

LAS NECESIDADES FINANCIERAS DEL
SECTOR PÚBLICO: UN ENFOQUE DESDE EL
ENDEUDAMIENTO (1935-1959)

Paola Azar
Reto Bertoni

INSTITUTO DE ECONOMIA
Serie Documentos de Trabajo

DT 7/06

RESUMEN

En este trabajo se investiga la evolución de los servicios de la deuda pública, su incidencia en el gasto del Gobierno Central y su relación con los desequilibrios presupuestales en Uruguay para el período 1935-1959. Asimismo, se intenta determinar en qué medida el endeudamiento contraído puso en entredicho la “sostenibilidad” de la política fiscal en los años de referencia.

CONTENIDO

Introducción.....	4
1. Fuentes y características de la información	4
2. Una aproximación a las necesidades financieras del Gobierno Central.....	7
2.1. Gasto del Gobierno Central.....	7
2.2. Resultados fiscales	9
3. Los servicios de deuda	11
3.1. Evolución general	11
3.2. Estructura de los servicios de deuda directa.....	13
<i>Amortizaciones e intereses</i>	13
<i>Deuda interna y externa</i>	13
<i>Servicios por “deudas fiscales”</i>	14
<i>Sobre los efectos “intergeneracionales” del endeudamiento</i>	15
4. Deuda pública y desempeño global	16
4.1. Deuda circulante.....	17
4.2. Colocación de los títulos emitidos	18
5. Aproximación a la “sostenibilidad”	19
5.1. Restricción de solvencia.....	19
5.2. Gap primario.....	20
6. Comentarios finales	21
Fuentes consultadas y referencias bibliográficas	22
Anexo	24

INTRODUCCIÓN

Las necesidades financieras del sector público constituyen un factor clave para comprender la restricción que puede llegar a ejercer el Estado sobre el ahorro del sector privado, el nivel de endeudamiento de la economía y las presiones inflacionarias. En este trabajo se investiga la evolución de los servicios de la deuda pública, su incidencia en el gasto del Gobierno Central y su relación con los desequilibrios presupuestales en Uruguay para el período 1935-1959. Asimismo, se intenta determinar en qué medida el endeudamiento contraído puso en entredicho la “sostenibilidad” de la política fiscal en los años de referencia.

El documento se inicia con una sección metodológica, en que se presenta la información que sirvió de base para el análisis, y los problemas que surgieron en su tratamiento. La segunda sección contiene la descripción de la trayectoria del gasto del Gobierno Central y los resultados fiscales. En la sección 3 se analizan los servicios de deuda pública, contemplando su magnitud, su estructura y su origen. A continuación se examina la relación entre endeudamiento, producto y otras variables macroeconómicas relevantes (sección 4), para luego, en la sección 5 investigar la existencia de problemas de solvencia y liquidez en las finanzas públicas y sus posibles efectos sobre la sostenibilidad de la política fiscal. El trabajo se cierra con un apartado de síntesis en que se plantean las conclusiones, interrogantes y posibles caminos para avanzar en las siguientes etapas de la investigación.

El documento contiene un Anexo que recoge la descripción del proceso de reconversión de deudas que tiene lugar en 1937, al inicio del período de análisis.

1. FUENTES Y CARACTERÍSTICAS DE LA INFORMACIÓN

El estudio está basado en la recolección y sistematización de la información acerca del gasto del Gobierno Central y los servicios de deuda pagados en el período 1935-1959. También reúne datos relativos al stock de deuda pública (deuda pública circulante bruta) y a su emisión.

La elaboración de la serie de gasto se realizó en una etapa previa del programa de investigación y fue presentada en Sanguinetti, C. (2003). Se construyó a partir de los resultados publicados en las Ejecuciones de los Presupuestos Nacionales –cuando estuvieron disponibles– y de los Anuarios Estadísticos de la Dirección Nacional de Estadística.

Es importante resaltar que para los años que ocupa esta investigación, sólo se aprobaron leyes de Presupuesto General de Gastos en ocho oportunidades, a pesar de la supuesta anualidad de los mismos¹. Para el resto de los años se prorrogó el presupuesto del ejercicio anterior con agregados². En todos los casos, los datos corresponden a “gasto

¹ Aunque la Constitución de 1952 instauró el régimen de Presupuestos Cuadrienes, el Poder Ejecutivo debía elevar anualmente la rendición de cuentas al Parlamento.

² Hubo momentos en que la desprolijidad llegó situaciones extremas: el 12 de febrero de 1947 se aprobó el Presupuesto para el año 1946 y en los años 1948, 1949 y 1950 se aprobaron presupuestos parciales. Estas

corriente” del Gobierno Central. La serie no incluye –prácticamente– a la inversión pública, ya que en la época este tipo de gasto se financiaba por canales extra-presupuestales³.

La serie de gasto que se utiliza en este documento no incluye el monto pagado por amortizaciones de deudas emitidas para financiar déficit durante el período en estudio. La fundamentación de este tratamiento reside en que, tratados los resultados fiscales como los saldos de caja en cada ejercicio, en ningún caso fue registrado el ingreso que financia el déficit, por lo cual no corresponde considerar su amortización como un gasto. Sí se considera el gasto por intereses, que corresponde al costo del endeudamiento⁴.

Respecto a los servicios de deuda (amortizaciones anuales e intereses) y la deuda circulante, las cifras provienen de las publicaciones de la Dirección de Crédito Público (DCP) y fueron completadas con las contenidas en los Anuarios Estadísticos.

La forma de registración y el tipo de información incluida en las mencionadas publicaciones fue experimentando variaciones, lo que creó algunas dificultades en la construcción de las series de referencia. Por ejemplo, hacia el inicio y final del período se producen dos grandes vacíos de información. El primero se debe a que las publicaciones de la DCP no brindaban el detalle sobre amortizaciones e intereses por deuda para el tramo 1930-1934, determinando que la descripción se inicie en 1935. El segundo responde a que no fue posible obtener los datos relativos a servicios de deuda para los años 1952, 1953 y 1954. Como se observará en las páginas siguientes, las series presentan un “hueco” para ese tramo.

Una vez construidas, las series de servicios “efectivamente pagados” fueron cotejadas con los pagos por deuda registrados en el renglón “servicios generales” de la Ejecución Presupuestal (cuando fue posible obtenerla) o con los que figuran en los Anuarios Estadísticos. Este ejercicio reveló la existencia de diferencias entre los montos registrados por ambas fuentes.

Dado que el objetivo central de esta fase residía en brindar una idea del peso de los servicios de deuda en el total del Gasto del Gobierno Central, se optó por tomar como base el dato sobre servicios inscripto en el Presupuesto. Tomando ese total como patrón, para poder discriminar a su interior el monto de intereses pagados por deudas internas, externas, amortizaciones y pérdidas de cambio, se aplicó el porcentaje de participación en el total de cada uno de estos rubros que presentaba la DCP. De esta forma, se obtuvieron ponderadores para construir una serie de pagos por amortizaciones e intereses que ajustara con el dato de Ejecución Presupuestal. Los montos pagados incluyen también la pérdida de cambio (por deudas externas), las primas y los compromisos por vencimientos anteriores al del año en curso.

Partiendo de esta serie, se observó que para describir cabalmente los servicios de deuda pagados por el Gobierno Central y el nivel de endeudamiento que lo comprometía,

condicionantes institucionales obligan a un seguimiento estricto de las fuentes para poder rescatar en términos reales el comportamiento de las finanzas públicas.

³ Azar, P., Bertoni, R. (2004).

⁴ Este ajuste tuvo en cuenta los comentarios realizados por el Ec. Diego Aboal en las XVIII Jornadas de Economía del Banco Central del Uruguay (agosto de 2003), a quien agradecemos por su aporte. Es de destacar que, dada la estructura del servicio de la deuda pública en aquel período, la diferencia encontrada no es relevante y las series son virtualmente idénticas.

debía atenderse únicamente a la porción de deuda que se sirviera con ingresos de Rentas Generales, es decir la denominada “Deuda Directa”. Se elaboró, entonces, una serie de servicios y otra de deuda circulante, excluyendo a las llamadas “Deudas Indirectas”, que eran atendidas con recursos de los entes autónomos (aunque fueran formalmente canalizadas por la DCP). Éstas son las que se aplican a los análisis contenidos en el presente documento.

Los servicios considerados son de deudas tanto internas como externas. Dentro de las primeras, no se incluyeron los pagos derivados de la emisión de Letras y Bonos de Tesorería. La decisión responde a que las mismas constituían un recurso de carácter transitorio, destinado a suplir las necesidades eventuales del Tesoro. Como señala Ferrando: *“se recurre a este arbitrio como adelanto o anticipo de las colocaciones de la deuda autorizada a largo plazo, cuya colocación efectiva se realiza, generalmente, a un ritmo más lento. Se caracterizan por el corto plazo y porque su emisión y rescate se hace, generalmente, a la par”*. Y agrega: *“De esta fuente se han obtenido recursos para la Tesorería, en momentos de dificultades financieras, que pudieron superarse por la confianza y la seguridad en el cumplimiento de los compromisos contraídos por el Estado, con la emisión de esta clase de valores”* (Ferrando, J., 1969:625).

En el caso de las deudas externas, deben realizarse dos advertencias. En primer lugar, la porción más significativa de estos títulos fue “reconvertida” en 1937/39, negociándose nuevos plazos, tasas de interés y de amortización⁵. Ello implicó que el peso de los servicios de esta deuda en el total se distribuyera en forma escalonada y creciente a lo largo de los años considerados. En segundo término, en especial desde la década del cuarenta, el país recibiría recursos provenientes de organismos extranjeros o internacionales: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF); Banco de Exportaciones e Importaciones de Estados Unidos (EXIMBANK). Los mismos no se contrajeron bajo la forma clásica de deuda externa (títulos cotizables) sino que ingresaron como crédito directo y casi en su totalidad se destinaron a entes autónomos⁶. Éstos se hicieron cargo del pago de sus servicios mediante la emisión de deuda interna, que se registra como Deuda Interna Indirecta. Por lo tanto, los servicios correspondientes a préstamos internacionales no estarían incidiendo sobre los servicios de deuda externa considerados, al menos para los años referidos en este documento.

Finalmente, para obtener una aproximación al grado de sostenibilidad del endeudamiento en el período, se aplicó la serie de “deuda circulante directa” al cálculo de dos indicadores: “restricción de solvencia” y “gap primario”, siguiendo la propuesta de Rial, I. y Vicente, L. (2003). Tanto su descripción como los resultados obtenidos se encuentran en el apartado⁵.

⁵ Ver Anexo.

⁶ Los préstamos del BIRF en este período fueron para la Administración de las Usinas Eléctricas y Teléfonos del Estado, con la garantía del BROU, y se resumen en: a. Préstamo IB-30-UR (Ley 11.662 del 18/5/1951; Interés: 4 ¼ amortizable en 40 cuotas semestrales, 20 años, entre 1955 y 1974); b. Préstamo IB-132-UR, Ley 12.235 del 9/11/1955 por U\$5:500.000; Interés 4 ¾%, amortizable en 36 semestres, 18 años, entre 1958 y 1975; c. Préstamo IB-152-UR Ley 12383 del 14/2/1957 por U\$25.500 millones al 5% amortizable en 42 cuotas semestrales (1961-1981). El EXIMBANK (creado en 1934) remitió fondos para Obras Hidroeléctricas de Rincón del Bonete, que fueron aprobados por el Decreto-Ley 10168 de 5/5/42, por un monto de 12 millones de dólares, con 4% de interés, amortizable en 30 cuotas semestrales a partir de 1950. El mismo se reforzó por el Decreto-Ley 10.332 de 3/2/43 con 20 millones de dólares al 4% de interés y amortizable en 25 cuotas semestrales (Ferrando, J. 1969).

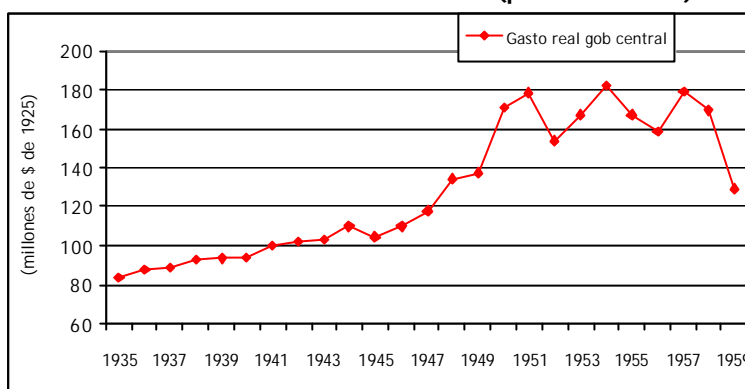
2. UNA APROXIMACIÓN A LAS NECESIDADES FINANCIERAS DEL GOBIERNO CENTRAL

2.1. Gasto del Gobierno Central

Como reflejo del importante crecimiento de las funciones y actividades del Estado uruguayo, el Gasto real del Gobierno Central más que se duplica entre 1935 y 1959: pasó de 83 a 182 millones de pesos, arrojando una variación de 118% (Gráfico 2.1)⁷.

La serie muestra un crecimiento prácticamente ininterrumpido hasta los primeros años de la década del 50. Para el mismo período, también se produce un aumento del gasto por habitante, al haber disminuido el ritmo de crecimiento de la población (Davrieux, H., 1987). No obstante, el comportamiento observado no es homogéneo, y se pueden identificar tres escenarios diferentes.

Gráfico 2.1. Evolución del Gasto del Gobierno Central (pesos de 1925)



Fuente: Elaborado en base a Bertoni, R. y Sanguinetti, C. (2003) y datos de la DCP.

Entre 1935 y 1944, el gasto creció de manera suave pero sostenida, a una tasa de 3.1% acumulativo anual, no detectándose ningún año de caída. Este desempeño se corresponde con dos coyunturas diferentes en lo que respecta a la actividad económica global.

En la segunda mitad de los años treinta, el país vive un período de recuperación después del impacto ocasionado por la crisis económica mundial. La actividad interna muestra un comportamiento creciente alentada –en parte– por la revitalización de las corrientes exportadoras y –en parte– por la incipiente articulación del “nuevo modelo de crecimiento hacia adentro”.

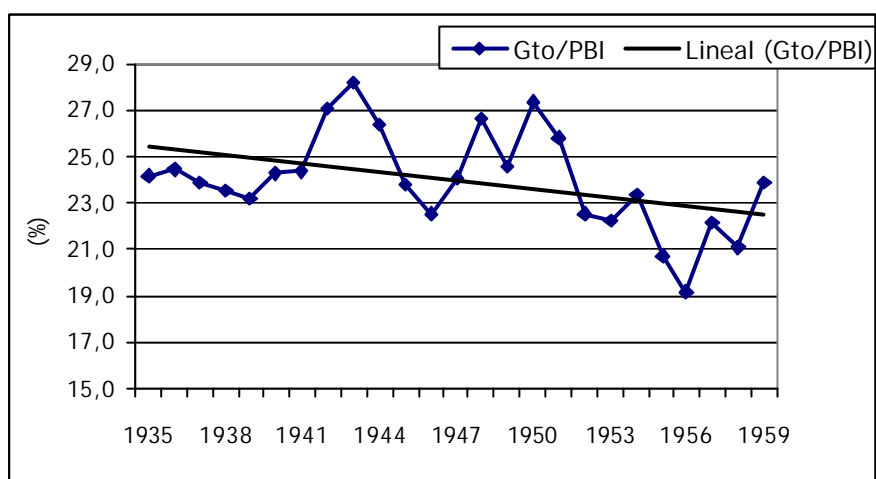
Al iniciarse la década del cuarenta se aprecian dificultades para mantener el crecimiento y desde 1941, las actividades productivas denotan una caída pronunciada que coincide con la mundialización de la Segunda Guerra. Recién a partir de 1944 comienza la recuperación.

La anterior tendencia creciente del gasto se quiebra en 1945, para recuperarse un año después, cuando se abre un nuevo período de fuerte incremento hasta 1951. En estos años la tasa de crecimiento supera el 9% acumulativo anual, lo que redundará en una expansión real de 70%. El escenario en que se desenvuelve este crecimiento del gasto está caracterizado por el “desarrollo acelerado” de la economía uruguayo, en el que la industria representa el sector más dinámico. Son los años del “Uruguay feliz” en el que el Estado asume un rol fundamental como agente productivo, empleador y regulador.

⁷ Se deflataron los valores corrientes por el Índice de Precios al Consumo, base 1925=100.

La década de 1950 ofrece un contraste marcado con lo descrito: el gasto del Gobierno Central deja de crecer y muestra una gran inestabilidad, caracterizándose por fuertes fluctuaciones en torno a una media cercana a los 170 millones de pesos, hasta 1958. Resultado de ello es que la tasa de crecimiento es virtualmente nula. Debe señalarse que este estancamiento en los niveles del gasto se corresponde, en la primera mitad de los años cincuenta, con la culminación de la fase de crecimiento iniciada en la posguerra y, en la segunda mitad, con la instalación del estancamiento productivo que caracterizará a la economía uruguaya por más de una década. La importante caída –en términos reales– que se registra en 1959 sería el resultado de la acción sinérgica del “ajuste” realizado por el flamante gobierno del Partido Nacional y de la acción del fenómeno inflacionario. Tomando el gasto corriente del Gobierno Central como proporción del Producto Bruto Interno (PBI) es posible comparar el volumen de recursos movilizados por el Estado respecto a la riqueza generada en el país (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2. Gasto del Gobierno Central como proporción del PBI (%)



Fuente: Elaborado en base a Bertoni, R. y Sanguinetti, C. (2003) y datos de la DCP.

En términos generales, la serie presenta una tendencia a disminuir, en el marco de fuertes fluctuaciones. Durante el primer quinquenio (1935-40) el porcentaje de participación se ubicó en torno al 24%, mientras que en el último (1954-59) osciló en torno al 20%, con un registro mínimo en 1959 (17%)⁸. En este marco general, surgen dos instancias de interés para la investigación. Una, relativa a la evolución de la serie durante los años cuarenta, y otra, referida a los últimos datos de la secuencia.

En la primera mitad de los años cuarenta la relación Gasto/PBI alcanzó su mayor valor: 25.7%. Para ese período, el gasto creció moderadamente frente a un producto que se retraía, fruto de la crisis de la Segunda Guerra Mundial (la caída llega casi a 12% entre 1941 y 1943). Esta crisis también se reflejó en la recaudación provocando, como se verá más adelante, una sucesión de ejercicios deficitarios. ¿Podrían considerarse estos indicios como señales de política anticíclica? De ser así, el manejo de los gastos marcaría un fuerte contraste con lo ocurrido durante la Primera Guerra Mundial: en ese

⁸Tanto el PBI como el Gasto del Gobierno Central a precios constantes se obtuvieron deflactando la serie a precios corrientes con la de Índice de Precios al Consumo (IPC) con base en 1925. La prueba realizada considerando ambas variables a precios corrientes arrojó resultados similares. Además, el documento de Bertoni y Sanguinetti (2003) contiene una aproximación a la trayectoria del gasto a precios constantes en base a la construcción de un deflactor implícito para este último. Su aplicación a este ejercicio no alteró sustantivamente los resultados.

entonces, el primer Batllismo respondió a la crisis con un importante ajuste fiscal: restringiendo gastos y aumentando impuestos (Bertino, M.; Bertoni, R., 2003b).

Asimismo, los valores que toma la serie hacia finales del período resultan por lo menos curiosos, a la luz de la información tradicionalmente manejada sobre el creciente peso del Estado en la actividad económica. En la literatura internacional sobre el tema, se ha señalado como una característica de las economías contemporáneas el incremento de la relación gasto-PBI. Concretamente, desde los años treinta, este comportamiento se manifiesta como tendencia de largo plazo en la mayoría de los países del mundo occidental.

La información manejada para Uruguay no permite –todavía– proceder a la verificación de este tipo de afirmaciones, ya que carecemos de cifras relativas al gasto de los Gobiernos Departamentales, Empresas Públicas y Seguridad Social, así como a la inversión pública. No obstante, se encontró que la porción de gasto corriente aquí analizada no amplió su participación en el producto entre 1935 y 1959. Esto permitiría señalar que el Gobierno Central tendió a presentar un peso cada vez menor en la riqueza generada en el país y, en este sentido, obliga a profundizar la investigación para ponderar de manera más precisa el crecimiento del aparato burocrático y su rol como factor determinante de los problemas fiscales hacia el final del período⁹.

Por otra parte, debe marcarse que este hallazgo coincide con estudios anteriores, que señalaban que el incremento más fuerte de los gastos públicos se había concentrado en el primer período de gobierno de Luis Batlle Berres (1947-1951)¹⁰ y que dicha expansión se detendría en años siguientes “registrándose incluso un descenso en algunos años” (Davrieux, H.; 1987: 14).

2.2. Resultados fiscales

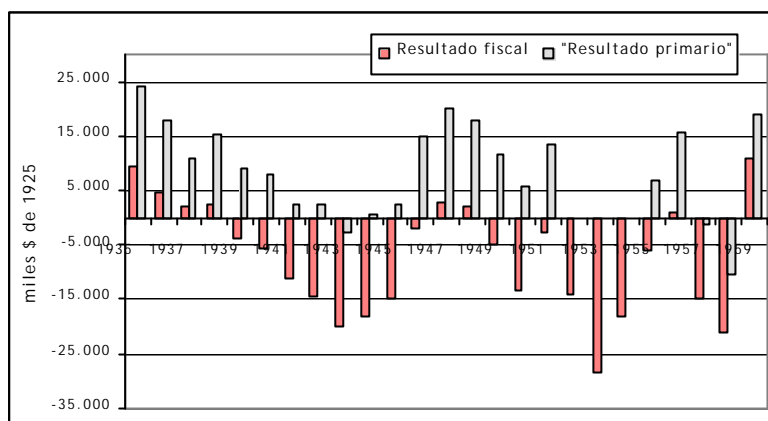
Para el análisis de los resultados de la gestión financiera del Gobierno Central, además del resultado fiscal (Ingresos – Gastos), se incorpora la referencia al resultado primario. Éste se determina restando del total de ingresos del Gobierno Central la masa de gastos en que se incurre, excluidos los intereses por concepto de deuda pública directa.

El resultado primario permite discriminar el costo de las necesidades financieras del sector público cubierto con deuda y ofrece información sobre uno de los factores que determinan la posibilidad de seguir utilizando ese tipo de financiamiento. El Gráfico 2.3 ilustra sobre la situación de las finanzas públicas y la incidencia del servicio de los intereses de la deuda en el resultado fiscal:

⁹ En ese camino, el Área de Historia Económica del Instituto de Economía (IECON) no sólo desarrolla el Proyecto I+D en el que se encuadra esta investigación; también se está desplegando un esfuerzo importante en relación a la cuantificación del peso de la Seguridad Social en Uruguay, en el marco del Programa de Becas del IECON.

¹⁰ De acuerdo a Davrieux (1987), en ese período los gastos del gobierno general aumentaron a un ritmo superior al 10% anual.

Gráfico 2.3. Resultado Fiscal y Resultado Primario (miles de pesos de 1925)



Fuente: Elaborado en base a Bertoni, R. y Sanguinetti, C. (2003) y datos de la DCP.

Luego de arrojar resultados positivos durante los primeros cuatro años analizados, el saldo fiscal del Gobierno Central se torna negativo a partir de 1939. Los siguientes veinte años sólo ofrecerán tres ejercicios que cierran con modestos superávits (1947, 1948 y 1956). El período culmina con un ajuste fiscal –coincidente con el primer año de gobierno del partido Nacional– cuyo impacto determina que se pase del segundo déficit más importante del período, al superávit más significativo.

Por su parte, la serie que ilustra sobre el resultado fiscal primario muestra valores positivos, a excepción de los años 1943, 1957 y 1958. Esta evolución no indica otra cosa que una administración mínimamente seria de las cuentas públicas: la presencia de un déficit en esta categoría de análisis sería el reflejo de profundos problemas de sostenibilidad fiscal. En este sentido, lo más interesante a los efectos de considerar la capacidad de pago de los servicios financieros del Gobierno es su nivel. Así, desde mediados de los treinta y hasta mitad de la década siguiente se observa una trayectoria decreciente, llegando a cifras negativas ante los efectos fiscales de la Segunda Guerra Mundial. El quinquenio que sigue a la conclusión de aquel conflicto bélico se caracteriza por significativos resultados positivos, que permiten –incluso– absorber con creces los servicios de la deuda. No ha sido posible estimar los resultados primarios para 1952-54, pero el comportamiento de los mismos en los años cincuenta parecería ser sumamente fluctuante.

Otra manera de analizar la magnitud del déficit es compararlo con el total del gasto. Este indicador ($\text{déficit/gasto} \times 100$) muestra que la coyuntura más desfavorable se ubica durante la Segunda Guerra Mundial (el porcentaje trepa por encima del 10%), con un máximo en 1943, año en que superó el 19.4%. En comparación con estos resultados, los déficit de la década de 1950 –muy importantes en términos absolutos– adquieren otra dimensión: todos ellos estuvieron por debajo del 10% del gasto, con excepción del año 1958 (12.5%). En lo que respecta a los resultados primarios, es de destacar cómo la compleja situación de las finanzas públicas en los años 1943 y 1958 se refleja en déficit primarios que alcanzan el 3% y 6% del gasto, respectivamente.

Finalmente, se estimó la incidencia de los resultados del Gobierno Central en la riqueza generada (Cuadro 2.4.).

Cuadro 2.4. Resultado fiscal y primario como proporción del PBI (%)

Período	($\%$)	
	Res.fiscal/PBI	Res.primario/PBI
1935-1939	0.9	4.2
1940-1945	-3.6	0.5
1946-1951	-0.5	2.6
1955-1959	-0.6	1.0

Nota: todas las variables se tomaron a precios constantes de 1925
Fuente: Elaborado en base a Bertoni, R. y Sanguinetti, C. (2003) y datos de la DCP

A los efectos de contar con otras referencias en lo que respecta al comportamiento del déficit, se puede señalar que para el período 1906-1930, de los 25 ejercicios considerados, 16 arrojaron superávit y 9 fueron de déficit fiscal, no encontrándose ningún año de resultado primario negativo (Bertino, M. y Bertoni, B., 2003b).

Esta breve recorrida por el comportamiento del déficit permite constatar que “los peores años” en la *performance* fiscal se ubican en la primera mitad de la década de 1940. En esos años, a pesar de la crisis de la recaudación, el gasto del gobierno central siguió creciendo. Es posible que el manejo del déficit haya sido una alternativa de política manejada, tras el objetivo de impactar sobre la demanda agregada, en un escenario de recesión como el que se vivía. Este tópico y su posible relación con las ideas keynesianas se abordan en otro trabajo (Azar, P. y Bertoni, R., 2004).

Finalmente, en los años cincuenta se asiste –también– a una sucesión de ejercicios deficitarios que amplifican las necesidades financieras del Gobierno Central. No obstante, como se analiza en la sección 5, no parecen haber sido problemas de solvencia o liquidez los determinantes de las dificultades de financiación que se enfrentaron hacia el final del período.

3. LOS SERVICIOS DE DEUDA

En un trabajo anterior del equipo (Bertoni, R. y Sanguinetti, C., 2003) se analizó las fuentes de financiamiento del déficit del Gobierno Central. En aquella oportunidad, se constató el rol del endeudamiento como mecanismo básico utilizado para satisfacer las necesidades financieras del sector público en el período. En esta sección se procura analizar el costo de aquella opción, es decir cómo incidió en la *performance* fiscal el servicio de la deuda pública y en qué medida éste pudo engendrar restricciones a dicho mecanismo de financiamiento.

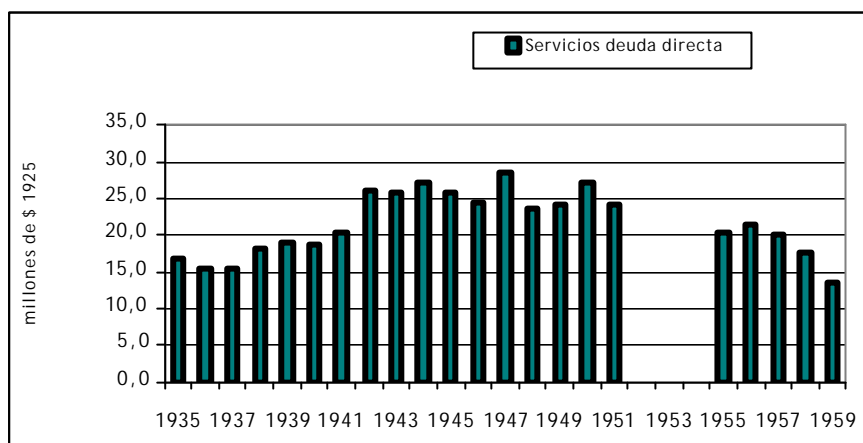
3.1. Evolución general

El pago anual de los servicios de deuda directa¹¹, en términos reales, presentó un crecimiento importante entre 1939 y 1942. Durante la mayor parte de los años cuarenta se mantuvo estable –en torno a los 25 millones de pesos constantes– y en la década siguiente, aunque no se cuenta con datos para 1952-1954, la tendencia fue descendente (Gráfico 3.1.).

¹¹ Como se explicó en la sección 1, se entiende por deuda directa aquella cuyo servicio se cubre con ingresos de Rentas Generales.

Las fluctuaciones descritas se encuentran asociadas a, por lo menos, tres fenómenos. En primer lugar, entre 1937 y 1939 se llevaron a cabo arreglos y conversiones de deudas con los acreedores –residentes y no residentes– que habilitaron el reinicio del pago de las amortizaciones, suspendidas desde 1932. En segundo término, algunos de estos arreglos contenían cláusulas fijando incrementos en el porcentaje de amortización de las deudas a partir de mediados de la década de 1940¹². Por último, dado que la serie se presenta en términos reales, la caída que se aprecia en los años cincuenta tendría que ver con el fenómeno inflacionario instalado definitivamente en el país en ese entonces. Dado que los datos se presentan en pesos del año 1925, los servicios en valores constantes se reducen.

Gráfico 3.1. Evolución del total de los servicios de deuda directa (millones de pesos de 1925)



Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos, Dirección de Crédito Público y Banco República.

Tomando la serie de Gasto del Gobierno Central, se buscó información sobre la influencia del costo del endeudamiento directo sobre las erogaciones corrientes del Estado (Gráfico 3.2.).

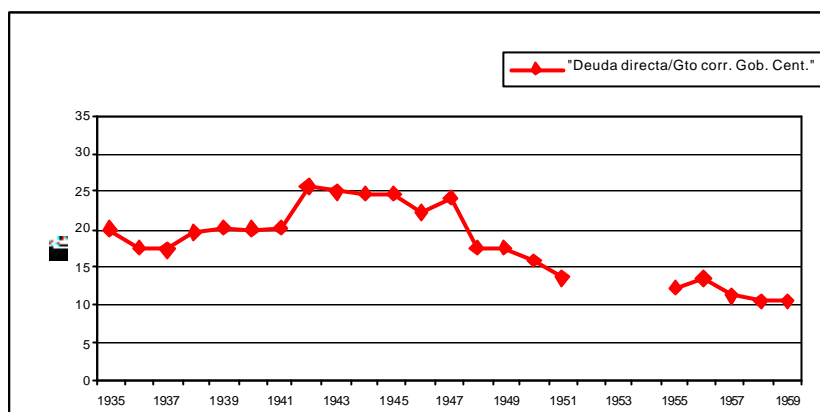
Igual que al considerar los servicios en términos absolutos, tras una caída en los primeros años del período, el peso de los servicios de deuda directa en el gasto corriente del Gobierno Central asciende hasta 1942, cuando representa casi la cuarta parte del mismo. Este nivel se mantiene durante la mayor parte de la década del cuarenta. A partir de 1948, la serie sigue una trayectoria sostenidamente decreciente, para estabilizarse en torno al 10% para los últimos años, nivel inferior al del comienzo del período. El extraordinario crecimiento del gasto que se gesta entre 1947 y 1951¹³, y su posterior mantenimiento en términos reales, se encuentra en el centro de esta evolución.

Como resultado, puede afirmarse que el costo del endeudamiento, aproximado a partir de los servicios de deuda directa, no parece haber tenido un rol central en la explicación del aumento del gasto que se gesta en el período.

¹² El Anexo I contiene una descripción detallada del contenido de los referidos arreglos.

¹³ Véase Gráfico 2.1.

Gráfico 3.2. Peso de servicios de deuda directa en el Gasto corriente (%)



Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos, Dirección de Crédito Público y Bertoni-Sanguinetti (2003)

3.2. Estructura de los servicios de deuda directa

Amortizaciones e intereses

En promedio, para todo el período, el 68% de los servicios de deuda directa correspondió a intereses. La ponderación relativa menor de las amortizaciones se debió a que ese monto solía pactarse solamente por un 1% acumulativo anual. No obstante, durante el primer quinquenio –hasta 1937– la cesación de pagos resuelta en 1932 determinó una influencia relativa todavía menor. Como se señaló antes, a partir de la década del cuarenta los términos de los arreglos con los acreedores fundamentan su creciente importancia.

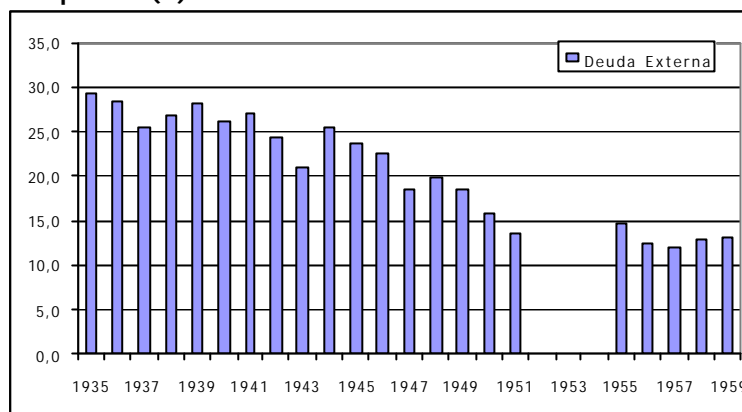
Deuda interna y externa

El peso de los servicios por deudas externas en el total pagado fue decreciente (Gráfico 3.2). Ello es consistente con las restricciones que operaron durante el período en el mercado internacional de capitales, determinando que esa fuente de financiamiento estuviera virtualmente cerrada. Esta reducción del peso relativo de los servicios de deuda externa se correspondió con una caída del stock¹⁴. Sólo se contrajeron deudas con organismos internacionales (BIRF, BID) o extranjeros (EXIMBANK), destinadas en su amplia mayoría a entes públicos, registradas como empréstitos y por lo tanto no incorporadas como “deuda directa”.

Si la deuda interna justificó entre el 70% y el 85% de los pagos totales realizados en el período, el costo del endeudamiento se operó básicamente en moneda nacional. Ello contribuyó a ampliar el margen discrecional de las políticas gubernamentales, que pudieron incluso, por la vía del fenómeno inflacionario, aliviar el peso del servicio, pactado a una tasa de interés fija.

¹⁴ Damonte y Saráchaga comparan el peso de las deudas externas con las exportaciones y concluyen: “en 1900 la deuda era 3.3 veces superior a las exportaciones; en 1930 pasa a 1.6; en 1940 pasa a 1.5 y desciende hacia 1955 en que el pasivo total del sector público con no residentes equivale al 50% de las exportaciones. Todo indica una reducción de la dependencia financiera externa del país en el período”. (Damonte, J.; Saráchaga, D.; 1971:263).

Gráfico 3.2. Participación (%) de los servicios de deuda externa en el total



Nota: Los datos de la DCP para el tramo 1955-1959 registran las amortizaciones por deuda externa e interna separadamente, pero el pago de intereses agregado. Para lograr una aproximación a éstos, se recurrió a datos sobre intereses de deuda externa presentados en la Balanza de Pagos (CEPAL) y series de tipo de cambio de dirigido del dólar.

Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos y DCP.

Servicios por “deudas fiscales”

Una vez revisada la estructura interna de los servicios, y dada la sucesión de ejercicios fiscales deficitarios registrados en el período, se buscó determinar qué parte de los pagos concernía a deudas emitidas para cubrir desequilibrios presupuestales.

Como se aprecia en el Cuadro 3.1, los servicios por deudas emitidas para cubrir déficit fiscales tendieron a reducir su ponderación en el total hasta mediados de los años cuarenta, retomando una senda creciente hacia el final del período, cuando explican casi un tercio de los pagos totales. Si se observan los quinquenios 1940-1945 y 1955-1959, este tipo de servicio casi duplicó su peso en el total.

De acuerdo a los datos manejados, el costo del endeudamiento por motivos “fiscales” no tuvo una trascendencia importante sino hasta fines de la década del cuarenta. Hasta entonces, se asistió a una expansión del gasto, con una presencia simultánea de déficit presupuestales, y una ponderación significativa primero y decreciente después del nivel de los servicios en los gastos totales. En ese marco, lo “servido” por deudas “improductivas”, sin impactos de largo aliento sobre la producción, la creación de infraestructura o la promoción del sector privado, no pareció revestir significación suficiente frente a los servicios por otras deudas, como por ejemplo las destinadas a obras de infraestructura.

Cuadro 3.1. Peso de los servicios por deudas fiscales en el total de servicios directos (%)

Período	Servicios D. “déficit Fiscal” respecto a servicios directos (%)
1935-1939	28,9
1940-1945	17,4
1946-1951	26,0
1955-1959	32,3

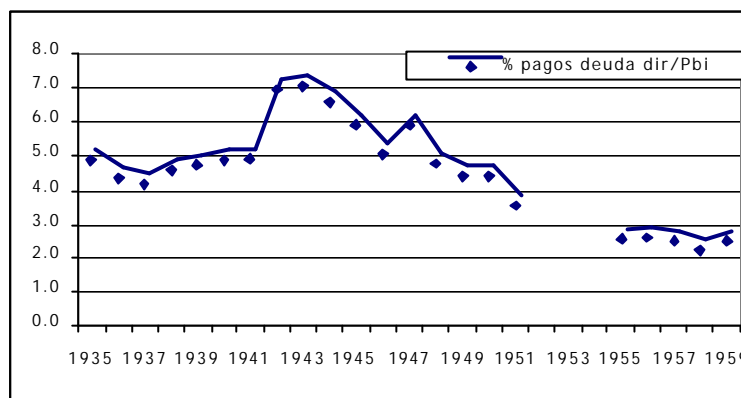
Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos y DCP

Hacia los años cincuenta, el gasto detuvo su crecimiento y el costo real del endeudamiento se redujo, pero el déficit permaneció, advirtiendo sobre el agravamiento de la situación fiscal. La estructura interna de los servicios muestra que en este tramo las “deudas improductivas” ampliaron su importancia. Ello inscribe un alerta en dos sentidos: por un lado, si los pagos por deudas “fiscales” ganaron importancia respecto al

resto, la emisión por este motivo se estaría ampliando. Esto significaría que la situación económica general habría dejado de actuar como amortiguador de las dificultades fiscales, volviendo más clara la necesidad de ajustes, que evitaran que una porción considerable del gasto terminara destinándose a pagar los costos de manejos fiscales ineficientes. Por otro, si el endeudamiento se contrajo por deudas “improductivas”, que implicaban un costo que no generaba “ingresos futuros”, comenzarían a cuestionarse las propias posibilidades de continuar apelando a este mecanismo para la obtención de fondos. La existencia de restricciones de este tipo se analiza en el apartado 4.2.

Debe marcarse que la discusión anterior se inscribe en un escenario muy particular, que marca que el costo del endeudamiento en relación al tamaño de la economía fue decreciente, situándose a fines de los cincuenta los valores más bajos de todo el período. Durante el período de análisis, el pago de los servicios por deuda se llevó una parte cada vez menor de la riqueza generada.

Gráfico 3.3. Servicios de deuda directos/PBI en términos reales (%)



Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos, DCP y Bertino-Tajam (1999).

Sobre los efectos “intergeneracionales” del endeudamiento

El último punto examinado atendiendo a la estructura de los servicios de deudas directas remite a la incidencia de las deudas contraídas en períodos anteriores al analizado. Discriminar qué parte de los servicios se generaron en el período en estudio y qué parte eran herencia del pasado ofrece una aproximación a los efectos intergeneracionales del endeudamiento.

El interés por esta perspectiva se funda en el cambio de “modelo de desarrollo”¹⁵ que se opera en los años treinta, en que se verifica el pasaje del modelo “agro-exportador” al de “industrialización sustitutiva de importaciones (ISI)”.

En un primer acercamiento, se consideraron los servicios por deudas que, habiéndose contraído antes de 1930, aún debían pagarse en el período¹⁶ (Cuadro 3.2.a.).

¹⁵ Entendemos por “modelo de desarrollo” la conjunción de las características de la estructura productiva, las condiciones de acumulación, las políticas aplicadas y los objetivos perseguidos por ellas.

¹⁶ En la estimación se tomaron en cuenta el peso de los servicios por dos deudas que en 1937 reunieron saldos de emisiones previas a 1930 para transformarlas en nuevo endeudamiento: Deuda Conversión 1937 (deuda interna) y Títulos Externos de Reajuste 1937 (deuda externa).

Cuadro 3.2.a. Participación (%) de los servicios por deudas anteriores a 1930 en el total de servicios directos.

Años	%
1935	56
1945	28
1951	16
1959	15

Nota: por tipo de deuda, los datos disponibles en 1959 únicamente incluyen amortizaciones, por lo que su peso en el total amortizado fue tomado como aproximación. No se cuenta con la desagregación de intereses.

Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos y DCP

Obsérvese la tendencia decreciente de los servicios anteriores a 1930, fenómeno lógico, en la medida que las necesidades financieras del sector público hicieron crecer el endeudamiento en el período. No obstante, en los años cincuenta casi una sexta parte de los servicios de deuda correspondían todavía a obligaciones contraídas en época de vigencia del modelo agroexportador.

Alternativamente, podría entenderse que el endeudamiento en el quinquenio 1930-1934 estuvo inducido por los desequilibrios asociados al agotamiento del modelo agro-exportador. Asumiendo este supuesto, se consideraron “deudas del período” sólo las pactadas a partir de 1935. La elección de este año para el “corte” se sustenta en que los años 1930-1932 son de crisis y 1933-1934 serían de “ajuste” en las finanzas públicas, a través de medidas reactivas¹⁷. Recién a partir de 1935 se desplegaría el conjunto de medidas proactivas de la dupla del presidente Gabriel Terra y su ministro de Hacienda C. Charlone (Cuadro 3.2.b).

Cuadro 3.2.b. Participación (%) de los servicios por deudas anteriores a 1935 en el total de servicios directos

	%
1935	59.8
1938	53.3
1940	48.4
1945	48.8
1951	34.5
1959	21.7

Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos y DCP

De aceptar los supuestos expuestos *ut supra*, la “herencia” del modelo agro-exportador resultaría en esta alternativa mucho más pesada. Hacia 1945 las obligaciones originadas antes de 1935 representaban –todavía– casi la mitad del servicio de la deuda y al final del período casi un 22% del mismo; esto es, siete puntos porcentuales por encima de lo estimado con el año de quiebre en 1930.

4. DEUDA PÚBLICA Y DESEMPEÑO GLOBAL

La posibilidad de los gobiernos de apelar al endeudamiento para cubrir sus necesidades financieras no sólo estaría condicionada por los costos asociados a esta fuente de

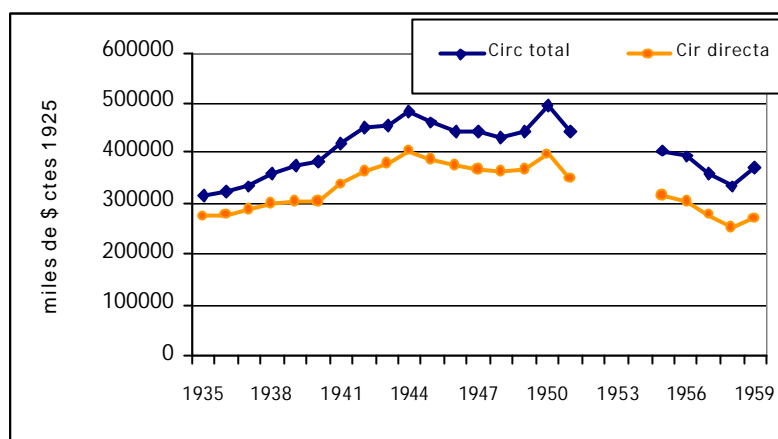
¹⁷ Además, deber recordarse que entre 1935 y 1937 se llevo a cabo la “reconversión” de la deuda externa, especialmente con Gran Bretaña y Estados Unidos.

financiamiento (servicio), sino también por el propio nivel de endeudamiento (stock o deuda circulante) y las posibilidades de colocación de los títulos. Esta sección aborda la descripción de esas variables para el período.

4.1. Deuda circulante

El stock de deuda se aproxima a través de la “deuda circulante” directa, que representa en promedio el 80% del endeudamiento total. Este monto creció en términos reales hasta los años cuarenta, a instancias de la expansión de la deuda interna, para estabilizarse a inicios de los cincuenta y declinar después.

Gráfico 4.1. Evolución de la deuda circulante total y directa (a precios de 1925)



Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos, DCP

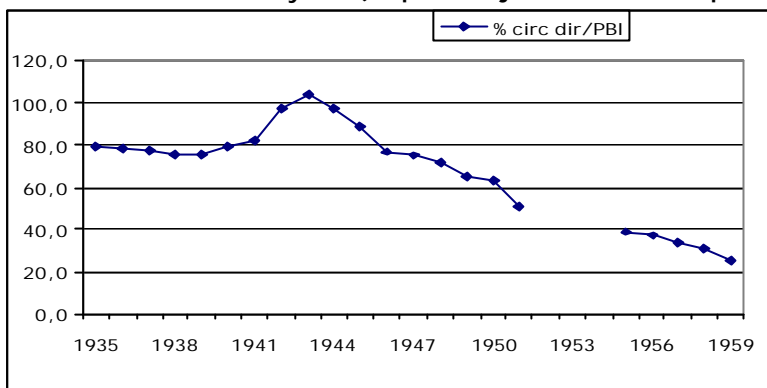
La trayectoria encontrada es consistente con la acción del Estado uruguayo, que en un contexto de guerra y posguerra a escala internacional, se vio conminado a satisfacer sus necesidades financieras, recurriendo casi exclusivamente a mecanismos internos de captación de recursos, apelando a los excedentes económicos provenientes de la actividad productiva local. De acuerdo a Damonte y Saráchaga, la estructura de la deuda muestra que durante el período “El país contó con un volumen de recursos que le permitió financiar a través de la Deuda Interna actividades que en épocas anteriores requirieron fundamentalmente del capital externo y además una parte creciente de la Deuda Externa pasó a la titularidad de residentes en el Uruguay (internación de la deuda)” (Damonte y Saráchaga, 1971:268).

Por su parte, el declive que muestra la serie para el período 1946 a 1954 está de acuerdo con el señalamiento de Ferrando en cuanto a que “se eleva la emisión por encima de las posibilidades de colocación efectiva, lo que agregado a otros fenómenos y problemas que afectan las disponibilidades financieras, va creando una carga pesada para el mejor desarrollo y aplicaciones de los títulos. Así como la década que va de 1942 a 1952 señala una época de auge y de posibilidades en esta materia a partir de 1952 se inician dificultades para utilizar este recurso en el desarrollo económico de nuestro país...”. (Ferrando, J., 1969:268). Hacia el final de este apartado se vuelven a discutir las restricciones que operan sobre el endeudamiento como fuente de financiamiento.

La relación entre deuda circulante y producto ofrece una visión complementaria. (Gráfico 4.2). Desde mediados de la década de 1940 la tendencia decreciente es neta y se llega al final del período con un nivel de endeudamiento que representa un tercio del nivel de fines de los años treinta.

Los indicadores revisados parecen avalar la hipótesis sobre sostenibilidad de la deuda contraída en el período. De hecho, hasta mitad de la década del cincuenta no se estaría produciendo una relación “explosiva” entre el servicio de la deuda o el endeudamiento global y el producto, que pudiera alertar acerca de la posibilidad de un cese de pagos. No obstante, la parte de la deuda circulante directa destinada a cubrir desequilibrios fiscales creció a partir de la década del cuarenta, pasando de 29,8% del total circulante en 1945 a 45.5% en 1959. El procesamiento de este cambio en el perfil del endeudamiento tendió a coincidir con el advenimiento de tiempos “difíciles” para las finanzas públicas.

Gráfico 4.2. Deuda circulante directa y PBI (en porcentaje sobre valores a precios de 1925)



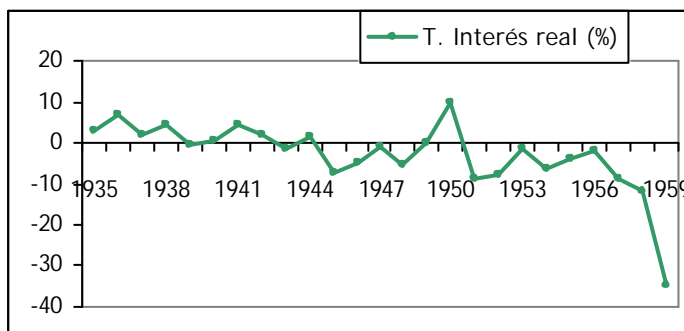
Fuente: Elaborado en base a datos de Ejecución Presupuestal, Anuarios Estadísticos, DCP; Bertino-Tajam (1999) a

4.2. Colocación de los títulos emitidos

En gran medida, la dinámica del endeudamiento se encuentra condicionada por las posibilidades de colocación de los títulos, lo cual está estrechamente vinculado a su rendimiento.

Una mirada a la tasa de interés nominal de los títulos públicos muestra que la misma permaneció en el entorno del 5 o 6% para los años analizados, revelándose insensible al movimiento ascendente de precios que se gestó en el período. En consecuencia, la trayectoria de la tasa de interés real resultó decreciente hasta mitad de los cuarenta. (Gráfico 4.3). A partir de entonces, se volvió predominantemente negativa, pese a algunas fluctuaciones.

Gráfico 4.3. Evolución de la tasa de interés real



Fuente: Elaborado en base a datos de Bertoni-Sanguinetti (2003).

Bertoni y Sanguinetti (2003) sostienen que cuando los agentes privados percibieron la pérdida de poder adquisitivo que significaba la inversión en Deuda Pública, el empréstito voluntario se fue esfumando como alternativa de financiamiento. Sólo una coyuntura muy especial, como la que se vivió durante la Segunda Guerra Mundial y la afluencia de capitales argentinos al mercado de valores uruguayo, retrasó el colapso de esta fuente de financiamiento.

Vale la pena señalar que, durante el período analizado, el mecanismo privilegiado para obtener recursos por parte del Estado fue la emisión de deuda. La emisión de moneda recién se activaría sensiblemente a partir de 1955. La inflación también verificaría tasas crecientes a partir de entonces.

Los autores señalan que una vez agotada la colocación voluntaria de deuda como mecanismo de captación de ahorro, las autoridades sólo pudieron obtener montos sustanciales de recursos mediante el mecanismo coercitivo, apelando al “empapelamiento” de ciertos organismos públicos. La colocación de deuda quedaría paulatinamente limitada a la adquisición por parte de los organismos Previsión Social¹⁸. El poder coercitivo del Estado sobre el sistema de la Seguridad Social constituyó la principal fuente de toma de préstamo real de los gobiernos. Al mismo tiempo que los inversores privados se deshacían de los bonos del gobierno, cuyo valor real descendía cada año, las instituciones oficiales eran obligadas a aumentar la posesión de este tipo de valores.

5. APROXIMACIÓN A LA “SOSTENIBILIDAD”

Con el propósito de brindar mayor evidencia sobre la dinámica deuda/producto que tuvo lugar entre 1935-1959, se aplicaron dos indicadores propuestos en Rial, I. y Vicente, L. (2003), a los datos disponibles.

5.1. Restricción de solvencia

La relación entre la deuda y el producto depende, a su vez, de la relación entre el tipo de interés real, la tasa de crecimiento de la producción y el resultado fiscal primario. Cuanto mayor sea la tasa de interés real y menor la tasa de crecimiento del producto, es más probable que esté aumentando la relación deuda-PBI, generando una restricción de solvencia. Ésta será medida, entonces, a través de la evolución de la diferencia entre r (tasa de interés real) y g (tasa de crecimiento real del producto).

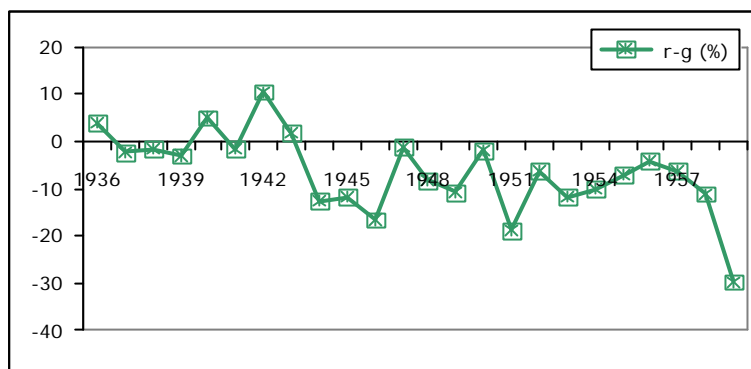
El Gráfico 5.1 permite observar que desde inicios de la década del cuarenta la restricción de solvencia arroja resultados negativos, lo que contribuye a explicar la evolución favorable de la relación deuda/pbi en el período.

Si la tasa de interés real superara a la tasa de crecimiento de la producción, dado un déficit primario nulo, la financiación mediante deuda no podría continuar por siempre, ya que la deuda se convertiría en una proporción cada vez mayor del producto y los pagos por intereses se harían cada vez mayores.

¹⁸ Entre 1945 y 1950 el porcentaje de Deuda Pública en poder de organismos públicos pasó de 44% a 66% y en los siguientes nueve años se incrementó hasta alcanzar el 85%. De ese monto, casi las dos terceras partes correspondían a las Cajas de Jubilaciones (Bertoni, R., Sanguinetti, C., 2003).

De acuerdo a los datos revisados en este documento, la tasa de interés real fue baja, la producción creciente, y el presupuesto sin intereses tuvo superávit o se mantuvo equilibrado, determinando que la relación deuda/pbi tendiera a bajar. Incluso, para los últimos años del período, la decisión del gobierno de acudir a una estrategia alternativa al endeudamiento para financiarse, no parecería estar vinculada con problemas de solvencia, sino con la imposibilidad de colocar papeles en el mercado debido al “sobrepapelamiento” de los organismos públicos que, además, ven reducirse sus saldos líquidos (Bertoni, R. y Sanguinetti, C., 2003).

Gráfico 5.1. Restricción de solvencia (%)



Nota: Se tomaron intereses pagados por títulos emitidos por el Gobierno, sin considerar Letras y Bonos.
Fuente: Elaborado en base a datos de Bertoni-Sanguinetti (2003), BROU, Bertino-Tajam (1999)

Debe destacarse que la “artificialidad” de las tasas de interés, fijadas administrativamente para los papeles públicos, al mismo tiempo que explicó el buen comportamiento del indicador, también es responsable de la creciente dificultad de colocación de los bonos –condición necesaria para mantener este mecanismo de financiamiento–. En pocas palabras, la restricción de solvencia “ajusta bien” porque las tasas de interés son bajas, pero ello mismo terminaría volviendo inviable el mecanismo del endeudamiento.

5.2. Gap primario

Siguiendo la metodología de Rial y Vicente también se calculó el *gap primario o esfuerzo fiscal*. Mediante el mismo, se obtiene una indicación sobre la necesidad de realizar ajustes fiscales, de modo de impactar sobre el resultado primario, para estabilizar la relación deuda/producto¹⁹.

Dada la evolución de las variables vinculadas al estado de las finanzas públicas en el período (producto, gastos, déficit, endeudamiento, emisión), esta medida debería

¹⁹ El indicador se construye a partir de lo siguiente:

d_t : deuda circulante directa/pbi (a pesos constantes de 1925); i : tasa de interés nominal; P : inflación; g : tasa de crecimiento del producto.

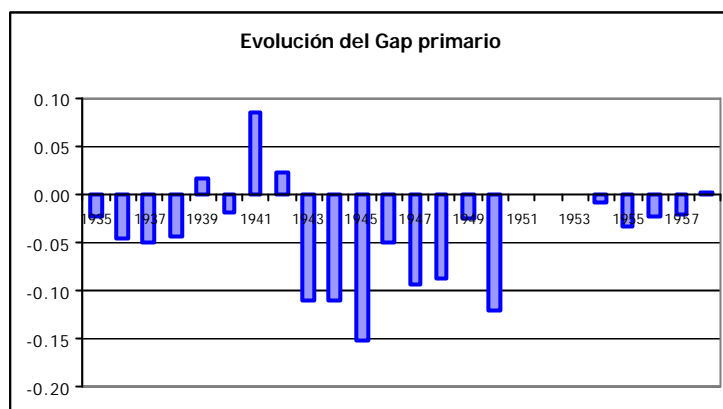
$d_t - d_{t-1} = \{i - P - g / (1 + g)(1 + P)\} d_{t-1} - s_t$. El objetivo es que $d_t - d_{t-1} = 0$, entonces

$s_t^* = \{i - P - g / (1 + g)(1 + P)\} d_{t-1}$, con s_t^* resultado primario para mantener deuda constante.

Al comparar el resultado primario s con el s_t^* se obtiene el **GAP PRIMARIO**, $k = s_t - s_t^*$, que describe el ajuste requerido en el resultado primario para estabilizar el coeficiente Deuda-producto. Si es positivo: es necesario un ajuste fiscal para mantenerlo constante.

confirmar que, en principio, no existen presiones para realizar ajustes fiscales que contengan la evolución del ratio deuda-producto.

Gráfico 5.2. Evolución del Gap Primario



Fuente: Elaborado en base a datos de Bertoni y Sanguinetti (2003), Banco República; Bertino-Tajam (1999); DCP.

Para los años disponibles, el resultado encontrado es negativo, excepto para 1939, 1941, 1942 y 1958. A priori, en la mayor parte de los años analizados no existirían motivos que alertaran sobre la necesidad de realizar ajustes fiscales para mantener el ratio deuda-pbi.

No obstante lo anterior, si los datos se analizan con una perspectiva dinámica, se encuentra que desde mediados de los años cuarenta los valores obtenidos tienden a contraerse, hasta llegar a ser positivos en 1958. En este sentido, la evolución del ratio podría estar dando cuenta de la progresiva aproximación de tiempos difíciles para las finanzas públicas.

Como observación final a propósito de estos últimos indicadores, debe resaltarse el papel de la inflación y de las tasas de interés reales negativas en el financiamiento del gasto público. Una mayor inflación implica un menor esfuerzo fiscal, porque se puede licuar deuda en términos reales, además de resultar en un menor servicio a través de la tasa de interés. Es decir, el pago de las deudas es nominal, y por lo tanto el gobierno sólo está obligado a pagar un cierto monto de dinero a los poseedores de la deuda. En este sentido, una política económica que conduzca a la elevación de los precios, reduce el valor real de los pagos que el gobierno debe realizar. Por tanto, siempre que la deuda sea nominal, puede ser prácticamente cancelada por una inflación suficientemente grande.

6. COMENTARIOS FINALES

Los resultados fiscales del gobierno central fueron negativos para la mayor parte del período: es decir, los gastos corrientes (que crecieron acompasando la evolución del producto) superaron en la mayor parte del tramo analizado a la recaudación. Esta situación obligó al gobierno a buscar fuentes de financiamiento para cubrir sus compromisos, recurriendo básicamente a la colocación de deuda.

Se encontró que los resultados primarios del gobierno (que no incluyen el pago de intereses de deuda) tendieron a oscilar entre valores positivos y equilibrados. Por su

parte, la evolución del producto (en términos reales), si bien experimentó altibajos, fue predominantemente creciente.

La evidencia sobre el costo del endeudamiento reveló que lo pagado por servicios de deuda “se llevó” porciones cada vez menores de la mayor riqueza generada. Además, la evolución de los servicios de deuda no se encontró determinada principalmente por la necesidad de enjugar déficit fiscales.

La deuda circulante tuvo una evolución creciente durante los últimos años de la década del treinta (justamente cuando las dificultades fiscales no eran tan explícitas) y tendió a mantenerse en torno a los mismos niveles (superiores respecto al inicio del período) en adelante, para descender durante los años cincuenta. El freno al recurso de la emisión para el financiamiento del Estado pareció encontrarse básicamente en el agotamiento de las posibilidades de colocación, más que en dificultades para el cumplimiento de los servicios.

Los indicadores manejados en la parte final de este documento permitirían descartar la existencia de “un círculo vicioso” entre endeudamiento y financiación del déficit. Si este fuera el caso, se estaría ante un círculo de endeudamiento alentado por los pagos de la propia deuda. Es decir, se emitiría para cubrir el propio servicio de deuda. Probablemente, esta situación se tornaría insostenible. La evolución positiva del producto y la trayectoria de la relación gasto/pbi permitieron mantener el ritmo de endeudamiento para financiar gastos presupuestales. Si bien los déficit existieron, aparentemente no constituyeron una amenaza de inminentes problemas de insolvencia o iliquidez.

FUENTES CONSULTADAS Y REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Azar, P. y Bertoni, R. (2004) “En busca de la inversión del Gobierno Central”. Ponencia presentada a las I Jornadas de Investigadores – AUDHE, Montevideo.
- Berchesi, N. (1944): “Conversiones y arreglos de la Deuda Externa del Uruguay desde 1891 a 1941”, en *Anales de la Universidad*, N° 154, Montevideo.
- Bertino, M. y Bertoni, R. (2003a): Uruguay. Deuda Pública y Capital Local. Una compleja relación (1905-1939). Documento de Trabajo (DT) 08/03, IECON, FCCEEyA, Montevideo.
- Bertino, M. y Bertoni, R. (2003b): El Estado uruguayo 1906-1930: el Balance Fiscal, Economía y Política. Documento de Trabajo (DT) 09/03. IECON, FCCEEyA, Montevideo.
- Bertino, M. y Tajam, H. (1999): El PBI de Uruguay 1900-1955, Montevideo.
- Bertoni, R. y Sanguinetti, C. (2003): “La sostenibilidad fiscal en Uruguay: el financiamiento del déficit (1930-1959)”. XVIII Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay.
- Contaduría General de la Nación (1961): Estadísticas Retrospectivas del Uruguay. Montevideo.
- Contaduría General de la Nación. Presupuesto General de Gastos (varios años)

- Damonte, J. y Saráchaga, D. (1971): *Evolución Monetaria del Uruguay (1896-1955)*. Tomo II. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República.
- Davrieux, H. 1987: *Papel de los gastos públicos en el Uruguay, 1955-1984*. CINVE y Ediciones de la Banda Oriental, Montevideo.
- De Marco, H. (1954): *Parafiscalidad Social y Profesional en la República O. del Uruguay*. Instituto de Finanzas Públicas, FCCEEyA, Montevideo.
- Dirección de Crédito Público. *Deuda Pública Nacional* (varios volúmenes).
- Dirección General de Estadística. *Anuario Estadístico de la República Oriental del Uruguay* (varios volúmenes).
- Dornbusch, R. y Fischer, S. (1993): *Macroeconomía*. Mc Graw-Hill Interamericana, México.
- Faroppa, L. y Wonsever, I. (1956): *La política económica del Uruguay*, Instituto de Finanzas Públicas, FCCEEyA, Montevideo.
- Ferrando, J. (1969): *Reseña del Crédito Público en el Uruguay*. Tomo I y II. Montevideo.
- Nahum, B. (1995): *Evolución de la Deuda Externa del Uruguay 1875-1939*. Universidad de la República, Montevideo.
- Rial, I. y Vicente, L. (2003): “Dinámica de la Deuda Pública uruguaya: evolución reciente y simulaciones de largo plazo”. XVIII Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay.
- Sanguinetti, C. (2003): “Evolución del Gasto del Gobierno Central”. Informe de Avance Programa de Becas del Instituto de Economía-FCCEEyA-UDELAR.(mimeo), Montevideo.
- Valdez Costa, R. (1959): *Curso de Finanzas. Legislación Impositiva Nacional*, Tomo II; Centro de Estudiantes de Derecho, Montevideo.

ANEXO

a. Ajustes a los pagos de amortización e intereses y cancelación de deudas 1932-1936 (basado en Ferrando, J., 1969)

Iniciada la década del treinta, los severos problemas derivados de la restricción de divisas llevaron a que la Ley 8.830 (20/1/32) autorizara al Poder Ejecutivo a suspender el pago de amortización de la deuda externa. En noviembre del mismo año, la suspensión se extendió a las deudas internas en circulación (Ley 8.908). Simultáneamente, la caída de la cotización de las deudas externas nacionales, especialmente en Nueva York, volvía la compra de esas deudas un negocio ventajoso. Para ello, se facultó al BROU para exportar la cantidad de oro amonedada equivalente a 20 millones de pesos oro a la par (Ley 8.831 de 20/1/32).

El 3/7/33, por decreto Ley 9.056, se dispuso pagar a los agentes tenedores de deuda externa el equivalente en moneda uruguaya de los servicios convenidos. Esto significaba, en los hechos, una reducción del interés contractual que enfrentó una importante resistencia. Como resultado, el decreto del 13 de diciembre dispuso fijar, para 1934, el 3½% de interés para toda la deuda externa.

En 1935, la Ley de Presupuesto General de Gastos ratificó que el BROU debía suministrar las divisas para el pago de los servicios de la deuda externa al tipo de cambio oficial. También se prorrogó lo dispuesto en 1933 respecto al pago de intereses y la suspensión de amortizaciones.

En 1936 (Ley 9.555 de 9/1) se declaró la extinción total de la Deuda de Liquidación, la Deuda Amortizable, y Deuda de Certificados Amortizables. También se cancelaron los saldos a emitir de la Deuda de Rescate Títulos a Ubicar Tierras Fiscales de 1912; la Deuda Obras Públicas y Conversión de 1918; Deuda Rescate del Tranvía del Norte, Deuda Amortizable Extraordinaria 4%; Deuda Externa Ferrocarril Palma de Rocha; Bonos de Construcción del Camino de la Tablada al Cerro y Bonos de Ampliación del Hospital Militar Central. Finalmente, se retiraron de circulación los Bonos Ferrocarrileros (ley 8.039); el Empréstito de Conversión 5% de 1905; la Deuda de Obras Públicas y Conversión 6% de 1918 y Deuda Interna 6½% de 1916. En los casos de conversiones no realizadas se reconocía por un plazo de 20 años el derecho de los posibles reclamantes, en cuyo caso el PE propondría la forma en que serían contemplados.

b. Conversión de deuda de 1937

b.1. Conversión de la deuda interna

Con la ley de 31/12/36 el ministro de Hacienda, C. Charlone, proyectó la conversión de la deuda pública interna, para reducir el servicio de intereses y reanudar las amortizaciones, partiendo de los nuevos montos que arrojaría la nueva deuda convertida.

La conversión abarcaría 21 deudas en circulación, a las que se agregaron otras emisiones internas y externas. Tenía carácter voluntario. Los que la aceptaban recibirían títulos de 5% de interés, con una prima en efectivo, que se pagaría en 4 cuotas trimestrales, conjuntamente con el interés convenido. La amortización sería del ½% anual acumulativo, durante los dos primeros años y 1% en lo sucesivo. Las deudas a

cargo de organismos públicos, es decir algunas de las deudas indirectas, se ajustarían a estas regulaciones²⁰.

La conversión de las deudas internas dio lugar a la creación de tres emisiones denominadas Deuda Interna de Conversión 5% 1937, series A, B, C, a los efectos de escalonar los pagos de intereses y amortización dentro de los cuatro trimestres de cada año.

b.2. Conversión de la deuda externa (extraído de Nahum, B. ; 1995 y Berchesi, N., 1944)

Esta reconversión **con Estados Unidos** incluyó los siguientes títulos:

- Bonos oro 5% de 1915: interés 3.5%; amortización 0.5% en 1938-39; 1% desde 1940; vencimiento: 1/1/84
- Bonos oro 8% de 1921: interés 38-39 4%; 40-43, 4.2%; desde 1944, 4.5%; amortización 0.5% en 1938-39; 1% desde 1940 (acumulativa anual); vencimiento 1/2/78.
- Bonos externos 6% de 1926: interés 38-39 3/34%; 40-43 4%; desde 1944, 4 1/8%; amortización 0.5% en 1938-39; 1% desde 1940 (acumulativo anual).
- Bonos oro Obras Públicas 6% de 1930: interés 38-39 3 3/4%; en 1940-43, 4%; desde 1944 4 1/8% de 1937.

Estos dos últimas deudas fueron unificadas en el empréstito denominado “Títulos Externos de Reajuste 3 3/4%, 4% y 4 1/8% de 1937”.

Además del ahorro anual, se extendieron los plazos para la extinción de cada deuda, oscilando entre los 10 años de prórroga para el de 1930 hasta los 25 años de prórroga para el caso de 1921.

Con **Gran Bretaña** involucró al Empréstito 1891, 1896, 1914, 1919.

- Deuda Consolidada del Uruguay, 1891: interés 3.5%; amortización 1/4% semestral o 1/2 anual acumulativa; vencimiento 1999.
- Empréstito uruguayo 5% de 1896: interés 3.5%; amortización 10% anual no acumulativo, vencimiento estimado 10 años.
- Bonos oro 5% 1915: interés 3.5%; amortización 1% anual de 1939 a 1943; y 1 1/2 anual de 1944 en adelante; vencimiento estimado 70-71.
- Empréstito oro 1919 (Ferrocarril Uruguayo del Este): interés 3.5%; amortización 1% anual de 1939 a 1943; 1 1/2% anual de 1944 en adelante. Vencimiento estimado: 70-71.

Finalmente, la conversión con **Francia** se realizó de acuerdo a lo siguiente:

- Empréstito de Conversión 1905 y de Obras Públicas de 1909 emitidos en Francia: interés 3.5%; amortización 0.5% en 1939 y 1940; 1% en 1941-42; 1,5% de 1943 en adelante, acumulativa anual

Prima de 5% a los títulos aceptantes de acuerdo a pagarse en cinco cuotas anuales.

²⁰ Tal el caso del Empréstito de Fomento Rural y Colonización; la Deuda Interna 6% de 1929; la Deuda Unificada de 1932; la Deuda Industrial del Uruguay; la Deuda Frigorífico Nacional 6 1/2%; la Deuda Frigorífico Nacional 6% y la Deuda Teléfonos del Estado.