2 y 3). El Popular y el de Crédito se retiraron de inmediato las ruedas. Volvieron al tiempo las corridas bancarias. El *crash* abortó el proyecto de unirse todas las patronales en la Cámara de Comercio y en la creación de una nueva Bolsa que diese cobijo a quienes la abandonaron por la tutela estatal, ahora mitigada por la ausencia del poderoso Banco Hipotecario (Bolsa de Montevideo, 1920 y Montero, 1946).

La situación empeoró a comienzos de 1921, debido al descenso de las exportaciones (Gráficos 9 y 10). Tras la venta de los títulos por Glyn, Currie, Mills and Co., pocos meses antes en la Bolsa de Londres a un 25% de su valor nominal, el Gobierno tuvo que fijar su interés en un 9,8% para colocar en la de Nueva York un empréstito por valor de un millón y medio de libras pagadero en dólares-oro (Bertino, Bertoni, Tajam y Yaffé, 2005 y Bertino y Bertoni, 2006).

La coyuntura castigó esta política en julio de 1921. En el primero de ese mes, ante el aumento de la carga de la deuda, el Gobierno anunció el cese del empleo de los recursos del fondo de amortización (es decir, la redención anticipada) que extendió a todos los títulos paulatinamente hasta enero de 1922 (CFB, 1925, p. 431). Los tenedores interpretaron tal medida como un preludio de una inmediata declaración de *default*, interpretación que forzó caídas severas en el parqué (Gráficos 1 y 2).

El Gobierno puso fin a esas políticas monetarias y crediticias expansivas en 1923 (Bolsa de Montevideo, 1923, pp. 18-19). El ajuste acarreó un fuerte retroceso del PBI un año más tarde debido a la contracción de la demanda agregada que comportó (Gráfico 11). Ya en julio de 1924 Uruguay tuvo que asumir el precio de tanta desmesura. Acorralado por los acreedores británicos, el Gobierno consiguió que el Parlamento aprobase en julio un plan de reordenación de la deuda que le privó de la plena soberanía en el diseño de la política económica. Los tenedores se hicieron con los ingresos tributarios, obligaron al Ejecutivo a aumentar las partidas presupuestarias para atender el servicio de la deuda y abrir cuentas en Londres equivalentes a un cuarto de su montante en circulación (CFB, 1925, p. 431). Al tiempo el BROU se comprometió a mantener la paridad con el dólar y la libra so pena de reducir los plazos de amortización (BROU, 1924, p. 4). La Bolsa recibió el acuerdo con subidas (Gráficos 1 y 2), a pesar de que la medida no afectó a la deuda interna, lo cual causó gran controversia. En ese momento sólo cotizaban tres títulos de renta variable en el parqué (Gráfico 5) (Bolsa de Montevideo, 1925).

En 1926 el endeudamiento externo atenazó aún más a la economía uruguaya. Perdida ya la confianza con Glyn, Currie, Mills and Co., el Gobierno contrató con la casa neoyorkina Hallgarten & Co. un empréstito por valor de 46 millones de dólares para convertir todos los títulos en circulación en el país. De nuevo, su pago fue garantizado en las rentas de aduanas. Uruguay asumió una obligación más onerosa y humillante. Sus autoridades económicas renunciaron a invertir en infraestructuras y en la compra de nuevas compañías ferroviarias a fin de garantizar su amortización en tiempo y forma. Conviene señalar una particularidad de esta emisión: era la primera que contemplaba la exención del pago de tributos. Privado del atractivo que representó durante mucho tiempo la estabilidad monetaria para los inversores extranjeros, Uruguay ahora trataba de atraerlos con ventajas fiscales (Bertino y Bertoni, 2006; Bolsa de Montevideo, 1926, pp. 122-124, y Nahum, Moreira y Rodríguez, 2014, pp. 283-287).

El parqué montevideano durante la Gran Depresión y la Guerra Mundial (1929-1944)

A lo largo de 1927 el elevado endeudamiento obligó al BROU a intervenir para obtener un tipo de cambio acorde con los deseos de los acreedores y al Gobierno a contener el gasto público. Sin embargo, una leve mejoría en el saldo comercial (Gráfico 9), resultado forzosamente parco de los subsidios de exportación de tasajo a Cuba (Bolsa de Montevideo, 1928, pp. 26-27), hizo que la banca y los inversores, no sujetos a imposición externa, prescindiesen de toda cautela. Los banqueros del país perseveraban en la visión exclusivamente cortoplacista. La competencia era mucha y las posibilidades de negocio pocas.

El Banco Popular del Uruguay desató la guerra crediticia a la que no tardó en sumarse el Banco Hipotecario, ausente de la escena financiera durante algún tiempo. El primero lanzó

una ampliación de capital por valor de 600 mil pesos, suscrita en su totalidad al doble de su valor nominal. Su objetivo era adueñarse del mercado de crédito agropecuario, algo que los inversores consideraron factible. Por su parte, el Hipotecario emitió en 1928 acciones por cuantía mucho más moderada, 100 mil pesos (era de titularidad pública y Uruguay estaba bajo control exterior por su elevada deuda externa) (Bolsa de Montevideo, 1927 y 1928). De nuevo el crédito creció a niveles que comprometían seriamente la solvencia de esas entidades (Gráfico 14).

La Bolsa recuperó los niveles de cotización similares a los registrados en las vísperas del *crash* de 1913, aunque no de negociación (Gráficos 1, 2 y 13). El nuevo reglamento aprobado en 1927 eliminó las barreras de entrada al mercado de acciones. Para participar en las ruedas no había —en la práctica— requisito excluyente, salvo que la compañía superase los 200 mil pesos de capital íntegramente desembolsado. Es más, a fin de atraer a las operaciones *over the counter*, el espacio de la Bolsa y sus servicios estuvieron desde entonces a disposición de quien lo requiriese a cualquier hora del día (Bolsa de Montevideo, 1931, p. 16). De hecho, en 1928 cotizaban dos decenas de firmas en las Bolsa (Gráfico 5). Como en sus mejores tiempos.

El *crash* de la Bolsa de Nueva York de octubre de 1929 tuvo un efecto inmediato en la de Montevideo, por culpa de esa dolarización y de la flotación sucia que habían impuesto los acreedores norteamericanos. Pero no lo hizo tanto en las acciones, sino en los títulos de renta fija (Gráficos 1 y 2). Es decir, fueron el Estado y su crédito los que salieron mal parados.

El Gobierno implementó una política de manejo de la demanda similar a la aplicada en los países de Europa occidental. De inmediato dispuso la libre cotización del peso. Desde entonces sufrió una depreciación de hasta un 69%. El gabinete elaboró un plan de ejecución de obras públicas para mitigar el desempleo financiado con una emisión de deuda por 15 millones de dólares en 1930 con Hallgarten & Co. (CFH, 1930, pp. 402-420). Por otra parte, los bancos recuperaron su política de discrecionalidad crediticia y el BROU la de dinero barato (Departamento de Estudios Económicos, 1983, p. 13), como se puede ver en Gráficos 14 y 15—.

La libre flotación del peso resultó un completo fiasco. La mejora de las exportaciones de productos cárnicos fue casi episódica. De hecho, el saldo comercial sufrió un sensible deterioro (Gráfico 9). Incluso en noviembre de 1930, las corporaciones patronales solicitaron el retorno a la flotación sucia, amparados en una ortodoxia poco ajustada a la evolución de los cambios de la libra y el dólar que aconsejaban lo contrario (Baudean, 1921, Bolsa de Montevideo, 1930; Hahum, Moreira y Rodríguez, 2014, p. 240, y Montoro, 1946). Es más, la devaluación del peso aumentó la carga de la deuda, de suyo, soportada a duras penas. Entre tanto, la Bolsa, todavía afectada por ese proceso febril especulativo en lo que a la renta variable concierne, deambulaba completamente ajena al fuerte declive económico que sufría el país (Bolsa de Montevideo, 1930), tal como se ve en Gráficos 1, 2 y 11.

En septiembre de 1931 el Gobierno por fin se avino a retomar el régimen de control de cambios (Departamento de Estudios Económicos, 1983, p. 13). Simultáneamente, habilitó un nuevo fondo para la amortización de deuda, que tardó pocas semanas en agotarse. Las dos medidas llegaron demasiado tarde. En julio de 1932 el Uruguay se declaró, en la práctica, en *default*, declaración a la que siguió una caída de la cotización bursátil —ahora sí— preocupante, observada en Gráficos 1 y 2 (Bertino y Bertoni, 2006). Las autoridades ordenaron la contención del crédito y la emisión (Gráficos 14 y 15). Al tiempo, dictaron en

los nuevos estatutos de la Bolsa aprobados ese año unas condiciones mucho más severas para poder participar en las pujas, sobre todo a los inversionistas extranjeros, con el ingenuo propósito de contener la especulación. Un año más tarde, el nuevo Gobierno formado tras una intervención militar intentó imponer el pago de la deuda externa en pesos. La tentativa quedó en nada, debido a la airada protesta de los tenedores (CFH, 1932, p. 253; Nahum, Moreira y Rodríguez, 2014, p. 229; y Bolsa de Montevideo, 1935, p. 34).

Entre tanto, los negocios languidecían por la caída de los precios agropecuarios (Bolsa de Montevideo, 1932, pp. 8-9). Preocupados en grado sumo por la situación, los responsables de la Bolsa y los grandes empresarios del país elevaron un memorándum al Gobierno en el que reclamaban una implicación más activa y eficaz. La respuesta llegó en 1934 con la aprobación de la Ley de 9 noviembre de Reajuste Económico y Financiero que contempló nuevas medidas de defensa de la industria nacional y de regulación bancaria (Banco Hipotecario, 1938, p. 19).

De resultas de la aplicación de esta normativa, en 1935 el Gobierno adoptó el patrón cambios-oro (Nahum, Moreira y Rodríguez, 2014, pp. 301-339). Es decir, Uruguay volvió a convertibilidad, si bien la emisión obedeció más a las “necesidades del país” que a las reservas. De hecho, el BROU la moderó notablemente con relación al PBI a fin de emplear el oro y las divisas en amortizar la deuda (Gráfico 14).

El Gobierno uruguayo puso también todo su empeño en recuperar su solvencia exterior, empeño materializado en un acuerdo con sus acreedores, en virtud del cual toda su deuda externa fue refundida en títulos de ente el 4 y el 5%, cuyo pago quedó garantizado en un 74% de la recaudación de aduanas. El convenio, por la minoración de la deuda que suponía, resultó muy beneficioso para la República. Adicionalmente, volvió a nutrir en oro el fondo de amortización anticipada, que había dejado en suspenso en 1932 (Bolsa de Montevideo, 1936, pp. 54-58 y Bertino y Bertoni, 2006).

Gracias a estas medidas, recibidas con alborozo por los agentes económicos, y a la recuperación de los precios del trigo –en 1938 duplicó al computado en 1931– (Banco Hipotecario, 1938, p. 19), Uruguay superó la depresión con relativa premura. Desde la perspectiva bursátil, lo hizo en 1935 (Gráficos 1 y 2). En 1937 eran 15 las empresas cotizadas en Bolsa. La más potente de ellas era La Cervecera Uruguaya, que ya había realizado dos años antes una ampliación de capital por valor de 800 mil pesos en 1933, la mayor formalizada por una firma no bancaria desde el nacimiento de la institución (Bolsa de Montevideo, 1935). Con todo, el Gobierno dictó nuevos controles a la Bolsa en el nuevo reglamento de 1937 así como privilegios al BROU en la negociación de la deuda a fin de evitar oscilaciones bruscas de las cotizaciones (Bolsa de Montevideo, 1937, pp. 27-28).

Para entonces, el grueso de los tenedores de deuda se había sumado a la conversión de la deuda, de suerte que Uruguay pudo, por fin, dar un respiro a sus siempre necesitadas arcas públicas (CFB, 1940, p. 253 y Nahum, 1997).

En suma, Uruguay puso fin al caos fiscal y monetario que imperó en el país desde 1926 (Nahum, Moreira y Rodríguez, 2014, pp. 387-403). De nuevo figuraba ante el mundo como una nación responsable donde las inversiones en valores gozaban de ventajas fiscales, así como riesgo cambio y riesgo país muy bajos.

Pudo así su Bolsa beneficiarse de las oportunidades comerciales que brindó la Segunda Guerra Mundial (Gráficos 1, 2 y 9). Entre ellas estuvo la de consolidar un modelo de crecimiento por sustitución de importaciones (BROU, pp. 19-20), cuya adopción venía

gestándose desde hacía un par de lustros, tal y como revela la evolución del comercio exterior del país (Gráfico 9 y 10).

En los años del conflicto la inclusión en la negociación oficial de nuevas empresas manufactureras (Anexo 1) algo que no sucedía desde 1913 (Cohelo, 1987). Las cotizaciones alcanzaron los niveles previos al *crash* de 1929 (Gráfico 1 y 2). Es más, la Bolsa, conforme al volumen de negociación, recuperó el pulso perdido (Gráfico 13). El Estado ayudó a ello, pero moderando el crédito y la emisión y controlando los cambios desde 1940 a fin de evitar la formación de una nueva y letal burbuja financiera (Bolsa de Montevideo, 1943, p. 88; BROU, 1943 pp. 14-15; Nahum, 2014).

La bonanza bursátil, empero, en estos años no fue más que un espejismo por lo imperceptible en el plano real y efímero. En efecto, el grado de capitalización bursátil del país no creció apreciablemente ni se puede equiparar, atendiendo al número de empresas cotizadas, con el alcanzado entre 1897 y 1890 (Gráfico 13). La empresa uruguaya vivía al margen de la Bolsa, un mero instrumento del Gobierno para atender sus necesidades de financiación y facilitar discrecionalmente el crédito facilitado por la banca pública, capitalizada en el parque.

Por otra parte, la situación cambió por completo concluida la Segunda Guerra Mundial y construido un nuevo orden económico mundial (Cohelo, 1987). Pero la de la acomodación de la Bolsa al nuevo *statu quo* es otra historia.

Consideraciones finales

La Bolsa de Montevideo sobresale entre las de América Latina por lo temprano de su nacimiento y su vitalidad, particularmente hasta 1913. Que, en un país poco poblado, surgiese un intermediario financiero con unas dimensiones (en términos relativos) similares a las de Buenos Aires tiene un mérito sobresaliente.

En efecto, y como primera observación, sugiere que la especialización en materia de transacciones financieras del Uruguay viene de antiguo. Fue, como señalaba párrafos atrás, la recompensa al esfuerzo de un empresariado local que alardeaba de un liberalismo sin fisuras, con una sólida formación económica, un conocimiento de los mercados de capitales europeo y presto a emprender negocios arriesgados (Departamento de Estudios Económicos, 1983, p. 5 y Jacob, 2021).

De todo lo expuesto, mucho tuvo que ver con la vecindad con la Argentina. Son, en efecto, dos bolsas hermanas la de Montevideo y la de Buenos Aires, pero no subordinada la segunda a la primera, si bien su nacimiento y trayectoria ulterior no son concebibles sin lo sucedido en el mercado de capitales porteño.

Adicionalmente, mi trabajo esclarece las relaciones entre las finanzas bursátiles y las actividades agropecuarias. La Bolsa de Montevideo, en parte, sirvió para transferir recursos a los pioneros que llegaban de España e Italia, a través del Banco Nacional primero, y del Banco Hipotecario después, mediante la colocación de acciones en el parque. Fueron ellos, y no tanto los productores criollos, quienes incitaron la modernización de los intermediarios financieros. Al menos hasta el estallido de la I Guerra Mundial, la entrada de inmigrantes estimuló la actividad bursátil al punto de que se puede establecer una nada descabellada relación entre las realidades demográfica y financiera del país.

El Gobierno fue capaz, a través de la Bolsa de Montevideo, de despertar el interés de los inversores españoles, italianos y argentinos y dar a conocer las oportunidades de negocio del Uruguay gracias a dos medios: la solvencia del Estado y la estabilidad monetaria, virtudes ambas poco habituales en la historia financiera de América Latina. Era ya, pues, la Suiza de América. Sus gobernantes identificaron los instrumentos que emplear para atraer inversiones foráneas a través de esta institución y del conjunto de su sistema financiero: seguridad jurídica, alicientes fiscales y sometimiento estricto a las reglas de funcionamiento del patrón oro, así como a los estabilizadores automáticos que le eran inherentes. El éxito de la institución, una de las más sólidas y fiables de la joven República, resulta incontrovertible, al menos hasta 1913.

Considero que esa especie de precocidad financiera, explicativa, en buena medida, de la posición ostentada con anterioridad a 1890 por Uruguay en los movimientos internacionales de capitales, constituye la principal aportación de mi trabajo.

Ahora bien, el estudio de la Bolsa de Montevideo suscita otras consideraciones, menos complacientes, muy a tener en cuenta en la interpretación del atraso económico relativo del país. La primera de ellas tiene que ver con la capacidad de absorción de la Bolsa de capitales ajenos. Lo hizo el Estado, sí, con las emisiones de deuda. Pero no las grandes empresas. Ni las cárnicas, ni las ferroviarias cotizaban regularmente en Bolsa. La cotización preferente de la deuda es común al resto de las economías latinoamericanas. Las empresas privadas se financiaron a través de préstamos de instituciones paraestatales que captaban ahorro mediante la emisión de obligaciones y cédulas hipotecarias en el período de crecimiento por sustitución de importaciones que siguió al fin de la II Guerra Mundial. Pero Uruguay (y no es ningún mérito) se anticipó al fenómeno. Desde la crisis de 1913 la renta variable quedó completamente relegada en favor de la deuda pública.

En segundo lugar, que las grandes empresas extranjeras con implantación en el país no cotizasen en su Bolsa –ni siquiera la más prestigiosa, la Liebig’s– da cuenta de la debilidad de la institución. Los inversores extranjeros ni confiaban en ella ni esperaban obtener grandes recursos. Pero cabe añadir otra hipótesis. Es posible que no lo hiciesen –dadas las dimensiones minúsculas del mercado– para no entrar en conflicto con el Estado, dificultando la compra de deuda, y/o para mantener una convivencia cordial con otras grandes empresas de capital nacional. Sea como fuere, en Uruguay (como en otros países de América Latina y a diferencia de lo sucedido en la periferia europea) las firmas extranjeras vivieron al margen de su Bolsa, lo que dificultó su crecimiento.

Adicionalmente, observación ésta muy relacionada con lo señalado, a pesar del temprano desarrollo del mercado de valores y de lo sofisticado, el grado de capitalización bursátil de la economía uruguaya fue muy bajo: en 1930, nada menos que diez veces menos que Argentina, medido como el volumen de negociación con respecto al PBI o a la población del país, tal y como se detalla en el Cuadro 1. Era una bolsa moderna, dinámica, pero diminuta.

Por último, la Bolsa de Montevideo y la trayectoria de sus cotizaciones desvelan que la combinación de un sistema financiero de dimensiones excesivas, medido en términos de número de entidades, algo más que evidente en el caso uruguayo en el que las barreras de entrada al mercado eran tan laxas (particularmente para las filiales de bancos extranjeros, incluidos los argentinos), endeudamiento público y generosidad crediticia inexorablemente conducían a un *crash* bursátil. En Uruguay esa secuencia se manifiesta de manera palmaria.

Tanto daba la convertibilidad o no de la moneda o el grado de intervención del BROU en la determinación del tipo de cambio.

A mayor abundamiento, lo sucedido en Uruguay evidencia que los grandes *crash* bursátiles tuvieron como anticipo una crisis de deuda. No podía ser de otra manera, habida cuenta de su peso en la negociación. Lo llamativo es que la deuda forzase estas situaciones a pesar de lo aparentemente más estable de su cotización. Ello invita a prestar mayor atención, en el estudio de las crisis financieras en América Latina, a la valoración del endeudamiento del Estado.

Referencias

- Academia Nacional de Economía (1984). *Contribución a la Historia Económica del Uruguay*. Academia Nacional de Economía.
- Acevedo, E. (1903). *Economía Política y Finanzas. Extracto del discurso pronunciado en la Universidad*. El Siglo Ilustrado.
- Artagaveytia, R. (1941). *Memoria de la Bolsa de Comercio (1875-1940)*. Cámara Nacional de Comercio.
- Barrán, J y Nahum. B. (1979). *Batlle, los estancieros y el Imperio Británico* (7 volúmenes). Ediciones de la Banda Oriental.
- Banco de la República Oriental del Uruguay (1899-1945). *Memoria anual*. BROU.
- Banco Hipotecario (1893-1945). *Memoria Anual*. Banco Hipotecario.
- Baudean, M. (2021). La creación del banco central en Uruguay y Argentina en la década de 1930. El papel de los economistas y sus ideas. *Anuario IEHS*. 36(1). 172-191.
- Bertino, M.y Bertoni. R. (2006). *Más de un siglo de deuda pública uruguaya (1870-2000)*. Documento de Trabajo 4/06, Departamento de Economía, Instituto de Economía. Universidad de la República. <https://www.colibri.udelar.edu.uy/jspui/bitstream/20.500.12008/4152/5/dt-04-06.pdf>
- Bertino, M.y Tajam, H. (1999). *El PIB de Uruguay*. Universidad de la República.
- Bertino, M. Bertoni, R., Tajam, H., Yaffé (2005). *La economía del primer batllismo y los años veinte. Historia económica del Uruguay*. Tomo III. Fin de Siglo.
- Bértola, L. (1998). *El PIB uruguayo y otras estimaciones (1870-1936)*. Facultad de Ciencias Sociales. Universidad de Montevideo.
- Bértola, L. (2016). *El PIB per cápita de Uruguay. 1870-2015. Una reconstrucción*. Documento on line 48. Universidad de la República. <https://www.colibri.lar.edu.uy/jspui/bitstream/20.500.12008/27146/1/DT%20PHES%2048.pdf>
- Bolsa de Comercio (1947). *Antecedentes históricos y organización de la Bolsa. Condiciones generales del intercambio en el Uruguay*. Bolsa de Comercio.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1954). *La Bolsa de Comercio de Buenos Aires en su centenario. 1865/1954*. Bolsa de Buenos Aires.
- Bolsa de Montevideo (1867-1945). *Memoria anual*. Bolsa de Montevideo.
- Bonino, N., Román. C. y Willebad. N. R. (2012). *PIB y estructura productiva en Uruguay (1870-2011). Revisión de series históricas y discusión metodológica*. Documento de Trabajo 05/12. Instituto de Economía. <https://www.colibri.udelar.edu.uy/jspui/bitstream/20.500.12008/4162/5/dt-05-12.pdf>
- Bonino, N., Tena-Junguito. A. y Weillebald. N. R. (2015). On the accuracy of export performance. 1870-1913. *Revista de Historia Económica*. 33(2). 287-320.
- Buzzett, J. L. (1969). *Historia Económica y Financiera del Uruguay*. Ministerio de Obras Públicas.
- Cohelo, S. (1987). El financiamiento directo a través de la Bolsa de Valores. *Revista de Ciencias Sociales*. 2, 31-39.
- Couyoumdjian, R.C. (1977). *Historia de la Bolsa de Comercio de Santiago. 1893-1993. Un siglo del mercado de valores en Chile*. Bolsa de Valores.
- Corporation of Foreign Bondholders (1890-1945). *Report*. London Council Corporation of Foreign Bondholders.
- Departamento de Estudios Económicos (1981). *Análisis preliminar de algunas variables económicas vinculadas con la cotización de acciones en la Bolsa en el período 1930-1980*. Cámara Nacional de Comercio.
- Departamento de Estudios Económicos (1983). *Historia bancaria, monetaria y del mercado de capitales del Uruguay*. Cámara Nacional del Uruguay.
- Díaz, R. (2003). *Historia Económica de Uruguay*. Taurus.
- Dirección General de Estadística (1891 y 1921). *Anuario estadístico del Uruguay*. Tipografía Oriental.
- Fernández Saldaña, J.M. (1947). *Historia de la Bolsa de Comercio de Montevideo*. Cámara Nacional de Comercio.
- Foreign Office (1879-1908). *Diplomatic and consular reports on trade and finance. Uruguay*. Her Majesty's Stationary Office.
- Finch, H. (2006). *La Economía Política del Uruguay contemporáneo. 1870-2000*. Ediciones de la Banda Oriental.

- Jacob, R. (2011). *Aquellos otros inversores*. Aprozador.
- Jacob, R. (2016). *Las inversiones norteamericanas*. Objeto Directo.
- Jacob, R. (2021). *El empresariado uruguayo en perspectiva histórica: algunas reflexiones*. S/d. <http://www.rauljacob.com/docs/RJacob-Seleccion-de-textos.pdf>
- International Center for Finance (2023, abril). *London Stock Exchange. Investor Monthly Manual 1869-1929* [Dataset]. <https://som.yale.edu/centers/international-center-for-finance/data/historical-financial-research-data/london-stock-exchange>
- Montero Bustamante, E. (1946). *El Banco de la República en su cincuentenario. Memoria histórica, 1890-1940*. Imprenta del BROU.
- Moreno Lázaro, Javier (2013). La Bolsa de La Habana: el mercado mundial de azúcar y las fluctuaciones de la economía cubana, 1910-1969. *Revista de Historia Económica/Journal of Iberian and Latin American Economic History* (31), 1, 111-144.
- Moreno Lázaro, J. (2017). La Bolsa de Valores de México durante el porfiriato y la revolución: 1885-1934. *América Latina en la Historia Económica* (24), 98-139.
- Moreno Lázaro, J. (2021). Las tribulaciones de un emprendedor en España y en el Río de la Plata: Emilio Reus Bahamonde (1858-1891). *Revista de historia industrial*. 88. 11-47.
- Levy, M. A. (1977). *Historia de la Bolsa de Río de Janeiro*. IBMEC.
- Mourat, O. (1973). *La crisis comercial en la cuenca del Plata (1880-1920)*. Ediciones de la Banda Oriental.
- Nahum, B. (1995). *Denda externa del Uruguay*. 1875.1939. Ediciones de la Banda Oriental.
- Nahum, B. (ed.) (2007). *Estadísticas Históricas del Uruguay. 1900-1950. Tomo I. Población y sociedad. política. educación. Estado*. Universidad de la República.
- Nahum, B., Moreira, C. y Rodríguez, L. (2014). *Política financiera, moneda y deuda pública. Uruguay en el período de entreguerras*. Ediciones Universitarias.
- Pivel Devoto, J.E. (1976). *Contribución a la historia económica y financiera del Uruguay: Los bancos. 1868-1876*. A. Monteverde.
- Ponce de León, N.B. (2000). *Bolsa de Valores. Montevideo. 1867-2000*. Bolsa de Valores.
- Román, C. y Willelbad, H. R. (2015). Formación del capital en el largo plazo en Uruguay. 1870-2011. *Investigaciones de Historia Económica/Economic History Research*, 11(1), 20-30.
- Visca, C. (1963). *Emilio Reus y su época*. Montevideo. Ediciones de la Banda Oriental.
- Willimam, J.C. (1984). *Historia Económica del Uruguay (1811-1900). Tomo I*. Ediciones de la Plaza.
- Winn, P. (2010). *Inglaterra y la Tierra Púrpura. Gran Bretaña y Uruguay en el siglo XIX. Tomo II. Boom, quiebra e imperio económico. 1880-1903*. Ediciones de la Banda Oriental.

Anexo 1

Cuadro 3: Sociedades cotizadas en la bolsa de Montevideo, años 1867, 1890, 1900, 1914, 1944 (capital en pesos corrientes y cotización en tantos por ciento)

1867

RAZÓN SOCIAL	FUNDACIÓN N	CAPITA L	OBJETO
Banco Comercial	1865	1,600.000	Banca
Banco Montevideano	1865	1,000.000	Banca
Banco Italiano	1866	2,000,000	Banca
Sociedad Hipotecaria	1867	200.000	Banca
La Oriental de Navegación	1866	105.000	Navegación
La Salteña de Navegación	1866	416.500	Navegación
Progresista de Muelles y Vapores de Paysandú	1861	75.000	Navegación
La Uruguaya	1865	51.000	Navegación
Ferrocarril del Uruguay	1867	6,580.000	Ferrocarril
Mensajería Oriental	1860	800	Correo
Mensajes Comerciales	1867	s/d	Correo
Ómnibus de la Unión	1864	4.000	Tranvías
Pastoril de Merinas	1863	342.700	Ganadería
Pastoril de Cebollati	1866	200.000	Ganadería
Estrella del Norte	1866	52.000	Colonización
Colonia de la Playa	1866	315.000	Colonización
Saladero de la Teja	1866	166.000	Saladero

1890

SOCIEDADES	OBJETO	CIERRE (*)
Compañía Central del Uruguay	Ferrocarriles	150
Compa Paso del Molino	Tranvías	170
Compañía Inmobiliaria	Promoción Industrial y Urbana	50
Compañía Nacional de Obras Públicas	Construcción	33
Compañía de Luz Eléctrica	Electricidad	s/d
Banco Nacional	Banca comercial	106
Banco Comercial	Banca comercial	156
Banco Italiano	Banca comercial	100
Banco Español y del Río de la Plata	Banca comercial	95
Banco Ítalo Oriental	Banca comercial	97
Banco General Uruguayo	Banca comercial	97
Banco Oriental	Crédito hipotecario	108
Banco de Crédito Rural Uruguayo	Crédito hipotecario	97
Banco Atlántico	Crédito hipotecario	s/d
Teatro Solís	Espectáculos	10
Mercado del Puerto	Comercio	80
Compañía Plata	Construcción	60
Compañía del Progreso Oriental	Construcción	60
El Porvenir Uruguayo	Construcción	60
El Progreso Urbano	Construcción	50

1900

RAZÓN SOCIAL	CAPITAL	OBJETO
Banco Hipotecario	3,457.400	Banca
Banco Italiano	329.700	Banca
Transatlántico	834.000	Banca
Banco de España	41.000	Banca
General Uruguayo	600.000	Banca
Sociedad Cooperativa Territorial	12.000	Crédito
Sociedad Nacional	13.750	Crédito
Crédito Rural Uruguayo	21.000	Crédito
Progreso Departamental	1.000	Minería
Compañía Inmobiliaria	24.000	Construcción
Tranvía de la Unión	97.000	Tranvía
Tranvía del Paso del Molino	2.600	Tranvía
Mercado del Puerto	135.000	Comercio

1914

SOCIEDADES	NOMINAL (*)	OBJETO
Banco Comercial	13.800	Banco Comercial
Banco Italiano	151.900	Banco Comercial
Banco Popular	1,3293.100	Banco Comercial
Banco de Crédito	235.300	Banco de Crédito
Barraca del Antepuerto	11.000	Comercio
Vitícola Uruguaya	1.000	Crianza de vino
Cervecería Uruguaya	45.500	Fabricación de cervezas
Salús	1.500	Agua

1944

RAZÓN SOCIAL	CAPITAL	OBJETO
Banco Comercial	43.000	Banco
Popular del Uruguay	220.000	Banco
Popular de Crédito	181.300	Banco
Canco de Cobros	234.000	Banco
Fábricas Nacionales de Cervezas	1066.700	Fabricación de cerveza
Fábricas Nacionales de Papel	275.000	Fabricación de papel
Compañías Salus	415.400	Explotación de acuíferos
Vidrieras Unidas	50.000	Fabricación de cristal
Cristalería del Uruguay	96.400	Fabricación de cristal
Campomar y Soulas	113.999	s/d
Sociedad Cooperativa de Abasto	2.000	Comercio
Industria de Producción Agrícolas	24.000	Cárnicas
Frigorífico Modelo	31.300	Cárnicas
Uruguay de Esmaltado	8.000	Industrias de la construcción
Uruguay de Alpargatas	5.000	Calzado

Fuente: Bolsa de Montevideo 1865, 1890, 1900, 1914 y 1944.

(*): En miles de pesos corrientes

Anexo 2.

La construcción de los índices

He operado en el cálculo de los índices con títulos negociados al contado. El valor considerado excluye los dividendos. Tampoco he computado los derechos de suscripción en las ampliaciones de capital. No he tenido presente ni las operaciones a plazo ni las realizadas *over the counter* (fuera de las sesiones).

Desde 1875 se publicaron los primeros registros sistemáticos de cotizaciones bursátiles de Montevideo, si bien se limitaban a los precios máximos y mínimos, sin proporcionar cifras sobre el número de valores canjeados (Artagaveytia, 1941).

Así pues, he podido elaborar un índice Laspeyresque que incluye las acciones de todas las empresas cotizadas empleando como ponderador entre 1875 y 1896 el capital de la sociedad. En su expresión analítica:

$$At = \left(\frac{It}{I1913} \right) 100$$

Donde

$$It = \frac{\sum_{i=1}^n Cit \left(\frac{Pait + Pbit}{2} \right)}{CiNit}$$

y

$$Ci = \frac{Kit}{Kt}$$

Donde

A_t es el índice del año t en base 1913.

I_t es el índice del año t .

$Pait$ es la cotización mínima de la acción de la sociedad i .

$Pbit$ es la cotización máxima de la acción de la sociedad i .

Kit es el capital de la sociedad i .

Kt es el capital total de las sociedades cotizadas.

Nit es el nominal de la acción de la sociedad i .

He de hacer constar que presenta la carencia de emplear el capital sin detraer “el cautivo”, es decir, en cartera en la sociedad. Está construido bajo el supuesto implícito y permanente en el tiempo de que, a mayor capital social de una empresa, mayor volumen de cotización de la misma.

Ya en 1897 la institución publicó en sus memorias anuales (redactadas desde al menos 1929 y 1941 por el mencionado Artagaveytia, secretario de la entidad) una detallada información sobre volúmenes de cotización regular de cada título y lo abonado por ellos. He podido emplear desde entonces este guarismo.

Debo hacer constar que presenta la carencia de emplear el capital sin detraer “el cautivo”, es decir, en cartera en la sociedad. Está construido bajo el supuesto implícito y

permanente en el tiempo de que, a mayor capital social de una empresa, mayor volumen de cotización de la misma.

Ya en 1897 la institución publicó en sus memorias anuales (redactadas desde al menos 1929 y 1941 por el mencionado Artagaveytia, secretario de la entidad) una detallada información sobre volúmenes de cotización regular de cada título y lo abonado por ellos. He podido emplear desde entonces este guarismo como ponderador. Es decir:

$$It = \frac{Ket}{Kt}$$

Ket es el efectivo de todas las acciones cotizadas.

Kt es el nominal total de las sociedades cotizadas.

Afortunadamente, disponemos para el Uruguay de los deflatores implícitos del PBI para realizar la conversión de los índices a términos reales (Bértola, 1998 y Bertino y Tajam, 1999). Detallo en el cuadro que sigue los guarismos empleados.

Cuadro 4: Deflactor empleado, 1875-1945

1875	68,8	1893	56,5	1911	83,8	1929	135,5
1876	68,2	1894	53,6	1912	85,4	1930	132,1
1877	71,0	1895	56,6	1913	100,0	1931	132,1
1878	71,8	1896	54,0	1914	110,2	1932	134,3
1879	77,0	1897	57,6	1915	128,1	1933	136,4
1880	76,7	1898	60,6	1916	129,4	1934	143,8
1881	76,0	1899	65,2	1917	152,9	1935	145,6
1882	74,8	1900	65,1	1918	157,2	1936	158,0
1883	73,6	1901	66,6	1919	164,0	1937	136,6
1884	71,6	1902	58,8	1920	171,3	1938	136,2
1885	67,4	1903	64,4	1921	143,5	1939	143,8
1886	61,0	1904	63,7	1922	121,0	1940	150,0
1887	58,6	1905	71,9	1923	129,7	1941	149,2
1888	59,5	1906	78,1	1924	143,7	1942	153,4
1889	69,8	1907	77,6	1925	144,3	1943	163,0
1890	68,9	1908	75,0	1926	134,4	1944	168,5
1891	65,7	1909	77,6	1927	135,5	1945	190,3
1892	56,2	1910	80,7	1928	137,0		

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

Anexo 3

Cuadro 5: Cotizaciones de la Bolsa de Montevideo, 1875-1945 (en términos nominales y números índices base 1913)

Año	Renta fija	Renta variable	Año	Renta fija	Renta variable	Año	Renta fija	Renta variable
1875	5,7	18,3	1899	52,5	8,1	1923	93,2	63,0
1876	6,0	9,2	1900	57,1	7,1	1924	94,0	77,7
1877	7,8	7,5	1901	34,5	8,9	1925	93,2	90,1
1878	9,4	4,7	1902	24,1	9,6	1926	97,8	98,8
1879	10,4	4,0	1903	48,3	14,7	1927	102,9	90,8

1880	11,4	8,5	1904	54,9	13,2	1928	103,5	97,3
1881	9,9	14,4	1905	51,6	21,1	1929	106,6	105,6
1882	11,5	4,9	1906	61,7	30,6	1930	105,1	125,5
1883	11,5	6,3	1907	69,4	38,6	1931	102,1	142,6
1884	16,5	7,5	1908	67,7	37,1	1932	91,8	133,5
1885	13,1	14,1	1909	73,1	43,8	1933	89,1	86,3
1886	20,9	21,5	1910	89,4	67,5	1934	76,0	64,8
1887	27,3	31,0	1911	114,2	87,1	1935	96,2	90,7
1888	21,8	30,8	1912	113,2	103,4	1936	100,9	95,7
1889	20,3	37,5	1913	100,0	100,1	1937	107,5	128,1
1890	19,9	26,2	1914	85,5	84,0	1938	98,1	130,7
1891	14,7	17,0	1915	91,1	79,8	1939	102,1	141,3
1892	13,8	13,5	1916	94,6	74,6	1940	102,8	148,4
1893	14,0	11,0	1917	93,7	73,3	1941	115,6	154,7
1894	17,0	11,1	1918	92,1	75,6	1942	106,3	161,3
1895	19,9	12,9	1919	92,9	79,6	1943	105,4	165,2
1896	19,7	11,8	1920	82,2	89,9	1944	122,4	188,3
1897	16,8	12,3	1921	87,3	36,6	1945	126,1	179,5
1898	44,2	7,0	1922	88,0	41,2			

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

Anexo 4

Cuadro 6: Cotizaciones de la bolsa de Montevideo, 1875-1945 (en términos reales y números índices 1913=100)

Año	Renta fija	Renta varia- ble	Año	Renta fija	Renta varia- ble	Año	Renta fija	Renta varia- ble
1875	8,3	26,7	1899	80,5	12,4	1923	71,9	48,5
1876	8,8	13,4	1900	87,7	11,0	1924	65,4	54,0
1877	11,0	10,5	1901	51,8	13,3	1925	64,6	62,4
1878	13,1	6,5	1902	40,9	16,4	1926	72,7	73,5
1879	13,5	5,2	1903	75,0	22,8	1927	75,9	67,0
1880	14,8	11,1	1904	86,2	20,8	1928	75,6	71,0
1881	13,0	18,9	1905	71,8	29,4	1929	78,6	78,0
1882	15,4	6,5	1906	79,0	39,2	1930	79,5	95,0
1883	15,7	8,6	1907	89,5	49,7	1931	77,3	107,9
1884	23,0	10,5	1908	90,3	49,5	1932	68,4	99,4
1885	19,5	21,0	1909	94,3	56,4	1933	65,3	63,3
1886	34,3	35,2	1910	110,8	83,7	1934	52,9	45,1
1887	46,5	52,9	1911	136,3	104,0	1935	66,0	62,3
1888	36,7	51,7	1912	132,5	121,0	1936	63,9	60,6
1889	29,0	53,7	1913	100,0	100,1	1937	78,7	93,8
1890	28,9	38,0	1914	77,6	76,3	1938	72,0	95,9
1891	22,4	25,9	1915	71,1	62,3	1939	71,0	98,3
1892	24,6	24,0	1916	73,1	57,6	1940	68,5	98,9
1893	24,8	19,4	1917	61,3	48,0	1941	77,5	103,7
1894	31,7	20,8	1918	58,6	48,1	1942	69,3	105,2
1895	35,2	22,7	1919	56,6	48,5	1943	64,6	101,3
1896	36,5	21,9	1920	48,0	52,5	1944	72,6	111,8
1897	29,2	21,4	1921	60,8	25,5	1945	66,3	94,4
1898	73,0	11,6	1922	72,7	34,1			

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

Anexo 5

Cuadro 7: Cotización media de los principales valores de renta variable negociados en la Bolsa de Montevideo, por tipo de empresa, 1887-1945 (en tantos por ciento)

Ferrovias y de tranvías				
Año	Ferrocarril de la Unión	Tranvía del Paso	Tranvía de Pocitos	
1884		120,0	71,0	
1885	104,0		70,0	
1886	125,0			
1887	118,0		69,0	
1888	134,0		75,5	
1889	136,5		77,0	
1890	139,0		72,0	
1891	80,0			
1892				
1893				
1894		59,0		
1895		85,0		
1896				
1897	95,5			
1898	86,0			
1899	86,0	99,0		
1900	89,0	81,0		
1901	70,0			
1902	71,8	83,0		
1903	78,0	83,5		
1904	80,0			
1905	100,0			

Promotoras inmobiliarias				
Año	Progreso Oriental	Progreso Urbano	Compañía Inmobiliaria	Nacional de Obras Públicas
1877	15		14,875	
1878	12,125	7,5	9	
1879	8,75	5	5,5	
1880	6	3,75	8,75	
1881	18,5		14,5	
1882	16,125		10,875	
1883	18		14,5	
1884	18		24,25	
1885	18,5		10,5	
1886	15,5	8,25	13,25	
1887	58,5	41,75	52,75	
1888	75	44,5	50,5	99,5
1889	54,5	44,5	47,5	114,5
1890	35	38	29,5	35,5
1891			13,5	4,05
1892			9	
1893			8,5	

1894	10,5
1895	13,6
1896	10,25
1897	10
1898	9,75
1899	8
1900	4,75
1901	3,1

Financieras

Año	Crédito Ru- ral	Italiano	Español	Transatlántic o	Hipotecario	Nacion al
1887		104,5				130,75
1888	120,0	109,0	110,0			160,2
1889	110,0	105,6	120,0			140,0
1890	76,5	88,0	76,5	17,0		44,5
1891	21,0	51,5	21,0	2,3		19,8
1892	19,5	40,0	19,5	0,7	10,8	8,9
1893	14,5	38,0	14,5	0,8	10,2	
1894	17,0	41,3	17,0	2,0	15,5	
1895	24,5	39,1	24,5	1,2	12,5	
1896	17,8	51,0	17,8	1,0	20,5	
1897	18,0	50,5	18,0	0,8	15,5	
1898	13,0	57,2	13,0	0,6	17,2	
1899	13,0	62,5	13,0	0,5	17,9	
1900	9,3	59,8	9,3		15,3	
1901	8,0	67,5	8,0		12,8	
1902	15,8	82,0	15,9		14,5	
1903	16,0	72,5	16,0		17,4	
1904	19,0	87,5	19,0		18,2	
1905		138,5			16,1	
1906		127,5			25,0	
1907		122,0			51,5	
1908		131,5			42,1	
1909		153,0			50,0	
1910		164,0			51,2	
1911		150,0			48,0	
1912		148,0			92,3	
1913		133,0			42,4	
1914		126,0			115,3	
1915		141,6				
1916		192,5				
1917		169,0				

Financieras (continuación)

Año	Comercial	Popular Italiano	Crédito	Popular Uruguayo	Territorial
1906	139,0				
1907	87,8	9,6			
1908		90,0			
1909	133,0	98,5			
1910	122,5	114,0			
1911	121,0	129,6			

1912	258,5	141,0			
1913	136,5	110,5			
1914	116,0	95,0			
1915	125,0	75,5			
1916	134,5	81,8			
1917	167,0	84,3			
1918	155,5	90,0			
1919	198,5	96,8			
1920	203,5	150,4			
1921	214,2	95,5	102,2		
1922	216,6	91,8	101,0		
1923	218,7	86,0	105,5		
1924	222,0	111,6	239,3		
1925	225,3	129,2	0,0		
1926	203,4	116,6	38,7	99,0	
1927	38,7		123,2	94,7	
1928	271,4		134,4	100,0	
1929	231,5		49,6	117,6	
1930	300,0		17,7	114,6	
1931	302,6		140,3	107,7	
1932	278,4		76,7	99,0	
1933					
1934					
1935	267,4		132,3	121,1	125,0
1936	266,1		135,9	122,3	
1937	272,2		140,0	134,5	
1938	311,5		156,0	1376,6	
1939	209,4		156,9	137,6	
1940	334,8		163,5	145,9	
1941			187,5	156,5	
1942	181,5		184,2	160,4	90,2
1943	318,6		194,2	181,4	2344,2
1944	203,4		229,4		116,7
1945	320,0				108,5

Cerveceras

Año	Montevideana	Uruguaya	Nacional
1910			
1911			
1912	102,3		
1913	90,5		
1914	81,5		
1915	93,5		
1916	108,5		
1917	150,0		
1918	153,0		
1919	145,8	93,9	
1920	129,0	153,0	
1921	146,0		
1922			
1923			
1924			
1925			
1926			

1927		
1928		
1929	241,0	
1930		
1931	204,7	141,0
1932	168,5	
1933	89,3	
1934	25,9	
1935		132,6
1936		133,3
1937		
1938		180,4
1939		194,7
1940		208,3
1941		238,1
1942		281,6
1943		269,2
1944		131,3
1945		308,2

Otras manufactureras

	Salús	Papeleras	Cristalerías	Frigorífico	Lechera
1910	108,5				
1911	114,5				
1912	113,0				
1913	98,0				
1914	98,0				
1915	105,6				
1916	102,0				
1917	108,0				
1918					
1919					
1920	97,7				
1921	100,0				
1922	100,0				
1923	109,3				
1924	100,0	104,0			
1925		70,0			
1926	0,0				
1927					
1928					
1929					
1930		148,7	167,5		
1931					
1932					
1933	116,8	184,3	132,4		46,6
1934	118,0	184,3	132,4		48,5
1935	104,1	160,0	160,0		54,6
1936	178,8	162,0	162,8		68,6
1937	100,0		162,5		50,0
1938	155,7	89,0	91,2	180,0	
1939		151,1	217,7	162,3	147,7
1940		224,0		210,2	224,0
1941		27,1		228,4	

1942	135,3	82,0	360,0	339,4	
1943	136,2		313,3	233,3	
1944	269,2	240,0	150,5	276,3	
1945	160,0	239,3		274,8	138,0

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

