

**Asociación Uruguaya de Historia Económica (AUDHE)**

**Terceras Jornadas de Historia Económica**

**Montevideo, 9 al 11 de julio de 2003**

**Simposio N° 16**

Nombre del simposio: **Las Finanzas Públicas como objeto de estudio y la Historia Económica**

Coordinadores: **Magdalena Bertino, Reto Bertoni, Carlos Grau**

Título de la ponencia:

**Evolución del Gasto y Sostenibilidad del Déficit. Las Finanzas Públicas uruguayas (1930-1959)**

Autor(es):

**Bertoni, Reto & Sanguinetti, Claudia**

**Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración,  
UDELAR**

Correo electrónico:

**reto@iecon.ccee.edu.uy; claudiasanguinetti@yahoo.com**

# **Evolución del Gasto y Sostenibilidad del Déficit. Las Finanzas Públicas uruguayas (1930-1959)**

Reto Bertoní\* & Claudia Sanguinetti\*\*

## **1. Introducción**

Este trabajo se enmarca en un proyecto más amplio que aborda el análisis de las finanzas públicas en Uruguay entre 1930 y 1959.<sup>1</sup> El objetivo del artículo es comenzar a analizar los problemas emergentes de la performance fiscal desde la óptica de los resultados fiscales; examinando, no sólo la dimensión del déficit, sino también el método de financiamiento llevado a cabo por los diferentes gobiernos y sus impactos sobre el resto de las políticas y la propia actividad económica. Este avance permite arrojar luz sobre el papel que le cupo a las necesidades financieras del sector público en el destino del ahorro del sector privado, en el nivel de endeudamiento de la economía y en las presiones inflacionarias que se constatan en la misma. El grado de avance de la investigación sólo ha permitido incursionar en el comportamiento de las variables fiscales a nivel del Gobierno Central.

El período elegido (1930-1959), se inicia cuando la política fiscal asume un rol decisivo como instrumento de política económica, confiriendo al Estado discrecionalidad en las transferencias de ingresos; éste no sólo incrementa su papel en la economía uruguaya, sino que el mismo adquiere un significado cualitativamente diferente al que había caracterizado su intervención en las primeras tres décadas del siglo XX. Las finanzas públicas constituyen un aspecto y un instrumento del dirigismo económico que tiene su apogeo entre los años cuarenta y cincuenta.

El análisis termina cuando sobreviene el primer intento serio para desarticular el complejo andamiaje de redistribución montado. Con el agotamiento del modelo de crecimiento basado en la industrialización sustitutiva de importaciones, el intervencionismo estatal es cuestionado y el instrumental dirigista –en el cual la política fiscal ocupa un lugar destacado- comienza a desmontarse con la “Ley de Reforma Monetaria y Cambiaria”. El estancamiento y el creciente endeudamiento externo del país abren camino a una nueva concepción del papel del Estado en la economía, vinculado al predominio de los sectores “ruralistas” y a las fórmulas del Fondo Monetario Internacional.

El estudio de las finanzas públicas en el Uruguay con una perspectiva de largo plazo es un déficit importante de la historia económica. Por esa razón los esfuerzos, aún parciales, realizados en esa dirección constituyen antecedentes de gran valor.

La incorporación del Estado como agente económico en el análisis histórico es débil, J.P. Barrán y B. Nahum realizaron un importante esfuerzo en ese sentido desde su “Historia Rural” y “Batlle, Los Estancieros y el Imperio Británico”, pero sus trabajos llegan hasta la segunda década del siglo XX. Por su parte B. Nahum ha incursionado en la evolución de la Deuda Pública externa (Nahum, 1994 y 1995).

Desde el campo de la economía, debe destacarse como un intento serio de sistematizar la información disponible con un criterio histórico y ensayar una periodización de las finanzas públicas en el largo plazo, el trabajo de Lionel Rial que cubre desde 1905 a 1981 (Rial, 1984). En los últimos años, se ha venido perfilando en el país, una línea de investigación que incorpora al análisis de la evolución de ciertas variables macroeconómicas, en el largo plazo, la influencia de las decisiones políticas. En especial se busca explicar los determinantes político-institucionales del déficit fiscal y las implicancias de los comportamientos oportunistas de los elencos políticos (Aboal et al., 2001).

Desde el campo de la Historia Económica propiamente dicha, en general el tema de las finanzas públicas aparece casi siempre subsumido en análisis más globales. En el Área

\* Magíster en Historia Económica (reto@iecon.ccee.edu.uy)

\*\* Licenciada en Economía (claudiasanguinetti@yahoo.com)

<sup>1</sup> Debe considerarse pues un avance de investigación del Proyecto “De quiénes, para quiénes y para qué. Las finanzas públicas en Uruguay (1930-1959)”, financiado por la Comisión Sectorial de Investigación Científica de la Universidad de la República.

de Historia Económica del Instituto de Economía, se ha venido trabajando desde ya hace unos años en la reconstrucción de las finanzas públicas en el marco de la elaboración de la “Historia Económica del Uruguay” (Milot y Bertino, 1991 y 1995). En los últimos tiempos este equipo ha trabajado en las finanzas públicas entre los años 1910–1930 y en la actualidad se desarrolla un Proyecto de Investigación –financiado por la Comisión Sectorial de Investigación Científica– que abarca el período 1930-1959.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En la Sección 2 se presenta la evolución de las variables fiscales (gasto, recursos y resultado fiscal) durante el período 1930-1959. A continuación se ofrece un panorama de las diferentes formas de financiar el déficit y los efectos que, teóricamente, estarían asociados a cada una de ellas (Sección 3). El financiamiento del déficit en Uruguay, en el período bajo estudio, constituye el contenido de la Sección 4. Allí se privilegia el análisis del mecanismo de la Deuda Pública como fuente de financiamiento, profundizando en el carácter voluntario o coercitivo de los préstamos obtenidos y sus efectos. En la Sección 5 se incursiona en los impactos que habrían tenido los mecanismos de financiación del déficit sobre la economía uruguaya. Finalmente, las conclusiones a que arriba el trabajo son presentadas en la Sección 6. Un anexo estadístico contiene aquellas series no incluidas en el texto.

## **2. Las variables fiscales y su evolución**

El déficit total del Gobierno Central o el déficit de caja a financiarse de un determinado ejercicio se define como la diferencia entre el total de gastos y los ingresos monetarios provenientes del sistema tributario y de servicios. Esta definición centra su atención en los gastos totales del gobierno que no están cubiertos por los ingresos monetarios, y que en consecuencia deben ser financiados por el tesoro y la autoridad monetaria central, las opciones de política económica por parte de las autoridades públicas nacionales determinan la forma concreta de financiación del déficit de caja.

De acuerdo a esta definición los déficit de las empresas estatales se encuentran incluidos, sin importar que las empresas del estado sean personas jurídicas distintas. Se excluyen aquellos gastos de las empresas públicas que provengan de servicios o préstamos que luego reembolsan, sólo se incluye su déficit y en caso de superávit el porcentaje o monto de las utilidades determinadas por ley. De la misma forma, los gastos de los municipios sólo se incluyen en aquellos casos en que sus déficit sean financiados por el tesoro nacional.

Dentro del gasto del Gobierno Central se incluye los egresos necesarios para el poder Legislativo, Ejecutivo y Judicial, los Entes Autónomos y Servicios Descentralizados, y Servicios Generales<sup>2</sup>. Como ingresos para hacerle frente se recurre a los impuestos directos e indirectos, productos de servicios remunerados, rentas patrimoniales, utilidades de los entes autónomos, recursos extraordinarios, rentas de diversos organismos<sup>3</sup>, Fondos de Obras Públicas y reintegro de planillas extrapresupuestales.

Para la obtención de la serie que refleja la situación de los resultados fiscales en el período se recurrió a los datos suministrados por la Contaduría General de la Nación (CGN, 1961) y de la Dirección General de Estadística (Anuarios Estadísticos).

En el citado trabajo de la Contaduría General de la Nación se presenta la serie de gasto, la de ingresos y el resultado fiscal pertinente. En un trabajo anterior, se llevó a cabo una prueba de validación de las cifras manejadas en esta fuente (Sanguinetti, 2003). En el mismo se pudo constatar que la serie del gasto presentado estaba, para algunos años,

---

<sup>2</sup> El capítulo “Entes Autónomos y Servicios Descentralizados” está compuesto por Consejo Nacional de Enseñanza Primaria y Normal, Secundaria, Universidad, Corte Electoral, Tribunal de Cuentas, Caja de Pensiones Militares, Instituto de Jubilaciones y Pensiones del Uruguay. El capítulo “Servicios Generales” incluye Deuda Pública, subvenciones, diversos Créditos y Clases Pasivas

<sup>3</sup> Los servicios de Correo, Comunicaciones, Salud Pública, Universidad, Oficina Nacional de Turismo, Instituto de Jubilaciones y Pensiones del Uruguay, Caja de Pensiones Militares, Caja Nacional de Ahorro Postal, Administración Nacional de Puertos y Administración de Ferrocarriles y Tranvías del Estado en general reintegran su presupuesto. Algunos de ellos están incluidos en el presupuesto del ministerio correspondiente de acuerdo a la organización de la estructura del gobierno, como organismos recaudadores que son reintegran su presupuesto operando como fuente de ingreso.

aumentada por el monto de partidas duplicadas que no aparecen deducidas; los ingresos presentados, coherentemente, incluyen estas partidas. A los efectos del presente trabajo se corrigió dicha serie y se estimó la de ingresos a partir de los resultados fiscales teniendo la convicción de no estar cometiendo grandes errores de aproximación a las cifras reales, de todas formas queda pendiente un estudio minucioso de los ingresos para confirmarlo. También es necesario advertir sobre los cambios institucionales operados en 1934 que se tradujeron en cambios relevantes en lo que concierne a las finanzas públicas y que no permiten comparar los datos correspondientes a 1930-34 con el resto de la serie.<sup>4</sup> Los resultados se presentan en el Cuadro 1.

Al observar la evolución de las series se constata un incremento real del gasto público, medido en términos de la canasta de bienes y servicios de consumo.<sup>5</sup> Para el sub período que abarca desde 1930 hasta 1934 se aprecia un incremento acumulado de 11%, significando una tasa de crecimiento acumulativa anual de 2.6%. En 1931 y 1932 aunque el aumento del gasto no resulta muy significativo, la caída de los ingresos provoca un importante aumento del déficit. El ajuste en 1933-34 provocó un aumento substancial de los recursos, obteniendo como resultado presupuestos equilibrados y – desde –1935– superavitarios. Este escenario se mantiene hasta el fin del período de gobierno de Gabriel Terra (1938) y coincide con una fuerte recuperación de la economía uruguaya que se expresa en un importante crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI).

Desde 1936 hasta 1949 se aprecia un continuo crecimiento del gasto, salvo en 1945 donde presenta una caída (5%) pero que se recupera el año inmediato posterior. En esos quince años el crecimiento acumulado alcanza un 66%, lo que implica una tasa de variación acumulativa anual de 4%.

**Cuadro 1**  
**Gastos, Ingresos y Resultado Fiscal del Gobierno Central.**  
1930-1959. Millones de pesos, a precios de 1930

Ejercicio	Gastos	Recursos	Resultado fiscal	Ejercicio	Gastos	Recursos	Resultado fiscal
<b>1930</b>	59,20	58,41	-0,79	<b>1945</b>	104,92	89,09	-15,83
<b>1931</b>	63,17	55,74	-7,43	<b>1946</b>	110,92	108,08	-2,84
<b>1932</b>	63,10	55,30	-7,80	<b>1947</b>	118,86	120,40	1,53
<b>1933</b>	65,28	61,59	-3,69	<b>1948</b>	135,86	136,39	0,53
<b>1934</b>	65,70	64,80	-0,90	<b>1949</b>	138,45	131,88	-6,56
<b>1935</b>	83,49	93,10	9,61	<b>1950</b>	172,49	157,52	-14,97
<b>1936</b>	87,15	92,08	4,93	<b>1951</b>	179,98	175,33	-4,65
<b>1937</b>	89,01	91,06	2,05	<b>1952</b>	153,14	139,07	-14,07
<b>1938</b>	92,90	95,54	2,64	<b>1953</b>	166,84	138,21	-28,62
<b>1939</b>	93,58	89,82	-3,76	<b>1954</b>	181,87	163,89	-17,97
<b>1940</b>	94,01	87,96	-6,05	<b>1955</b>	169,01	160,76	-8,25
<b>1941</b>	100,08	88,50	-11,58	<b>1956</b>	160,23	159,22	-1,01
<b>1942</b>	102,23	87,23	-15,00	<b>1957</b>	180,84	164,06	-16,78
<b>1943</b>	104,45	82,67	-21,78	<b>1958</b>	170,60	147,72	-22,87
<b>1944</b>	110,50	91,59	-18,91	<b>1959</b>	183,92	197,38	13,46

Fuente: Elaboración propia en base a DGEC. Estadísticas Retrospectivas...

<sup>4</sup> La serie de gastos (y por ende la de ingresos) no es comparable en todo el período. De hecho, para el año 1935 se observa un importante aumento que responde a la siguiente modificación: se incorporan al Presupuesto General de Gastos muchos servicios que antes gozaban de autonomía, pero el carácter de esas anexiones efectuadas no es igual para todas ellas. El Consejo de Salud Pública se transforma en Ministerio. El Consejo de Correos y telégrafos, la Administración Nacional de Puertos, la Administración de Ferrocarriles del Estado y la Caja de Ahorro Postal, conservan una parte de su autonomía funcional y del manejo de sus fondos, pero pasan a depender de los ministerios del Poder Ejecutivo. Por su parte el Consejo de Enseñanza Primaria, la Universidad de la República, la Corte Electoral, las Cajas de Jubilaciones, etc. pasan a tener autonomía funcional, pero dejan de tener autonomía financiera. Por todas estas complejidades es difícil establecer, como lo hace la Ley de Presupuesto para 1935, el estudio comparativo de las leyes de gastos correspondientes a 1933 y 1935, ya que presentan evidentes modificaciones en los Ministerios y también cambio de reparticiones, dentro de cada Secretaría del Estado (Sanguinetti, 2003).

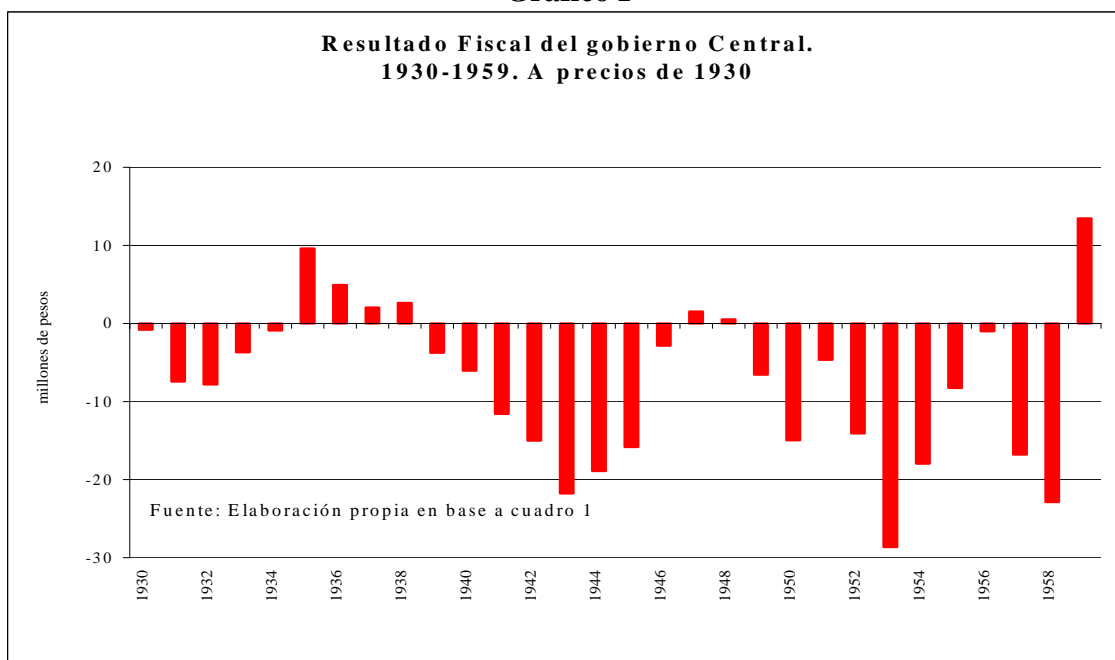
<sup>5</sup> El deflactor utilizado es el Índice de Precios al Consumo (Base de Datos – IECON)

Los ingresos se comportan de manera diferente a lo largo de ese período. Entre 1935 y 1945 se aprecia una tendencia descendente que, desde 1939 provoca una sucesión de déficit crecientes, la situación más crítica se puede ubicar en 1943 cuando se alcanza un resultado fiscal negativo del orden de los 22 millones de pesos a precios de 1930. En los años siguientes tiende lentamente a recuperarse la recaudación y en el trienio 1946-48 un rápido incremento de ésta permite equilibrar el gasto y cerrar el mismo con pequeños superávits.<sup>6</sup> En estos dos últimos años los recursos crecen a una tasa anual de aproximadamente un 12%.

En el trienio 1949-1951 el comportamiento de las series de gasto e ingresos es similar, pero a un ritmo diferente, lo que instala un nuevo escenario de déficit que se mantiene hasta 1958. En 1950 parecería alcanzarse –en términos reales- un nivel de gasto difícil de superar; de hecho, a lo largo de toda la década –aunque con oscilaciones- el mismo se mantiene. Por su parte, los ingresos no consiguen equilibrar este movimiento y se vuelven a suceder déficit que sólo se revierten en 1959. Es necesario destacar que en este último año las decisiones de política sufren un quiebre significativo: el Partido Nacional, vencedor de las elecciones de 1958 opera un golpe de timón que pone en práctica un conjunto de medidas de corte liberal que privilegian el objetivo del equilibrio fiscal. El resultado inmediato se concreta en el primer ejercicio superavitario en una década.<sup>7</sup>

Resumiendo, el gasto aparece como una variable claramente rígida a la baja, operando los ajustes vía aumento de los ingresos. La imposibilidad de consumir el equilibrio presupuestal mediante este mecanismo condicionó la aparición del problema del déficit recurrentemente a partir de 1939. En la inmediata posguerra se constata una tendencia al equilibrio e incluso se consiguen algunos superávits, pero las cuentas fiscales comienzan a arrojar resultados fuertemente negativos en la década de los cincuenta, salvo hacia 1959 donde todas las variables macro parecen ajustarse. En el Gráfico I puede observarse la evolución del déficit fiscal en el período.

**Gráfico I**



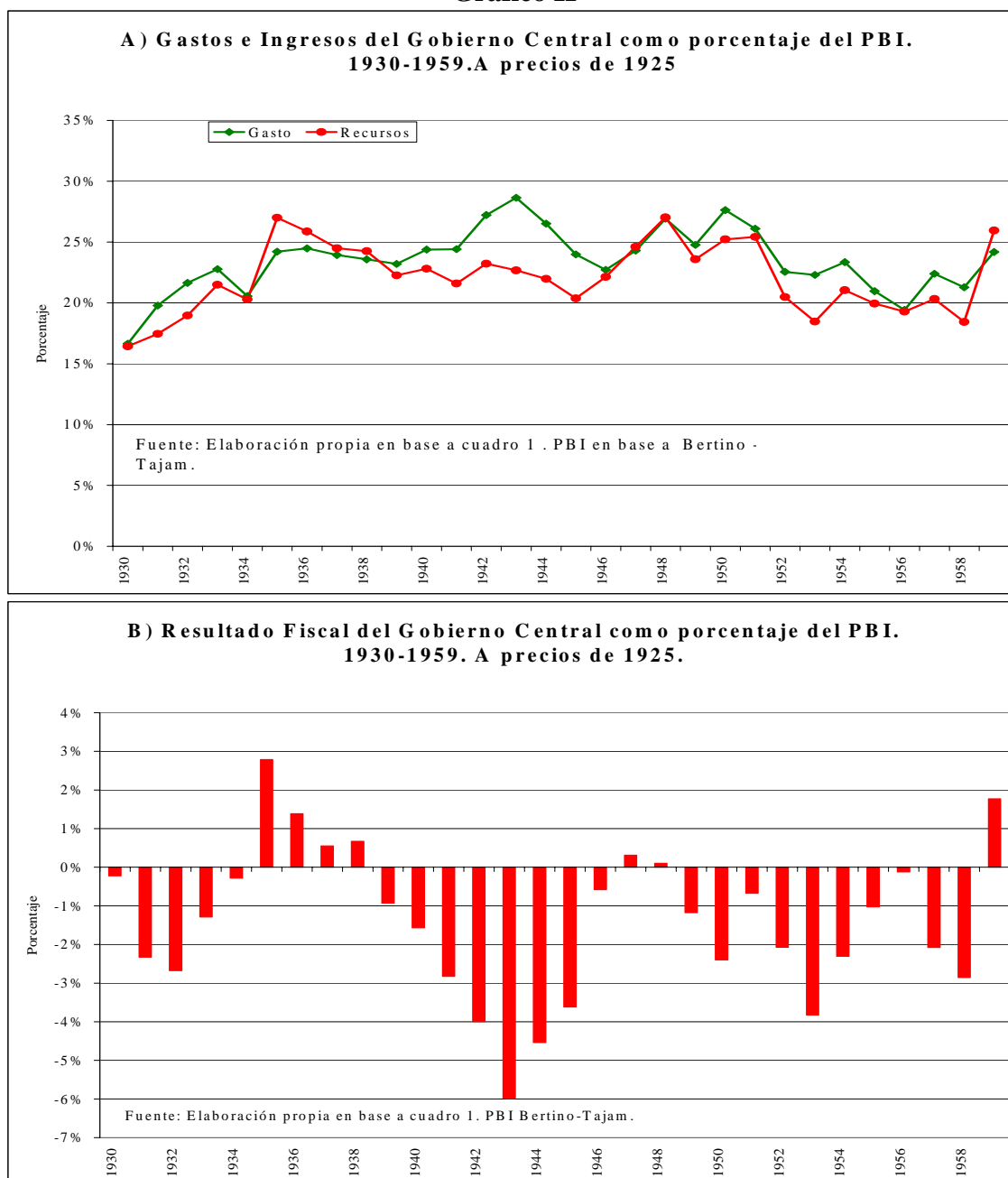
En el Gráfico II se presenta en términos comparativos las variables fiscales con el desempeño económico global; allí se puede apreciar la evolución de las mismas como

<sup>6</sup> El proyecto en el marco del cual se desarrolla esta investigación, prevé el análisis de la estructura de los ingresos, pero aún no se tiene resultados. De cualquier manera, la bibliografía sobre el tema es coincidente en señalar la importancia que tuvo en el incremento de la recaudación en esos años de la aplicación del “Impuesto a las Ganancias Elevadas”.

<sup>7</sup> Aunque el gasto aumenta, llegando al valor máximo registrado (esto es un gasto real de 184 millones a precios de 1930) los ingresos aumentan hasta alcanzar un nivel superior terminando el período con un importante superávit.

porcentaje del PBI. La diferencia más significativa, con su evolución en valores absolutos, es que en términos de producto los gastos y los ingresos denotan una gran estabilidad a lo largo del período; debe destacarse el contraste de este comportamiento de las variables fiscales con lo que ha sido señalado, desde los años treinta, como una tendencia de largo plazo en todos los países: el incremento del gasto público como proporción del PBI (Gráfico II A). Así mismo, no parece verificarse la utilización de la política fiscal con un cometido anticíclico.<sup>8</sup>

**Gráfico II**



No obstante, al observar el comportamiento del déficit como porcentaje del PBI se confirman los períodos identificados como escenarios críticos al manejarlos con valores absolutos (período de la guerra y años cincuenta).

<sup>8</sup> Aunque este tópico constituye todo un capítulo del Proyecto de Investigación en curso, se realizó un simple ejercicio de estimación del coeficiente de correlación; el valor del mismo (0.952) abonaría esta provisoria visión de la política fiscal.

El período más comprometido se observa al promediar los años cuarenta, cuando por el doble efecto del incremento del déficit y la caída del producto se alcanzan los porcentajes más altos del período; éstos resultados, producto de la crítica situación provocada por la Segunda Guerra Mundial, llegan a duplicar los de la primera mitad de los años treinta ( impactos de la Crisis del 29). En la década del cincuenta ese porcentaje disminuye pero en un contexto de fuerte crecimiento de la economía (Gráfico II B).

### **3. Formas de Financiar el Déficit**

Cuantificado el déficit se analizan a continuación las posibles formas de financiamiento del mismo y sus efectos sobre el resto de la economía. Generalmente se emplean dos mecanismos de financiamiento: La Deuda Pública y el Crédito Neto que el Sector Bancario (esencialmente la banca central) proporciona al Estado.

El mecanismo de la Deuda Pública abarca varios instrumentos como bonos, letras, adelantos, documentos de cancelación de impuestos, pagarés, etc. los cuales son colocados, ya sea voluntaria o coercitivamente, en varios sectores de la economía o en el exterior. Existe endeudamiento del gobierno cuando individuos o colectividades prestamistas cambian poder adquisitivo actual por la obligación del gobierno prestatario de suministrar poder adquisitivo futuro, según cronograma de amortización y tasa de interés.<sup>9</sup>

Mediante el mecanismo voluntario, el Estado concurre al mercado de capitales donde coloca sus títulos. La teoría enseña que en este caso los principales efectos del endeudamiento público interno operan sobre la distribución sectorial (sector público y privado) del uso del crédito y del ahorro y sobre el costo del crédito, según sea el grado de competencia que exista en el mercado de capitales en el que el sector público se incorpora en calidad de demandante de fondos. Mediante el mecanismo coercitivo, el Estado obliga a la adquisición de títulos a los distintos entes y agentes, como requisito previo para el desarrollo de determinadas transacciones. También desde un punto de vista teórico, en este caso el crédito público opera como un instrumento más específico, permitiendo diferenciar tratamientos a grupos de agentes, actividades productivas y formas de consumo e inversión, además de colaborar a la formación de patrimonios financieros y transferir ahorros.

La otra forma de financiamiento es el Crédito Neto que la banca central pone a disposición del gobierno, sin ningún tipo de contrapartida. Este crédito para financiar el Gasto Público se incorpora a la circulación, dotando de mayor liquidez al mercado a través de quienes venden o prestan sus servicios al Estado.

La consecuencia más probable del empleo de esta fuente es afectar la liquidez del sistema, y por este medio, si no se toman medidas adecuadas, crear condiciones para que se manifiesten presiones inflacionarias.

Analizaremos, más detalladamente los posibles efectos teóricos de las diferentes formas de financiamiento.

#### **3.1. Efectos de financiamiento mediante la contratación de empréstitos**

Generalmente se emplean dos maneras específicas de este tipo de financiamiento: la colocación de papeles públicos en el mercado doméstico y la misma operación en el exterior.

Supongamos que el gobierno se endeuda con residentes, considerando que la colocación de la Deuda Pública se instrumenta para financiar el desequilibrio fiscal y no como un instrumento de política monetaria.<sup>10</sup> En este caso, el gobierno, busca colocar su deuda entre aquellos sujetos que se encuentran prestando fondos ociosos o ahorros, a un

---

<sup>9</sup> En el presente trabajo se privilegia el análisis de aquellos instrumentos de mediano y largo plazo que son utilizados para la consolidación del déficit.

<sup>10</sup> Concretamente, la política no persigue el objetivo de regular el monto total de la moneda en circulación sino de intervenir en el mecanismo presupuestal regulando, a través de él, el flujo de los ingresos.

determinado nivel de la tasa de interés. Es decir, recurre a la colocación de la Deuda Pública en el mercado de los “fondos prestables”.

Para poder colocar su deuda, el gobierno compite con el sector privado que también pretende colocar sus obligaciones entre los ahorristas del país e incluso del exterior, entonces para que la absorción de la Deuda Pública por los ahorristas se verifique de forma voluntaria deberá existir un atractivo de rentabilidad mayor que en aquellos que el ofrecido por las obligaciones privadas (incluyendo también aquí los depósitos a plazo en el sistema bancario). La mayor tasa de interés que ofrece el Estado genera un incentivo a consumir menos y a ahorrar en papeles gubernamentales. A su vez, esta mayor tasa de interés provoca una contracción en la inversión privada, debido a que los proyectos de esta inversión ya no resultan tan atractivos. Entonces, el gobierno, estaría captando una mayor cantidad de recursos reales de la economía al tiempo que disminuye la actividad privada.

Si la Deuda Pública es en moneda extranjera aumentará las reservas de la autoridad monetaria, e incluso las totales del país si parte de ésta es comprada por extranjeros.

Esta forma de financiación tendría sobre la financiación con emisión la ventaja de, en el corto plazo, no alentar presiones inflacionarias. Sin embargo, los gastos públicos corrientes del futuro contarán con un componente nuevo (el servicio de la deuda). La persistencia de desequilibrios fiscales y la búsqueda de su solución mediante la colocación de Deuda Pública, implicará erogaciones futuras cada vez más importantes por el servicio de la misma. Si el déficit se originara en gastos públicos de inversión o de tipo productivo, el problema no sería tan grande como si los títulos fueran para cubrir déficit que se originarían en excesivos gastos corrientes, pues dichas inversiones aportarían, en el futuro, fondos para pagar los intereses de la deuda y su amortización.

Además, como se mencionó anteriormente, la financiación con Deuda Pública tendería a aumentar la tasa de interés lo que haría disminuir la inversión real privada y el consumo, aumentando la inversión en títulos. El efecto sobre el nivel total de gasto no variará, pero sí, la composición del mismo lo cual tendrá consecuencias de importancia en el futuro. Si bien la disminución de la inversión privada es contrarrestada por el incremento en el gasto del gobierno, al volcarse éste a la financiación de gastos corrientes no tendrá el mismo efecto virtuoso que la inversión, que podría haber hecho, el sector privado.

En el supuesto de que la deuda sea con no residentes los efectos cambian a través del tiempo. En una primera instancia el efecto de un empréstito externo tiene efectos expansivos sobre la economía, puesto que hay un ingreso en cuenta capital de la balanza de pagos. Mejoran las reservas netas y se aprecia el tipo de cambio. Los efectos son los opuestos al momento del pago de intereses y amortización.<sup>11</sup>

### **3.2. Efectos del financiamiento con crédito de la banca central al gobierno**

Cuando el crédito proviene de la autoridad monetaria, existiría creación de dinero por parte de la banca central, ya que recibiría documentos del gobierno y emitiría contra ellos.

En este caso, el stock de dinero existente en el país aumenta y si su tasa de crecimiento es mayor que la que requiere el crecimiento del producto real, existirían repercusiones sobre el nivel general de precios y/o sobre el saldo de la balanza de pagos.<sup>12</sup>

Un exceso de oferta de dinero lleva a los sujetos privados a incrementar su demanda de bienes y de activos financieros. El aumento de la demanda de estos últimos presiona a la baja la tasa de interés y entonces, de no existir trabas a la importación de bienes o a la salida de capitales, aumentaría la compra de productos y de activos financieros en el exterior, generando problemas de balanza de pagos.

---

<sup>11</sup> En el período bajo estudio la emisión de deuda pública, en Uruguay, se realizó exclusivamente en el mercado de valores local y en moneda nacional.

<sup>12</sup> Uno u otro efecto se asocian a la existencia o no de trabas en las transacciones internacionales (contralor de exportaciones e importaciones, control de cambios, etc.).



Si existieran trabas a las compras externas de bienes y servicios, el exceso de dinero al volcarse únicamente a la adquisición de producción interna, la cual no ha crecido tanto como la cantidad de dinero, provocará un alza en el nivel general de precios.<sup>13</sup> La inflación es la respuesta inevitable pues el aumento de precios es la única forma de “cuotificar” el mayor deseo de gasto de la economía. La especulación en bienes y servicios y moneda extranjera así como la fuga de capitales nacionales al exterior debería destacarse como otro de los efectos de esta situación.

En consecuencia, la inflación y/o el desequilibrio de Balanza de Pagos, serían los problemas inducidos por sucesivos déficit fiscales financiados a través de la creación de dinero.

#### **4. Financiamiento del déficit en Uruguay 1930-1959**

Para el caso uruguayo, el análisis del financiamiento del déficit entre 1930 y 1959 encuentra severas restricciones desde el punto de vista de la información disponible. No obstante, nuestra primera incursión en el tema permite hipotetizar sobre la identificación de dos escenarios diferentes a lo largo de las tres décadas en estudio. Instalado el problema del déficit como cuestión estructural del funcionamiento del Gobierno Central en los años cuarenta, se asiste a un primer período de predominio notorio de la captación de ahorros mediante la colocación de títulos de Deuda Pública para hacer frente al financiamiento del déficit. En el transcurso de la década de 1950 este mecanismo muestra síntomas de agotamiento y los gobiernos se ven obligados a recurrir predominantemente al crédito del Banco de la República, fenómeno que habría presionado al alza el ritmo de emisión monetaria.

El comportamiento de las variables fiscales y la disponibilidad de información nos ha inducido a tomar la decisión de abordar de manera diferencial los años treinta. En primer lugar, entre 1930 y 1938 se suceden cinco años de déficit y cuatro de superávit, circunstancia excepcional a la luz del desempeño de las finanzas públicas en las tres décadas en estudio.<sup>14</sup> El efecto compensatorio de estos resultados no puede soslayarse. En segundo lugar, no fue posible contar con información suficiente para comparar la contribución de cada una de las fuentes para enjugar el déficit, en estos años.

De cualquier manera, la suspensión de los servicios de amortización de la Deuda Pública (interna y externa), que generó un panorama poco alentador para apelar al endeudamiento como fuente de financiación y los objetivos explícitos del “revalúo del oro de 1935”, nos hacen inferir que los gobiernos recurrieron a la emisión para enjugar los déficit que caracterizaron a la primera mitad de la década.<sup>15</sup> No obstante, el contexto deflacionario en que se utilizó este mecanismo de financiamiento no habría generado las presiones inflacionarias teóricamente esperables.

Identificado el problema del déficit, como fenómeno recurrente a partir del año 1939, nuestro análisis del financiamiento del mismo orienta el resto de este trabajo. Se analizará sucesivamente el papel de la Deuda Pública y la emisión monetaria como fuentes de ingresos monetarios con que contaban las autoridades para hacer frente a las necesidades financieras del sector público. La lógica de la presentación estriba en la hipótesis que la emisión sólo fue utilizada como último recurso.

##### **4.1. Las Deuda Pública como mecanismo de financiamiento del déficit**

Los datos sobre la financiación del déficit a través de deuda fueron extraídos de la Dirección de Crédito Público, allí se encuentra detallado el monto de deuda autorizado y

<sup>13</sup> Este sería el escenario en que operaría un incremento desproporcionado de la emisión en Uruguay en el período bajo estudio.

<sup>14</sup> Debe señalarse como contraste que entre 1939 y 1959, sólo hubo tres años de superávit (1946, 1947 y 1959).

<sup>15</sup> Se trata de la Ley N° 9.496 de 14 de agosto de 1935 por la que se determinó la revaluación de las reservas de oro de acuerdo al precio internacional, maniobra que permitió multiplicar por 2.2 dichas reservas y amplió de esa manera la capacidad emisora del Banco de la República. En la misma ley se establece la “aplicación de los resultados del revalúo”.

emitido para los diferentes fines.<sup>16</sup> De esta forma, tal como muestra el Cuadro 2, se pudo extraer la suma de deuda dedicada exclusivamente a la financiación de déficit fiscal.<sup>17</sup>

Del análisis del cuadro se desprenden dos primeras observaciones. En primer lugar, no parecen tener demasiada relación el monto de déficit a financiar y el monto de deuda autorizado año a año. Por otra parte, hacia el final del período se verifica una autorización superior a lo que se convierte en emisión efectiva.

**Cuadro 2**  
Deuda autorizada y efectivamente emitida a 1959 para financiamiento del déficit  
1935-1959. Millones de pesos, a precios de 1930.

Año	Resultado fiscal	Monto autorizado	Falta emitir a 1959	Años en que se emitió	Año	Resultado fiscal	Monto autorizado	Falta emitir a 1959	Años en que se emitió
1935	9,61	0,00	0,00		1948	0,53	18,49	0,00	48-49
1936	4,93	0,00	0,00		1949	-6,56	1,56	0,00	49
1937	2,05	0,00	0,00		1950	-14,97	0,00	0,00	
1938	2,64	0,00	0,00		1951	-4,65	1,62	0,00	51
1939	-3,76	0,00	0,00		1952	-14,07	34,45	0,00	52-53-54-55
1940	-6,05	7,05	0,00	42-43-44	1953	-28,62	6,06	0,00	54
1941	-11,58	22,70	0,00	41-42-43-44	1954	-17,97	62,50	-4,12	54-55-56-57-58-59
1942	-15,00	16,33	0,00	42-43	1955	-8,25	0,00	0,00	
1943	-21,78	4,27	0,00	43-44-45	1956	-1,01	77,75	-32,38	57-58-59
1944	-18,91	42,32	0,00	44-45	1957	-16,78	55,33	-31,96	58
1945	-15,83	0,00	0,00		1958	-22,87	0,16	0,00	58
1946	-2,84	18,59	0,00	46-47	1959	13,46	109,06	-109,06	
1947	1,53	1,33	0,00	48					

Fuente: Dirección de Crédito Público

Sobre la primera observación debe anotarse que la deuda autorizada en cada año, obviamente, no está destinada a cubrir el déficit en que se incurre ese mismo año, es esperable que esta variable presente, por lo menos, un rezago anual. Pero, además, a partir del estudio de las leyes que dan origen a dichas autorizaciones, se puede constatar el carácter acumulativo de las deudas destinadas a enjugar el déficit. En determinados años se decide consolidar los déficit generados hasta el año anterior. En conclusión la sola observación de los datos no puede aportar mucho al modo en que se financió el déficit, es a partir de un análisis conjunto de diferentes variables y de la declarada intención del destino de la deuda que puede llegar a advertirse la modalidad de financiamiento escogida por las autoridades.

La segunda observación se convierte en un indicador muy importante para detectar las dificultades en la colocación de papeles públicos y, en consecuencia, del agotamiento de este mecanismo de financiamiento.<sup>18</sup>

Existen claras señales que permiten percibir que el mecanismo del empréstito fue el modo predominante de financiar el déficit hasta mediados de la década del cincuenta. Entonces, por los motivos que se desarrollan al final de esta sección, la emisión monetaria pasa a tener un papel más importante.

La evolución de la Deuda Pública circulante constata de inmediato dos fenómenos paralelos: el importante crecimiento del endeudamiento público y el carácter local de la emisión.<sup>19</sup> Esto último contrasta con lo que había caracterizado el mecanismo de endeudamiento en los primeros años del siglo XX y continúa un proceso que se insinuaba desde mediados de la segunda década del siglo. El Estado recurre, cada vez más, a mecanismos internos de captación de recursos utilizando excedentes económicos provenientes de la actividad productiva interna (Damonte y Saráchaga, 1971, II 419). Como se verá más adelante, también debe tenerse en cuenta que en algunos momentos se beneficia de la afluencia de capitales externos.

<sup>16</sup> Dirección de Crédito Público. *Deuda Pública Nacional* (publicación anual).

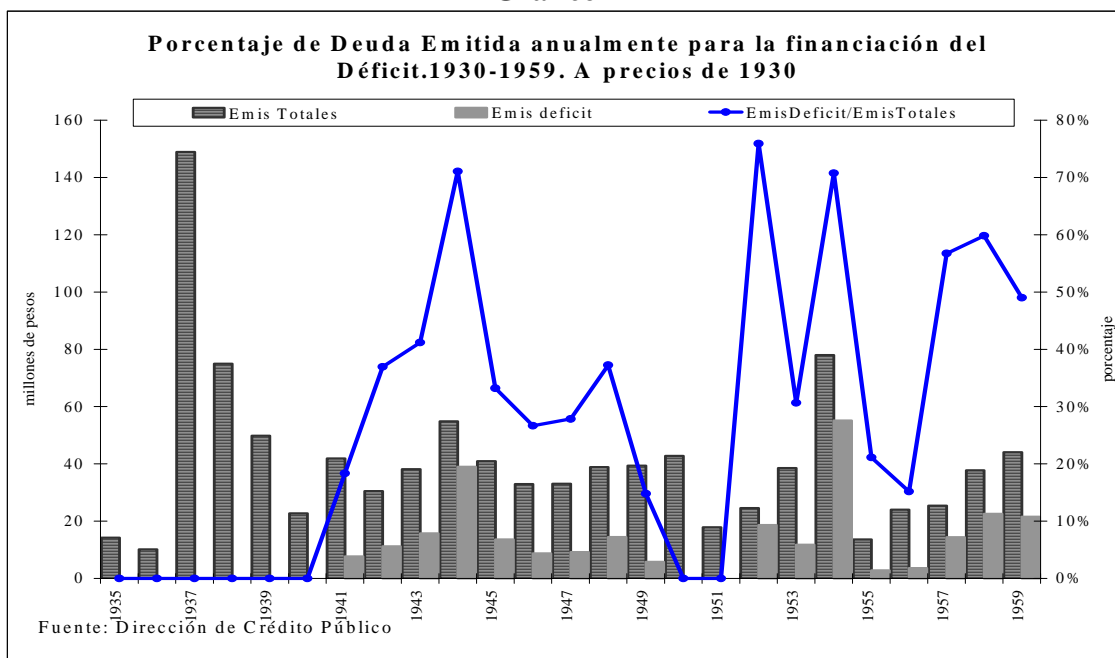
<sup>17</sup> Dejamos constancia que se trata de deuda "legalmente" autorizada para consolidar déficit.

<sup>18</sup> Más adelante se utiliza este indicador.

<sup>19</sup> Ver Anexo Estadístico, Cuadro 1.

El análisis del destino de los empréstitos, a través de las respectivas decisiones parlamentarias que determinaron la autorización de su emisión, permite apreciar a lo largo de todo el período 1940-1959, un incremento en la participación de las autorizaciones para enjugar déficit en relación a la inversión productiva del capital obtenido.<sup>20</sup> En el Gráfico III se constata la misma tendencia a través de la emisión anual efectivamente colocada. La evidencia presentada nos lleva a concluir que la emisión de Deuda Pública constituyó una alternativa para enfrentar el déficit.

**Gráfico III**



Sin embargo, como se aprecia también en el Gráfico III, en términos absolutos el nivel alcanzado a comienzos de la década de los años cincuenta parece evidenciar un techo a las posibilidades de colocación de títulos públicos. Como intentaremos demostrar más adelante, entonces se hizo necesario recurrir a la ampliación de los medios de pago a través de la emisión monetaria para hacer frente a las necesidades financieras del sector público.

Como ha sido señalado en la sección 3.1, si el gobierno pretende obtener préstamos, de forma voluntaria, sus títulos deberían ofrecer tasas de interés lo suficientemente altas como para atraer a grupos o individuos del sector privado a fin de que cambien su actual poder adquisitivo por un poder futuro. A la luz de esto, parece relevante analizar el rol y la evolución de la tasa de retorno existente en el período para la Deuda del Gobierno<sup>21</sup>.

Dado que se verifican procesos inflacionarios en el período, al analizar la toma de préstamos debe distinguirse entre la tasa nominal de interés establecida y la tasa de interés real o efectiva que se recibe finalmente. La tasa de interés nominal surge del tipo de cambio entre el dinero presente y futuro y por lo tanto no tiene en cuenta los cambios en el poder adquisitivo del dinero. La tasa de interés real surge del tipo de cambio entre el control sobre bienes presentes y el control sobre bienes futuros, por ende toma en cuenta la tasa de inflación. Según la hipótesis de tasa de interés real las personas no continuarán prestando en forma voluntaria su dinero cuando la tasa de rendimiento esperada sea negativa.

<sup>20</sup> Según Zayas, en 1952, el 30% de la deuda pública en circulación había sido destinado a la consolidación de déficits fiscales (Zayas, 1953, 249).

<sup>21</sup> Para un análisis más exhaustivo del nivel de atracción relativo de los títulos del gobierno debería contarse con una serie de la rentabilidad de otras alternativas de inversión, por ejemplo los depósitos a plazo. Sin embargo estos datos no están disponibles para el período.

**Cuadro 3**  
Tasa de interés promedio de lo emitido anualmente de Deuda Pública  
Nominal y real. 1930-1959.

Año	Tasa Interés Nominal	Variación del IPC	Tasa Interés Real	Año	Tasa Interés Nominal	Variación del IPC	Tasa Interés Real
1930	n/d		n/d	1945	5,0	12,9	-7,0%
1931	n/d	0,0	n/d	1946	5,0	10,4	-4,9%
1932	n/d	-1,8	n/d	1947	5,0	6,0	-0,9%
1933	n/d	-4,9	n/d	1948	5,0	10,5	-5,0%
1934	n/d	0,0	n/d	1949	5,0	4,9	0,1%
1935	6,3	3,2	3,0%	1950	5,0	-4,2	9,6%
1936	6,1	-0,9	7,1%	1951	5,0	14,7	-8,5%
1937	5,1	2,8	2,2%	1952	5,0	13,9	-7,8%
1938	4,1	-0,3	4,4%	1953	5,0	6,6	-1,5%
1939	4,9	5,5	-0,6%	1954	5,0	11,8	-6,1%
1940	5,0	4,4	0,6%	1955	5,0	8,8	-3,5%
1941	4,1	-0,6	4,7%	1956	5,0	6,7	-1,6%
1942	5,0	2,8	2,1%	1957	5,0	14,7	-8,4%
1943	5,0	6,3	-1,2%	1958	5,5	17,5	-10,2%
1944	5,0	3,3	1,6%	1959	5,0	-1,3	6,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Dirección de Crédito Público

El Cuadro 3 ilustra que las tasas de interés reales de los títulos públicos se volvieron negativas desde mitad de los años cuarenta y esa fue la característica que predominó – más allá de fluctuaciones- hasta el final del período.

En teoría si las autoridades gubernamentales dejan de ofrecer una tasa de interés real positiva sobre los instrumentos de la Deuda Pública, pierden la capacidad de atraer ahorros privados en forma voluntaria. Por ello, en el mediano plazo, cuando los agentes 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 (Damonte y Saráchaga, 1971, I 250), retrasó el colapso de esta fuente de financiamiento.

En la medida que las autoridades mantuvieron esas tasas nominales de interés artificialmente bajas, dando por resultado tasas reales negativas, sólo pudieron obtener montos sustanciales de ahorros privados mediante el mecanismo coercitivo.

El medio a través del cual se concretó esta operación no era nuevo: el empapelamiento de ciertos organismos públicos. Esto se sustentaba en las disposiciones legales que determinaban de manera imperativa la inversión de sus fondos en títulos públicos. Especialmente debe considerarse en esta situación a las Cajas de Jubilaciones y a la Caja Nacional de Ahorro Postal. Una primera aproximación al estudio de los “tenedores de Deuda Pública” en el período aporta evidencia al respecto. En 1930, la Deuda Pública en manos de organismos públicos se ubicaba en torno al 28% del total circulante; en 1959 equivalía al 85% del mismo (Gráfico IV). Este extraordinario incremento se procesó, tanto por inversión directa de los fondos de dichos organismos en títulos, como por el uso de los mismos por parte del Gobierno para cancelar deudas de aportes jubilatorios (Vieitez Novo, 1963, 161).

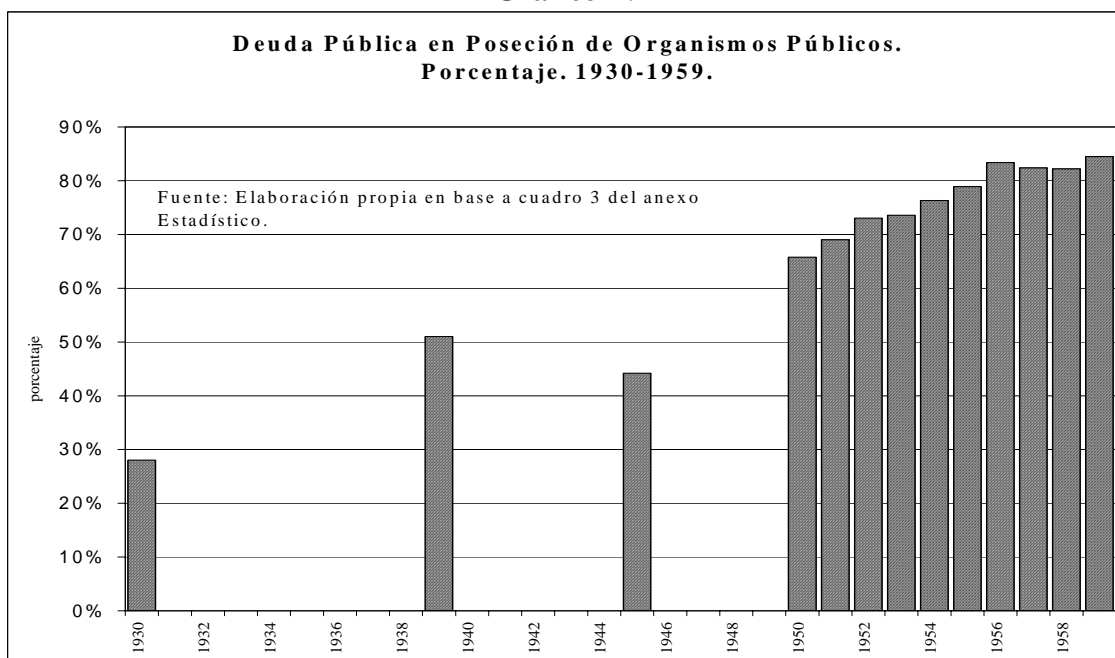
Esta alternativa de financiamiento además de comprometer el destino de una masa de ahorros considerables, enfrenta un límite: la absorción de títulos por parte de aquellos organismos públicos.

En el momento en que no pudo ya recurrirse a esos préstamos coercitivos, el carácter rígido del gasto y la incapacidad de promover cambios en el régimen tributario aumentaron las presiones para financiar con emisión monetaria los déficit.

La información obtenida respecto a la posesión de Deuda Pública en manos de organismos públicos es parcial y obliga a realizar algunas conjeturas en relación a ciertas variaciones en la misma. No obstante, la tendencia en el largo plazo es consistente y señala un progresivo “empapelamiento”.

Observando el Gráfico IV, se constata este fenómeno. Entre 1930 y 1939 la Deuda Pública en poder de organismos oficiales crece un 80% iniciando una práctica que será asiduamente utilizada en los años siguientes. No obstante, se puede apreciar un descenso en la participación de dichos organismos como tenedores de la deuda circulante en los años cuarenta. La hipótesis que se maneja es que en esos años se logró una mejor colocación de títulos entre particulares y por ende una proporción mayor de la emisión de Deuda Pública habría sido absorbida gracias al ahorro voluntario. La explicación debe buscarse en la aplicación en el mercado bursátil de excedentes extraordinarios realizados en el período de la Segunda Guerra Mundial y en la llegada de capitales extranjeros que durante la misma inmigraron hacia nuestro país<sup>22</sup>. La tasa de interés real positiva hasta 1944 y la seguridad de la inversión en títulos públicos uruguayos durante todo el período operaron como principal atractivo.

**Gráfico IV**



Existen elementos de prueba que permiten afirmar que parte de los beneficios obtenidos por los agentes empresariales durante la favorable coyuntura de precios, en los años de guerra, pudo invertirse en bonos de Deuda Pública.<sup>23</sup> Un trabajo realizado en la órbita del Instituto de Economía Monetaria y Bancaria de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, de los años cincuenta, señala que la acumulación de beneficios en manos de los empresarios influyó para que aumentaran los valores de los activos fijos, de las residencias y de los papeles públicos o privados (Faroppa et al., 1953). Además, debe tenerse presente que, a partir de 1938, los Bancos pudieron tomar como encaje, un porcentaje del mismo en Deuda Pública (Damonte y Saráchaga, 1971, II 418).

En cuanto a los flujos externos, desde fines de los años treinta se habría producido la llegada de capitales argentinos que buscaban niveles de rentabilidad superiores a los que ofrecían las oportunidades de inversión financiera en la vecina orilla.<sup>24</sup> Parecería que

<sup>22</sup> En las memorias del BROU es posible seguir la evolución de los depósitos a plazo fijo, la cual muestra en este período cierta estabilidad confirmando que el destino privilegiado de los capitales fue la inversión en Deuda Pública.

<sup>23</sup> Se ha podido constatar en las Actas de Directorio “Campomar y Soulas S.A.” la inversión en títulos públicos en los “años dorados” que ofreció la coyuntura bélica para esta empresa.

<sup>24</sup> Al realizar el seguimiento de las tasas de interés real de los títulos de deuda pública, en ambos márgenes del Plata, puede constatar una situación más favorable en Uruguay desde 1945. A ello pudo sumarse una crisis de confianza vinculada a los hechos políticos que vivió la República Argentina, a partir de 1943, que pudo alentar la salida de

también llegaron capitales provenientes de otras regiones en los últimos años de guerra e inmediata posguerra. El Cuadro 4 ofrece información cuantitativa de este fenómeno.

#### Cuadro 4

Ingreso Neto de Capitales Extranjeros  
1940-1949. Miles de Dólares.

Años	Miles de U\$S	Años	Miles de U\$S
1940	2300	1945	17500
1941	3200	1946	9015
1942	-2300	1947	26016
1943	26316	1948	5000
1944	36000	1949	5200

Fuente: Faroppa, Wonsewer, Iglesias. *Elevación de Precios...* p. 47  
(en base a datos del BROU y CEPAL)

Entre 1943 y 1947 se puede constatar una aceleración del ingreso neto de capitales que produce una cifra acumulada de casi 115 millones de dólares, precisamente los años en que se dispara la autorización de emisión de deuda para déficit (Véase Cuadro 2 y Gráfico II) y en que se verifica una caída en la participación de los organismos públicos como tenedores. Fuentes de carácter cualitativo confirman este proceso y los posibles destinos de los capitales:

*“Al iniciarse el año 1943, en momentos en que el Directorio estudiaba la posibilidad de reajustar en forma más perfecta el mercado de cambios, comenzó a actuar en él, en forma intensa, un factor inesperado: la afluencia de capitales extranjeros que emigraban a nuestro país en busca de refugio y colocación tranquila... Parte de estos capitales de emigración se convirtió en depósitos; otra parte buscó colocación más remunerativa y fue invertida en Deuda Pública, lo cual favoreció en forma inesperada la actividad de la Bolsa y las finanzas del Estado”.*<sup>25</sup>

Como lo revela el Cuadro 4, las cifras denotan un cambio significativo hacia el final de la década que se reflejaría en una retracción de la oferta de capitales en el mercado de valores. Por otra parte, debe señalarse que la aceleración del ritmo inflacionario afectó profundamente las inversiones mobiliarias basadas en una moneda que iba perdiendo fuerza ante la elevación de los precios de los demás bienes. El interés real del dinero se fue elevando y el magro rendimiento de los títulos de renta del Estado, no ofreció atractivo a los inversores. Se generó una situación de creciente dificultad para la colocación de los títulos de deuda por el agotamiento del mercado de absorción privado. En 1953, un artículo aparecido en “El Trimestre Económico”, firmado por un funcionario del Fondo Monetario Internacional, señalaba que:

*“Durante los años de la Segunda Guerra Mundial, los precios de los bonos del Gobierno y otros valores bursátiles subieron a un nivel sin precedentes, que culminó en 1946, principalmente a causa del considerable aflujo de capitales extranjeros en el mercado de valores... [pero] en los últimos años el mercado de valores del gobierno ha venido a depender en mayor grado del suministro de fondos por instituciones oficiales, en razón de que la oferta de capitales privados en el mercado de valores ha llegado a ser más escasa, en gran parte a causa de la ausencia de capitales extranjeros que durante los años de guerra y años inmediatos de la postguerra constituyeron una fracción importante de la oferta (Zayas, 1953, 248).*

El comportamiento de los datos manejados es consistente con este testimonio. 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<sup>26</sup>.

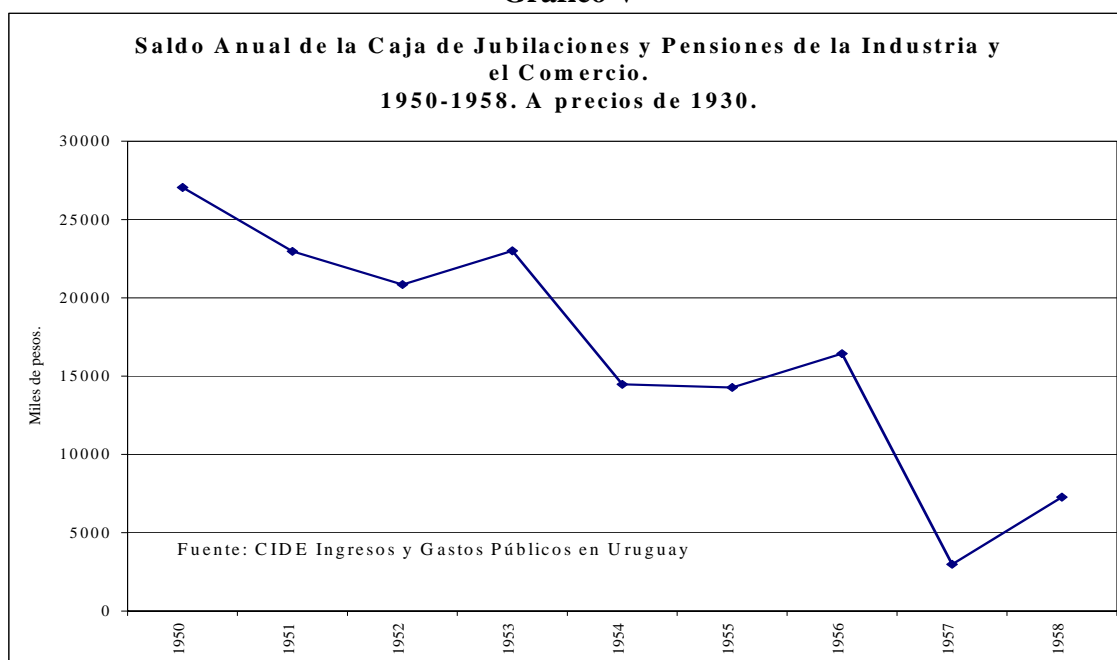
capitales hacia el más seguro mercado de valores de Montevideo. (Anexo Estadístico, Cuadro 2. Tasas de Interés Real de Títulos Públicos en Uruguay y Argentina).

<sup>25</sup> BROU. *El Banco de la República en su Cincuentenario. Memoria Histórica 1896-1946*.

<sup>26</sup> En efecto, los institutos de seguridad social fueron los más importantes tenedores de bonos del Gobierno y su significación como tales aumentó considerablemente a lo largo del período. Hacia 1951 tenían el 45% del total en circulación, comparado con el 30% en 1948 y el 22% en 1930. En orden de importancia le seguían la Caja Nacional de Ahorro Postal y el Banco de Seguros del Estado con el 9% y 7% respectivamente. Las tenencias del BROU llegaban al 5.5% del total. El 90% de las compras de bonos de deuda pública efectuadas en el mercado de valores de Montevideo en 1952 fue realizada por organismos oficiales, claro indicador de la acentuación de la tendencia de concentración de la deuda pública en estas instituciones (Zayas, 1953, 253).

La expansión de los servicios de la Seguridad Social permitió el flujo continuado de recursos a los fondos de pensión por parte de empleados y empleadores. Esos recursos, dada la regulación sobre inversión de los fondos de las Cajas, se invertían a través del mercado de valores –principalmente- en papeles públicos. Por este procedimiento, el capital de los institutos de previsión social se convirtió –virtualmente- en reserva de Caja del Gobierno (Iglesias, 1961, 21). Esta estrecha dependencia, hizo que el progresivo debilitamiento financiero de estos institutos, en los años cincuenta, representara una fuerte restricción para cubrir las necesidades financieras del sector público.

**Gráfico V**



La crisis de los institutos previsionales habría venido de la mano de un incremento de las obligaciones que debían servir las Cajas de Jubilaciones, a un ritmo superior a la recaudación. Este fenómeno habría reducido una oferta de capitales con la que el Estado había consolidado –prácticamente- su gasto de funcionamiento (ver Gráfico V). Entre los factores que ayudan a explicar el deterioro financiero de estos institutos, debe destacarse la ampliación de la cobertura de la seguridad social en los años cuarenta y cincuenta y las sucesivas normas que redujeron las condiciones para acceder a una pasividad, haciendo evolucionar peligrosamente la relación activos-pasivos. Junto a ello hay que ubicar el acelerado proceso de descapitalización sufrido por la desvalorización de las reservas constituidas, fundamentalmente, por valores públicos cuyo rendimiento era cada vez más negativo. La afectación de las disponibilidades financieras de aquellos institutos públicos, que habitualmente eran tomadores de títulos de renta del Estado, presionó a las autoridades monetarias a la búsqueda de otras fuentes de financiamiento del déficit.

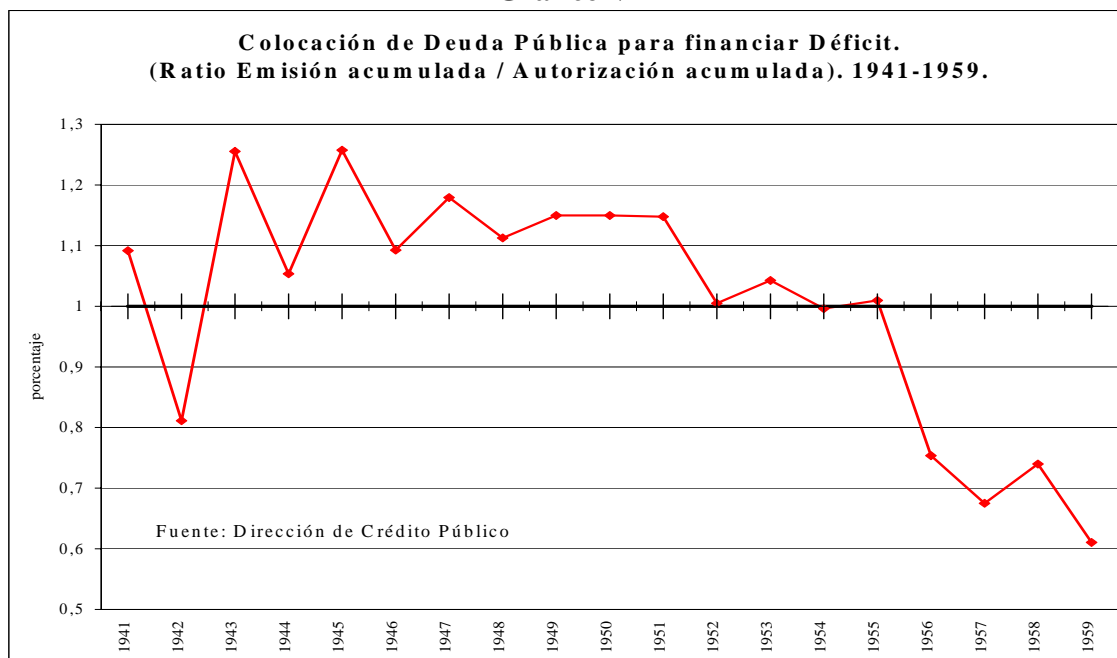
En síntesis, el poder coercitivo del Estado sobre el sistema de la Seguridad Social constituyó la principal fuente de toma de préstamo real de los gobiernos. Al mismo tiempo que los inversores privados se deshacían de los bonos del gobierno, cuyo valor real descendía cada año, las instituciones oficiales eran obligadas a aumentar la posesión de este tipo de valores.

El quiebre en lo que respecta a la posibilidad de enjugar los déficit con deuda parecería ubicarse en los primeros años de la década de 1950. El Gráfico VI permite tener una idea aproximada de las dificultades para colocar la emisión autorizada. Claramente pueden distinguirse tres momentos: i) emisión anual por encima de lo autorizado (1943-1951); ii) emisión anual equivalente a lo autorizado (1952-1955); y iii) emisión anual por debajo de lo autorizado (1956-1959). En consonancia con esta evidencia



cuantitativa es interesante rescatar la opinión de un alto funcionario de la Dirección de Crédito Público: “*así como la década que va del año 1942 a 1952, señala una época de auge y de posibilidades en esta materia [emisión de deuda para déficit], a partir de 1952, se inician las dificultades para ir utilizando este valioso recurso*” (Ferrando, 1969, 238).

**Gráfico VI**



#### 4.2. La emisión monetaria como alternativa

Si bien estuvo presente a lo largo del período, el recurso a la emisión monetaria se convertiría en prácticamente única alternativa de financiamiento del déficit en la segunda mitad de los años cincuenta. Parecería que las autoridades gubernamentales hubieran considerado este mecanismo como recurso de última instancia.

No es tarea fácil detectar una relación directa entre el incremento de la emisión circulante y su utilización para cubrir déficit. A diferencia de la emisión de deuda, en que la autorización legislativa es explícita en lo que refiere al destino de los ingresos monetarios obtenidos por su colocación, no es posible identificar –a partir de la información manejada– el destino de la emisión monetaria.<sup>27</sup>

No obstante, del análisis de las series correspondientes al déficit fiscal, la emisión de deuda para financiar déficit y el movimiento de emisión (circulante), resultan elementos que permiten sustentar la idea de una cierta correlación positiva entre incremento del déficit, agotamiento de las posibilidades de colocación de papeles públicos y crecimiento del ritmo de emisión.

La evolución de una cuarta variable manejada, contribuye a dar consistencia a la hipótesis precedente; se trata de los adelantos realizados por el Banco de la República Oriental del Uruguay al Estado, que pueden considerarse un indicador del crédito bancario para solventar déficit (Faroppa et al., 1953, 14-19).

Al observar el Gráfico VII es posible constatar, como era de esperar, un movimiento inverso de la serie de resultados fiscales y las otras tres variables. Éstas, se constituyeron alternativamente en fuentes para contribuir a las necesidades de financiamiento del sector público<sup>28</sup>.

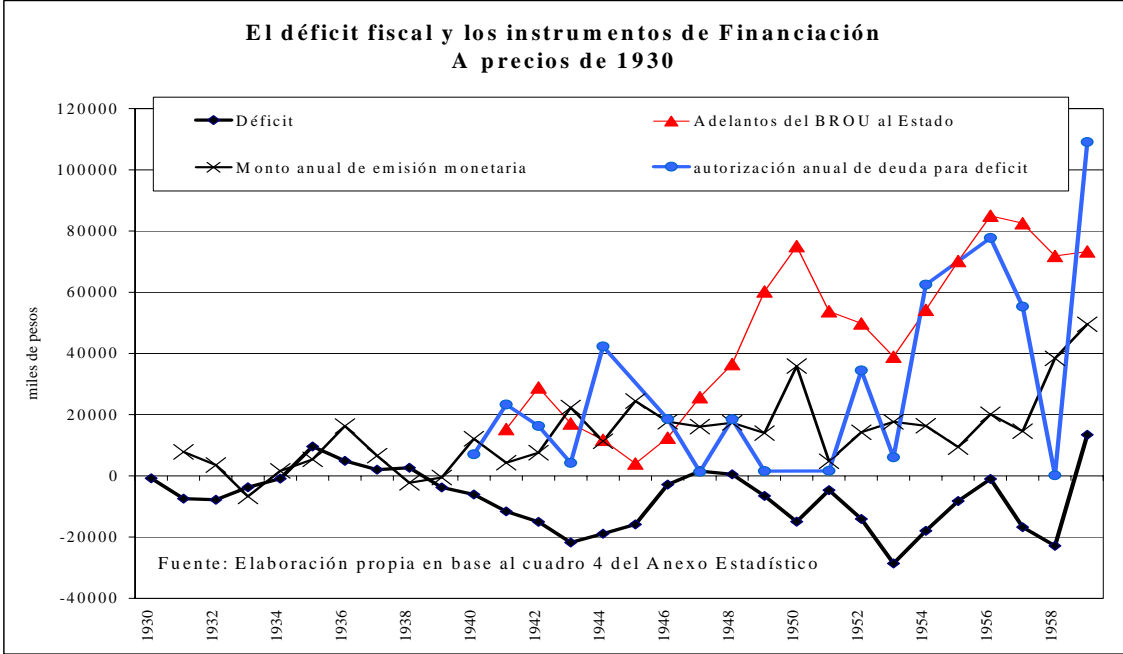
<sup>27</sup> Desde luego que la “declaración de intenciones” al momento de aprobar las leyes autorizando empréstitos no asegura su destino efectivo, pero ofrece una aproximación.

<sup>28</sup> Las variables manejadas no pueden dar cuenta acabada del modo en que se financió el déficit, en un ejercicio exhaustivo de las diferentes fuentes es esperable que, al menos en el largo plazo, su suma sea cero, el resultado fiscal más la totalidad de las fuentes (crédito neto del BROU al gobierno, colocación neta de bonos, de letras, etc). En una



El comportamiento de las series hace inferir que la respuesta inmediata para hacer frente a las obligaciones proviene de los adelantos del BROU.<sup>29</sup> Cubierto el déficit de caja, se apela –preferentemente- a la consolidación del mismo a través de la colocación de títulos de Deuda Pública, lo que contribuiría así mismo a equilibrar la cuenta corriente del gobierno. En la medida que el mercado de valores se vuelve poco elástico y se enlentece la colocación de aquellos títulos, se apela a la emisión monetaria.

**Gráfico VII**



La evidencia manejada no descarta que el recurso a la emisión monetaria como alternativa de financiamiento del déficit pudo estar presente a lo largo de todo el período. De hecho puede apreciarse en el Gráfico VII circunstancias concretas en que esto pudo haber ocurrido; sin embargo, podría interpretarse que se trata de impulsos que elevan la emisión en un año y al año siguiente se vuelve al nivel anterior. En la segunda mitad de los años cincuenta el comportamiento es diferente y esto se debería a que la emisión habría adquirido importancia relevante. No es posible evitar su vinculación con el proceso de creciente dificultad para la colocación de los títulos públicos que ya fue mencionada (obsérvese el Gráfico VI).

Después de 1954 la saturación de papeles públicos en el mercado de valores enlenteció la colocación de los mismos y no habría dejado otro camino que incrementar el número de billetes circulantes; entre 1955 y 1959 el ritmo de emisión se aceleró notablemente. Como reflejo de esto puede observarse en el Cuadro 5 la importante diferencia en el incremento del circulante en el último quinquenio, respecto a los dos anteriores. Mientras la emisión se mantiene prácticamente estable entre 1945 y 1954, crece un 48% entre 1955 y 1959. Esta ampliación del circulante debería estar asociada a las necesidades financieras del sector público.

**Cuadro 5**

Emisión monetaria por quinquenio  
Miles de pesos.

Años	Miles \$ 1930
1945 - 1949	89.569
1951 - 1954	88.942
1955 - 1959	132.011

Fuente: Elaboración propia en base al cuadro 4 del Anexo Estadístico.

primera instancia podría llamar la atención que la variable “adelantos al gobierno” sea para muchos años superior al déficit observado, sin embargo cabe aclarar que el monto del déficit surge como la diferencia de gastos e ingresos, al final del período, mientras que la variable mencionada acumula los adelantos que durante el año el BROU le hizo al gobierno sin considerar si fueron saldados o no, al cerrar al ejercicio.

<sup>29</sup> La emisión de Letras de Tesorería era el complemento de este mecanismo en el corto plazo.

## **5. Impactos sobre la economía uruguaya 1930-1959**

Como se desarrolló en los apartados anteriores, de acuerdo a los resultados fiscales y al tipo de financiamiento, el periodo global puede dividirse en tres sub periodos.

Los años treinta resultan un escenario complejo ya que muestra una sucesión de déficits hasta 1934 y superávits hasta 1938. Como se mencionó anteriormente, las dificultades financieras por las que atravesó el país durante éste periodo impusieron severas restricciones al crédito público, que se fueron levantando a medida que las respectivas conversiones restablecieron la confianza; en tales circunstancias, las soluciones al financiamiento fueron vía emisión monetaria. Dada la falta de información y la consecución de superávits hasta el año 1938, esos cinco años no permiten vislumbrar efectos significativos a considerar en este análisis.

A partir de 1939 predominan los resultados deficitarios al punto que, sólo tres ejercicios en veintiuno, arrojan resultados superávitarios. De acuerdo al mecanismo predominante de financiación, escogido por las autoridades, encontramos dos periodos claramente diferenciados. El primero, abarca desde 1939 hasta mediados los años cincuenta, donde como se analizó oportunamente, el endeudamiento aparece como la fuente básica de financiamiento de los déficit. Finalmente, de 1955 hasta 1958, último año del periodo con resultado fiscal negativo, la emisión de dinero parece ser la única forma de financiamiento del déficit a la que se pudo apelar.

Cuando el mecanismo a través del cual se enfrenta el déficit es la colocación de Deuda Pública interna, como advertimos para gran parte del periodo de estudio, la actividad del gobierno capta una mayor cantidad de recursos reales de la economía al tiempo que disminuye la actividad privada, esto es, el consumo y la inversión privada real. Aunque esta última es contrarrestada por el incremento en el gasto del gobierno, al volcarse éste en una inversión de tipo no productivo (gastos corrientes) no tendrá el mismo efecto multiplicador que la inversión hecha por el sector privado.

En el caso uruguayo las autoridades gubernamentales dejaron de ofrecer una tasa de interés positiva sobre los instrumentos de la Deuda Pública a mediados de los años cuarenta. Esto hubiera ocasionado la pérdida de su capacidad de atraer ahorros privados en forma voluntaria; pero, una importante afluencia de capitales extranjeros, en búsqueda de condiciones de riesgo menores que en sus países de origen, ofreció una alternativa para el financiamiento del déficit. Esta fórmula era la menos “peligrosa” de todas las posibles, ya que la Deuda Pública emitida era absorbida, mayoritariamente, por el mercado gracias a la corriente de capitales procedentes del exterior y al ahorro voluntario. En cuanto a las consecuencias en el mercado monetario y, a través de éste en los sectores industriales parecen no haber sido graves, pero no por ello dejaron de sentirse, pues al concurrir el Estado demandando ahorro hizo competencia a los otros potenciales clientes de dicho mercado (Garbarino Couto, 1949, 60).

Pasada la coyuntura extraordinaria generada por la Segunda Guerra Mundial e interrumpida el flujo de capitales argentinos después de 1946/47, en la medida que las autoridades oficiales mantuvieron tasas nominales de interés artificialmente bajas que dieron por resultado, tasas reales negativas, sólo pudieron obtener montos sustanciales de ahorros privados mediante el método coercitivo. Desde entonces, el sistema jubilatorio constituyó la principal fuente de toma de préstamo real del gobierno uruguayo.

Esta forma de financiamiento no provocó los efectos anteriormente mencionados a partir del aumento de la tasa de interés, pero de todas maneras desvió – obligatoriamente- ahorros del sector privado hacia el sector público. Por otra parte, tal como se verificó a mediados los años cincuenta, tenía un límite: la capacidad de absorción de activos financieros por parte de los organismos públicos. Pero además, provocaba cierto sistema perverso de transferencia de cargas fiscales de una generación a otra, dado el acelerado proceso de descapitalización sufrido por la desvalorización de las reservas, mayoritariamente invertidas en valores públicos.

Como se adelantó en la Sección 4, la financiación del déficit fiscal con Deuda Pública tiene sobre la financiación con emisión la ventaja de no alentar en el corto plazo presiones inflacionarias. De hecho no provoca alteraciones en la cantidad absoluta de medios de pago, ya que los inversores, transfieren al Estado disponibilidades que estaban a sus órdenes, por cuyo motivo se produce solamente un cambio de titular, cambio de titular que vuelve a producirse de inmediato cuando el Estado transfiere a sus acreedores las disponibilidades que le fueron confiadas.

Pero, si bien las cantidades absolutas no varían, puede variar la velocidad de circulación de la moneda, en el caso de que los ahorros con que se financió el empréstito hubieran estado ociosos y el Estado los hubiera transferido a clases activas ya sean productoras o consumidoras; y, en la medida que aumento de la velocidad de circulación es lo mismo que aumento de los medios de pago, podría el Estado por este medio, haber provocado alteraciones en los precios y por consiguiente en el valor de la moneda. En este sentido, aparece una fuerte incongruencia en la política, pues de poco servía la sanción de leyes que fijaban precios máximos si por otro lado se cubrían los déficit con Deuda Pública, creando de manera indirecta medios de pago (Garbarino Couto, 1949).

Hacia 1955, agotadas las posibilidades de financiar el déficit básicamente a través del endeudamiento voluntario y luego coercitivo, se recurre a la emisión de dinero para financiarlo.

Como se explicó en la Sección 4, frente al exceso de oferta de dinero es esperable que los sujetos privados incrementen su demanda de bienes y de activos financieros. De esta forma se desemboca en inflación dado el severo régimen de contralor vigente en el comercio exterior.

<b>Cuadro6</b>	
Variación del IPC	
Promedio anual.	
<b>Período</b>	<b>Var</b>
<b>1940-1950</b>	5.1%
<b>1951-1955</b>	11.9%
<b>1956-1960</b>	25.8%

Fuente: Elaboración propia en base a Astori, D. (2001, Cuadro N° 7)

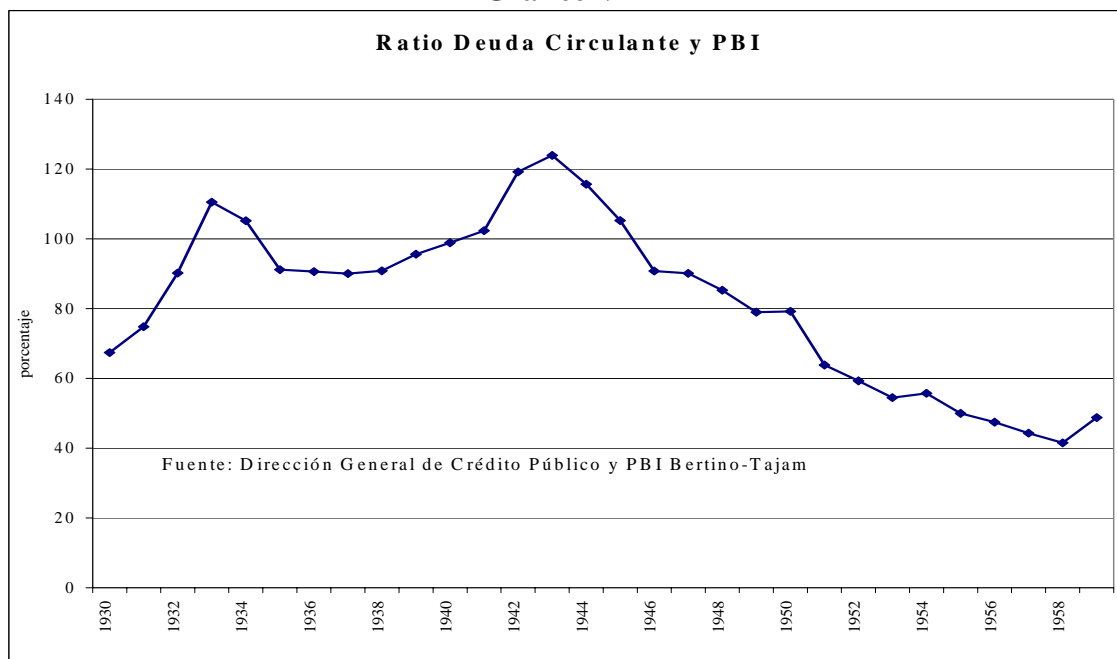
Como queda de manifiesto en el Cuadro 6, la aceleración del ritmo de emisión que puede asociarse a las necesidades financieras del sector público, habría contribuido a agudizar un problema que afectaba a la economía uruguaya desde la segunda guerra mundial: el alza de los precios.

Es necesario señalar que posiblemente la recurrencia a los empréstitos había presionado al alza esta variable al poner en circulación –vía financiación del gasto corriente- una masa de dinero que de otra forma hubiera dado lugar a circuitos de inversión. Pero, ahora se ampliaba directamente el circulante agravando la suba del nivel general de precios.

La descripción y análisis del comportamiento de los resultados fiscales del Gobierno Central y sus fuentes de financiamiento, ofrece la posibilidad de desarrollar algún ejercicio para verificar la sostenibilidad fiscal.

De acuerdo a Blanchard un vector de gastos e ingresos tributarios corrientes es sostenible si la magnitud de estos no cambia el ratio Deuda/PBI. Esta es una definición operativa de sostenibilidad, si este ratio mantiene patrones explosivos, la situación no será sostenible en el largo plazo. Un concepto más amplio implicaría analizar si este ratio está o no estabilizado a un nivel muy alto, que por sí mismo puede ser insostenible generando default de diversas índoles. De esta forma un indicador básico sobre la posibilidad de continuar con una política fiscal y sobre la capacidad de endeudamiento del gobierno es el coeficiente del stock de deuda y el PBI de la economía (o si esta relación no crece más rápido que el exceso de la tasa de interés sobre la tasa de crecimiento).

**Gráfico VIII**



La relación entre el nivel de endeudamiento y el PBI, reflejada en el Gráfico VIII, muestra un incremento del coeficiente<sup>30</sup> hacia 1943 a partir de cuando comienza a descender, manteniéndose en niveles relativamente altos hasta fines de los años cuarenta. Precisamente en estos años en que “las señales del mercado” estarían indicando que los agentes deberían prescindir de realizar préstamos al Estado, el mecanismo de endeudamiento aparece como la principal fuente de financiamiento del mismo. Esto estaría cuestionando la validez del coeficiente como indicador de riesgo en aquellos tiempos o, al menos, que su uso sólo tiene sentido en términos relativos a las condiciones de riesgo en la región.

Es posible que el carácter interno del endeudamiento, el bajo coeficiente de apertura que caracteriza a la economía uruguaya en el período estudiado y la relativa estabilidad en comparación con la agitada vida política argentina en los años cuarenta, ayuden explicar este comportamiento. Parecería que la ilusión monetaria, originada en el buen desempeño exportador en los años cuarenta y el rápido crecimiento que se inicia en 1944 y se prolonga por más de una década (PBI: 7% acumulativo anual y PBI por habitante: 5%), habrían constituido indicadores más directos en la consideración de los agentes<sup>31</sup>.

En el mismo sentido, la consideración de las tasas reales de interés adquiere dimensión sólo después que las expectativas de los agentes incorporan el fenómeno inflacionario. Parecería ser que el alza de precios que puede constatararse en la economía uruguaya desde la Segunda Guerra Mundial adquiere carácter de proceso inflacionario ante el desajuste entre los niveles de producción y los medios de pago. La aceleración en el alza de los precios, durante los años cincuenta habría actuado en el sentido de instalar la variable inflación en el conjunto de factores a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones y, en esa medida, adquiere importancia la tasa de interés real.

Una vez que el ahorro privado deja de concurrir voluntariamente al financiamiento público la sostenibilidad fiscal quedó irremediabilmente asociado a los empréstitos coercitivos y, en su defecto, a la emisión monetaria, el círculo se cerraba peligrosamente.

<sup>30</sup> Debe advertirse que la serie de PBI no comprende la totalidad de los sectores de la economía, sino sólo una muestra, por esta razón se hace referencia a las variaciones y no al nivel del ratio.

<sup>31</sup> Debe recordarse que en estos años no existen estimaciones del PBI, ni agencias que orientadores de la inversión.

## 6. Conclusiones

Durante el período analizado, si bien se constata un incremento del gasto del Gobierno Central a precios constantes, la relación estable de éste con el PBI cuestiona el concepto extendido de que el crecimiento desmesurado del Gasto Público habría actuado como factor fundamental de los problemas fiscales posteriores. Además, dicho desempeño, insinuaría la ausencia de políticas fiscales amortiguadoras del ciclo económico, fenómeno cuyo análisis está en la agenda del proyecto de investigación en curso.

Durante el período analizado los problemas de déficit fiscal del Gobierno Central aparecen en veintitrés de los treinta años considerados. Esta situación se agrava a partir de 1939, cuando comienzan a sucederse resultados fiscales altamente negativos. Finalmente, hacia 1959 las cuentas fiscales del Gobierno Central parecen ajustarse.

Los mecanismos mediante los cuales se financiaron los déficit fueron variando durante el período, no sólo en función de las opciones escogidas por las autoridades, sino también en función de las posibilidades.

Así en los años treinta, a causa de las restricciones existentes en la economía, la emisión de dinero fue la única fuente de financiamiento a la que el gobierno pudo apelar para enjugar los déficit. De todas formas, en este período sólo existen resultados fiscales negativos hasta 1934, a partir de este año se suceden los superávits, como consecuencia del ajuste de 1933 que condujo a un incremento de los ingresos del Gobierno Central.

A partir de finales de la década del treinta, el problema del déficit comienza a ser considerable no sólo por su dimensión sino también por su continuidad, sólo tres de los veintiuno ejercicios arrojan resultados positivos. Por lo tanto el análisis de las formas de financiamiento adquiere gran relevancia en este período.

De acuerdo a lo expuesto la financiación mediante empréstitos fue la predominante desde 1939 hasta mediados de los cincuenta. Mientras existió una significativa afluencia de capitales externos hacia el país los títulos del gobierno fueron colocados mediante el mecanismo voluntario y parte de forma coercitiva. Esta última modalidad, pasa a ser la principal a partir de la acción conjunta de la merma de capitales extranjeros y del bajo rendimiento de los títulos del gobierno, e incluso de sus rendimientos reales continuamente negativos, que indujeron a los capitales privados a deshacerse voluntariamente de los mismos. De esta manera los organismos públicos, pero especialmente, las Cajas de Jubilaciones se transformaron en el principal prestamista del gobierno. La capacidad de colocar los títulos del gobierno a un bajo precio, se agota con la desfinanciación de las Cajas de Jubilaciones, que entre otras razones se vincula al propio mecanismo de financiación del déficit del gobierno.

Así como el desarrollo del trabajo ha puesto de manifiesto el papel que le cupo a los organismos de Seguridad Social en el financiamiento del déficit, ha generado una serie de preguntas sobre los condicionantes de la desfinanciación del sistema previsional. Las mismas bien pueden abrir la perspectiva de una línea de investigación al respecto. Existe sin duda razón en quienes han señalado la peligrosa evolución de la relación activos-pasivos como fenómeno estructural en la crisis de la seguridad social. El patrón demográfico del país hace que la solidaridad intergeneracional no se perciba como sustentable y también es posible señalar las prácticas clientelísticas como factor que presiona al alza las obligaciones de los institutos de previsión social.

Sin embargo, también es necesario cuantificar ¿de qué manera el sistema se ve comprometido por el imperativo legal de invertir sus fondos (hasta en un 85%) en títulos de Deuda Pública con tasas de interés negativas? ¿Cómo repercute en las Cajas de Jubilaciones la imposibilidad –legal y financiera- de obtener liquidez por la vía de la comercialización de dichos papeles? Estas preguntas y otras, implícitas en el trabajo, pueden contribuir a diseñar un programa de investigación.

Agotada las posibilidades de obtener empréstitos, y resultando imposible la reducción del déficit, tanto por la rigidez del gasto a la baja como por el impracticable aumento de los ingresos, el recurso de emisión de dinero predomina desde mediados de la década del cincuenta hasta el final de la misma.

El círculo se cierra estrangulando las posibilidades de apelar al crédito público para hacer frente a las necesidades financieras del gobierno. Éste, cada vez con menos resultado, sigue captando ingresos monetarios del sistema previsional, para solventar los gastos corrientes. Por su parte, las Cajas de Jubilaciones deben ser asistidas progresivamente con subsidios de Rentas Generales. El resultado inevitable es el incremento del gasto y por ende del déficit. Los años sesenta verán desarrollarse, en toda su dimensión, esta relación perversa.

## 7. Anexo Estadístico

**Cuadro 1**  
Deuda Pública. Monto Circulante al 31 de diciembre.  
1930-1959. miles de pesos, a precios de 1930

Año	Interna	Externa	Internacional	TOTAL	Año	Interna	Externa	Internacional	TOTAL
1930	85949	148306	5181	239435	1945	365421	94651		460072
1931	90758	142833	5139	238730	1946	358673	84201		442875
1932	112550	144277	5977	262803	1947	362331	78145		440476
1933	159620	151724	5211	316555	1948	360676	69275		429951
1934	178926	151724	5211	335860	1949	376669	64445		441114
1935	162003	146988	5048	314039	1950	428407	65724		494131
1936	168934	148375	5096	322405	1951	384049	55908		439957
1937	185305	144279	4955	334539	1952	354577	47759		402336
1938	203903	148839	4970	357712	1953	363924	43388		407312
1939	238023	142585	4709	385318	1954	396041	37618		433658
1940	247961	133046	97	381104	1955	369262	33359		402621
1941	287915	131223	88	419226	1956	361249	30086		391335
1942	321998	125342		447340	1957	332380	25055		357435
1943	335677	116007		451684	1958	312083	20379		332462
1944	373104	108658		481763	1959	350861	19703		370563

Fuente: Dirección de Crédito Público

**Cuadro2**  
Tasa real de rendimiento de los bonos para Argentina y Uruguay.  
1930-1948

Año	Interés real Uruguay	Interés real Argentina	Año	Interés real Uruguay	Interés real Argentina
1930	5%	6%	1940	3%	1%
1931	24%	7%	1941	2%	6%
1932	19%	9%	1942	-1%	2%
1933	-5%	13%	1943	3%	-1%
1934	19%	8%	1944	4%	1%
1935	-1%	4%	1945	-14%	-8%
1936	-3%	8%	1946	-12%	-5%
1937	2%	1%	1947	-9%	-1%
1938	6%	5%	1948	-9%	-5%
1939	3%	-1%			

Fuente: Tasa de interés nominal promedio del stock de bonos de deuda del gobierno, FMI.  
Variación del poder adquisitivo en argentina, Ted Reutz.

**Cuadro 3**  
Deuda Pública en posesión de organismos públicos  
1930-1959. Millones de pesos.

Año	Deuda Pca en Organismos Públicos			Total Circulante	Año	Deuda Pca en Organismos Públicos			Total circulante
	Interna	Externa	Total			Interna	Externa	Total	
1930	57,32	17,14 <sup>(1)</sup>	74,46	268,87 <sup>(2)</sup>	1954			915,7	1200,3
1939	152,46 <sup>(3)</sup>	54,41 <sup>(1)</sup>	206,870	398,08	1955			956,7	1212,8
1945			278	629,1	1956			1049,2	1258,3
1950			577,5	878,1	1957			1085,6	1317,9
1951			619,6	897,7	1958			1183,7	1440,2
1952			682,6	934,4	1959			1323,8	1566,4
1953			742,1	1008,5					

Fuente: para 1930 los datos fueron extraídos de Zayas (1953) comprende montos de Deuda Nacional y Municipal, para 1939 de Charlone (Boletín de Hacienda 1939), los de 1945 de la Dirección de Crédito Público y de 1950 a 1959 de Enrique Iglesias (1961).

(1) Estos datos se estimaron en base a Dirección de Crédito Público (2) El monto total de Deuda incluye la municipal (Deuda Pública Nacional y Municipal)



**Cuadro 4**  
**Resultado Fiscal e instrumentos de financiación**  
Valores anuales. Miles de pesos, a precios de 1930.

Año	Déficit	Deuda autorizada	Adelantos del BROU	Emisión Monetaria	Año	Déficit	Deuda autorizada	Adelantos del BROU	Emisión Monetaria
1930	-786				1945	-15832		4015,4	24455,4
1931	-7431			7820,0	1946	-2838	18592,1	12490,8	17688,1
1932	-7801			3523,7	1947	1534	1329,0	25704,1	16086,1
1933	-3695			-6726,7	1948	525	18494,7	36530,2	17361,3
1934	-899			1645,0	1949	-6562	1563,0	60259,6	13978,0
1935	9611			5396,0	1950	-14968		75037,1	35867,3
1936	4930			16292,1	1951	-4647	1618,3	53739,4	4780,9
1937	2047			6600,3	1952	-14071	34448,8	49805,6	14244,1
1938	2639			-2277,0	1953	-28622	6058,4	38920,3	17672,3
1939	-3758			-529,5	1954	-17972	62498,4	54246,4	16377,5
1940	-6048	7048,0		12133,8	1955	-8248		70167,2	9371,7
1941	-11576	23314,6	15253,3	4314,1	1956	-1009	77752,6	85020,0	20110,9
1942	-14998	16327,9	28897,6	7555,3	1957	-16780	55325,3	82571,3	14582,0
1943	-21776	4267,4	17139,4	22339,6	1958	-22874	161,6	71869,8	38406,0
1944	-18907	42317,6	11764,5	11316,9	1959	13458	109058,6	73300,2	49540,1

Fuente: Déficit (CGN, 1961), Deuda Autorizada (Dirección de Crédito Público), Emisión monetaria y Adelantos del BROU al Gobierno (BROU, Memorias).

## 8. Bibliografía y Fuentes

- Aboal, D., Lorenzo, F., Moraes J.A., Oddone, G. (2001) - *La Economía Política de los Déficits Fiscales en Uruguay*. Ponencia presentada en las Jornadas del BCU.
- Astori, D. (2001) "Estancamiento, desequilibrios y ruptura. 1955-1972", en Instituto de Economía *El Uruguay del Siglo XX. Tomo I: La Economía*, Montevideo, EBO.
- Banco de la República Oriental del Uruguay (s/f) - *El Banco de la República en su Cincuentenario. Memoria Histórica 1896-1946*. Montevideo.
- Banco de la República Oriental del Uruguay (publicación anual) - *Memoria y Balance*.
- Blanchard, O. (1990) - *Suggestions for a new set of fiscal indicators*. OECD, Department of Economics and Statistics, Working Papers N° 79.
- Bregonzi, M., Gaitán J., Peaguda M. (1979) - *Efectos del déficit del Gobierno del Uruguay y su financiamiento en el período 1968-1976*. FCCEEyA, UDELAR. Montevideo.
- Buzzetti, J. (1969) - *Historia Económica y Financiera del Uruguay*. Montevideo.
- CIDE (s/f) - *Ingresos y Gastos Públicos en Uruguay (anexos estadísticos)*. Montevideo.
- CIDE (1965) - *Plan de Desarrollo Económico y Social 1965-1974. Tomo IV – Sector Público*. Montevideo.
- Contaduría General de la Nación (1961) - *Estadísticas Retrospectivas del Uruguay*. Montevideo.
- Damonte, J. y Saráchaga, D. (1971) - *Evolución Monetaria del Uruguay*. FCCEEyA, UDELAR, Montevideo.
- Dirección de Crédito Público (publicación anual) - *Deuda Pública Nacional*.
- Faroppa, L., Wonsewer, I., Iglesias, E. (1953) - *Elevación de precios y alza inflacionaria en el Uruguay*. Instituto de Economía Monetaria y Bancaria. FCCEEyA. N°1. Montevideo.
- Ferrando, J. (1969) - *Reseña del Crédito Público del Uruguay*. Montevideo, Imprenta Nacional.
- Finch, H. (1980) - *Historia Económica del Uruguay Contemporáneo*. Montevideo, EBO.
- Garbarino Couto, C. (1949) - "¿Qué criterio debe seguir nuestro país en su política económica? ¿El de estabilidad cambiaria o el de estabilidad interna?" *Revista del Centro de Estudiantes de Ciencias Económicas y de Administración*. Volumen III, N° 1, Montevideo, Diciembre de 1949.
- Iglesias, E. (1961) - *Capitalización Interna en Países Subdesarrollados. El caso uruguayo*. Instituto de Teoría y Política Económicas. N° 22. FCCEEyA, UDELAR. Montevideo.
- Millot, J. y Bertino, M. (1991) - *Historia Económica del Uruguay*. Tomo I. Montevideo, FCU.
- Millot, J. y Bertino, M. (1995) - *Historia Económica del Uruguay. Tomo II, 1860-1910*. Montevideo, FCU.
- Nahum, B. (1994) - *Deuda Externa Uruguaya, 1864-1930*. Montevideo, EBO.
- Nahum, B. (1995) - *Evolución de la Deuda Externa del Uruguay, 1875-1939*. Montevideo, EBO.
- Registro Nacional de Leyes y Decretos.
- Reutz, T. (99) - "Ilusiones Fiscales, dimensión y método de financiamiento del déficit fiscal argentino, 1928-1972"; en *Ciclos*, Año I, Vol. I, N° 1, 2° Semestre de 1991. Buenos Aires.
- Rial, L. (1984) - "La evolución de las finanzas públicas en el Uruguay (1905-1981)" en: Academia Nacional de Economía, *Contribución a la Historia Económica del Uruguay*. Montevideo.



Sanguinetti, C. (2003) - *Evolución del Gasto del Gobierno Central*. Programa de Becas del Instituto de Economía-FCCEEyA-UDELAR. Informe de Avance, Marzo 2003 (mimeo).

SUCASA. Sociedad Uruguaya de Crédito y Ahorro S.A. (1949) - *Nuestro país*. Por Juan M. Aguirre González. Montevideo,.

Vieitez Novo, H. (1963) - “Sistema de Previsión Social del Uruguay”, en *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración*, N° 22 – Montevideo, Junio de 1963.

Zayas, E.V. (1953) - “Las instituciones financieras del Uruguay y la movilización de los ahorros”, en *El Trimestre Económico*, Vol. XX, Abril-Junio de 1953, Núm. 2. FCE, México.