

## MÁS DE UN SIGLO DE DEUDA PÚBLICA URUGUAYA: UNA HISTORIA DE IDA Y VUELTA\*

*Magdalena Bertino y Reto Bertoni*

### I. INTRODUCCIÓN

A fin de evitar confusiones es necesario remarcar el alcance del título y del contenido de este artículo: el objeto de estudio es la deuda pública uruguaya, aquella contraída por el Estado, a la que dividimos en deuda pública externa y deuda pública interna. Por lo tanto, cuando nos referimos a deuda pública externa, obviamente, no estamos hablando de la deuda externa bruta uruguaya, sino de su componente principal: la deuda externa pública o estatal.

La aclaración es especialmente significativa cuando se alude a la deuda externa, porque los análisis macroeconómicos se refieren a deuda externa bruta, o sea la contraída por los sectores público y privado de la economía. Además, los “arreglos” de la deuda externa –pública y privada– en forma incipiente desde los años treinta y especialmente desde los ochenta, fueron negociados entre el Estado y los acreedores externos.

Históricamente, la deuda externa uruguaya fue contraída por el Estado, lo que se explica por la reducida dimensión económica del país y por el importante papel desempeñado por el sector público en el crecimiento de la economía nacional. El endeudamiento del sector privado, al menos hasta el último cuarto del siglo XX, no tuvo una significación relevante dentro del endeudamiento externo total, y provino principalmente de deudas vinculadas al comercio internacional como lo eran los créditos de los proveedores a las empresas importadoras. A partir de la liberalización del sistema financiero en marzo de 1976 (que deja sin efecto el curso forzoso de la moneda uruguaya, declarándose válidos todos los contratos celebrados en el país en cualquier moneda), se opera un cambio

---

\* Agradecemos la colaboración de Paola Azar y Henry Willebald, investigadores del Área de Historia Económica del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República

muy importante en las obligaciones contraídas por el sector privado con el exterior, pasando al predominio absoluto de las financieras, que se originaron en su mayor parte en el acelerado incremento de los depósitos de no residentes en bancos de la plaza uruguaya.

Las aclaraciones precedentes son inevitables para establecer un lenguaje común.

El análisis de las Finanzas Públicas en una perspectiva de largo plazo encuentra de particular interés indagar en las fuentes de financiamiento del Estado. Dado el proceso de expansión de las actividades desplegadas por el sector público en la esfera económica y social, iniciado ya en el último cuarto del siglo XIX, constituye un capítulo fundamental analizar los mecanismos a través de los cuales se hizo frente a las obligaciones derivadas de dicho fenómeno.

Sin duda que la articulación de un sistema tributario y de instituciones capaces de efectivizar la recaudación formó parte del importante desafío que debieron enfrentar los países latinoamericanos en su proceso de modernización. No obstante, las urgencias financieras de los estados, la inestabilidad endémica de los gobiernos frente a las guerras civiles e internacionales y la parsimonia con que avanzó la conciencia tributaria en estas sociedades, impusieron la necesidad de apelar al endeudamiento como vía de financiamiento del gasto público en expansión.

En la medida que se intentó colocar títulos de deuda pública en el medio local o en el mercado internacional de capitales, resultó de fundamental importancia el grado de confianza que despertara la administración o lo que es lo mismo, cuál era la situación del crédito público. La confiabilidad evolucionaría en función del grado de cumplimiento de los compromisos pactados, de la evolución general de la economía y particularmente, del desempeño financiero de los gobiernos. El estado del crédito público determinaba la posibilidad de atraer el ahorro privado (nacional o extranjero) y las condiciones en que se concretaba el empréstito (plazo, interés, garantías, etc.).<sup>1</sup>

En Uruguay, la deuda pública fue un mecanismo clave para la sobrevivencia del endeble aparato estatal surgido de las negociaciones entre argentinos, brasileños y británicos en 1828.<sup>2</sup> Durante la construcción progresiva del Estado moderno se pasó de la entrega de la administración de la aduana a los acreedores (lo que recuerda la venta de derechos a la recaudación de impuestos practicada durante el Antiguo Régimen), al endeudamiento garantizado por las rentas estatales, en especial los derechos de aduana. Hasta la década del ochenta del siglo XIX el capital local (fundamentalmente el comercio de Montevideo) fue el principal

prestamista del Estado<sup>3</sup>, aunque en los años sesenta ya se había concertado el primer préstamo en la plaza de Londres.

A pesar de las fuertes crisis operadas, la modernización de la administración pública dio lugar a una paulatina consolidación del crédito público y aseguró a los gobiernos, al comenzar el siglo XX, disponer de una importante fuente de financiamiento. Hasta los años previos a la Primera Guerra Mundial, en el marco de una fuerte expansión del mercado internacional de capitales, Uruguay pudo colocar empréstitos en el exterior que contribuyeron a mejorar el perfil de la deuda pública (conversión de deuda interna en externa en mejores condiciones de plazo e interés) y financiar un interesante plan de obras. Este recurso constituyó un pilar del denominado “modelo batllista”.

La desarticulación de la economía internacional que sobrevino en 1914, condicionó en gran medida las fuentes de financiamiento. Aunque el crédito internacional retornó en los años veinte y permitió interesantes colocaciones de títulos en el exterior entre 1926 y 1930, los papeles públicos fueron emitidos cada vez en mayor magnitud en el mercado doméstico. Este destino fue el único después de 1930. Ello convirtió a la deuda interna en la clave para satisfacer las necesidades financieras del sector público.

Aunque desde los años cuarenta el país accedió a préstamos directos provenientes del EXIMBANK (Banco de Exportaciones e Importaciones de los Estados Unidos) y en los cincuenta el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo participaron en la financiación de importantes obras de infraestructura, fue en los años sesenta que la estructura de la deuda pública uruguaya sufrió cambios trascendentes.<sup>4</sup> Este fenómeno se asoció, además, a la imposibilidad de captar ahorro interno en el marco del proceso inflacionario en curso, a través de un instrumento como los títulos de deuda interna, nominados en pesos y con una tasa de interés real negativa.<sup>5</sup> Para superar esta restricción fue necesario apelar a la emisión de “bonos del tesoro” en dólares.

A pesar de ello, la principal fuente de financiamiento volvió –como a fines del siglo XIX– a encontrarse en el exterior: a la tradicional emisión de títulos de deuda en el mercado internacional de capitales se sumaron el endeudamiento con los organismos internacionales de crédito y también – en los años setenta– los préstamos obtenidos de la banca transnacional. A través de estos instrumentos se expandió, de manera notable, la deuda externa. Fue entonces cuando, estimulados por la “plata dulce” originada en los petrodólares y ejerciendo dictatorialmente el poder, los militares uruguayos y sus técnicos asesores apostaron al juego de la globalización financiera.

Una instancia crucial de este proceso tuvo lugar en noviembre de 1982, cuando quebró la “tablita”.<sup>6</sup> El salvataje del sistema financiero, a través del mecanismo de la compra de las carteras de varios bancos privados por parte del Estado, llevó a un incremento sin precedentes de la deuda pública externa.

La “crisis de la deuda” en los ochenta, que afectó a varios países deudores de la periferia del sistema, también impactó a Uruguay y su superación estuvo asociada a las sucesivas renegociaciones que –bajo la tutela del Fondo Monetario Internacional– culminaron con el ingreso del país al Plan Brady (1991). Ello abrió la posibilidad de retornar al mercado internacional de capitales.

Los noventa, años culminantes de la globalización financiera, ofrecieron un incentivo a la tendencia secular de los gobiernos uruguayos de apelar al ahorro externo para cubrir sus necesidades financieras. Ello se efectivizó vía colocación de títulos de deuda pública en diversos mercados con participación de inversores institucionales. No obstante, desde la reforma de la seguridad social en 1995, se contó en el mercado local con un nuevo agente que por imposición legal debió adquirir títulos de deuda pública interna nominados ahora en dólares: las AFAP (Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional). La acción sinérgica de estos elementos hizo evolucionar fuertemente al alza el endeudamiento público.

Al finalizar el siglo XX el estado uruguayo vivía las vísperas de una nueva crisis, cuya superación sólo sería posible con un nuevo empuje del endeudamiento público, particularmente con los organismos multilaterales de crédito.

En la historia de la deuda pública uruguaya se identifican cuatro ocasiones<sup>7</sup> en las que se llegó a la cesación de pagos, y en las cuatro el extremo tuvo lugar en medio de crisis internacionales: el origen de la “gran depresión” del siglo XIX se asocia a la moratoria decretada en 1875, la suspensión del servicio en 1891 es una de las manifestaciones del la gran “crisis mundial del 90”, la decisión de suspender la amortización adoptada en noviembre de 1914 se da en el marco del estallido de la Primera Guerra Mundial y la decisión de incumplimiento decretada en enero de 1932 es una de las medidas adoptadas para hacer frente a los efectos de la “Crisis del 29” y los inicios de la “Gran Depresión”, en el país. Las profundas crisis de 1982 y 2002 no desembocaron estrictamente en incumplimientos en el servicio de la deuda pública, aunque su impacto haya sido muy importante en el nivel de endeudamiento y se afrontaron instancias de reestructura de pasivos, negociaciones de nuevas condiciones y canje de deuda.

## II. UNA MIRADA DE LARGO PLAZO: NIVEL Y ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA

Algunas estimaciones, empalmes y compatibilización de las series ofrecidas por las estadísticas oficiales, permiten una aproximación al comportamiento de la deuda pública uruguaya en el largo plazo. Como puede apreciarse en el Cuadro 1, en los albores del Uruguay moderno – 1880– la deuda rondaba los 50 millones de dólares estadounidenses, al iniciarse el siglo XX ascendía a aproximadamente 110 millones y al comienzo del siglo XXI (2002) superaba los 11.000 millones. En el transcurso de los últimos cien años, el monto del endeudamiento público se multiplicó por cinco, en términos reales.

Al eliminar el factor precios, se puede constatar que los períodos de máximo crecimiento de la deuda pública uruguaya se ubican en las tres o cuatro décadas previas a la Primera Guerra Mundial y en las tres décadas finales del siglo XX (con tasas de crecimiento cercanas al 6% acumulativo anual). Ambos períodos han sido definidos como momentos decisivos en el proceso de globalización de la economía occidental. En ese marco, Uruguay protagonizó fenómenos de “crecimiento con deuda” caracterizados por una alta volatilidad y marcados por profundas crisis (1890 y 1913 en el primer caso; 1982 y 2002 en el segundo).

**Cuadro 1 - Uruguay. Deuda pública. 1870-2002** (millones de dólares estadounidenses)

	Dólares Corrientes	Dólares de 1913*
1870	16,5	11,9
1880	46,6	42,6
1890	77,7	80,9
1900	110,4	122,2
1910	115,1	115,1
1920	153,9	76,2
1930	204,1	121,0
1940	297,6	210,5
1950	611,9	251,4
1961	421,3	139,5
1970	409,2	104,4
1980	1395,5	167,7
1990	5227,0	395,9
2000	9132,3	525,0
2001	10072,1	563,0
2002	11386,0	626,6

\* Se utilizó como deflactor el IPC de USA (1913=100).

Fuentes: Anuarios estadísticos de la DGE; BCU; INE, IPC de USA: U.S. Department Of Labor Bureau of Labor Statistics Consumer Price Index All Urban Consumers.

Aunque el monto de la deuda pública constituye una materia prima fundamental para el análisis, dicho nivel sólo adquiere total sentido al compararlo con el tamaño de la economía en cuestión. Una forma de

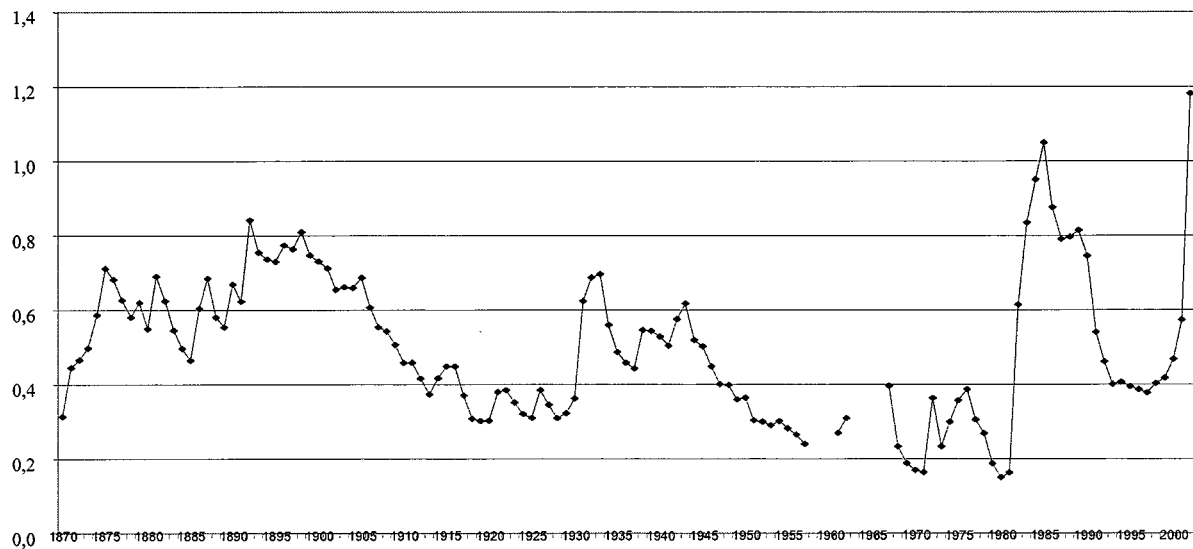
estimar esto es a través de la relación (ratio) entre el stock de la deuda y la riqueza creada en el país cada año (PBI). Las variaciones en el ratio deuda pública - PBI constituyen un indicador de la capacidad de endeudamiento, al evidenciar lo que significa el peso de la deuda pública para el esfuerzo productivo nacional. En el Gráfico 1, se presenta dicha relación entre 1870 y 2000.

En el marco del primer fuerte proceso de endeudamiento, la magnitud del peso de la deuda a fines del siglo XIX llegó a equivaler al 80% del PBI. En las tres primeras décadas del siglo XX, la relación disminuyó para ubicarse –en los años veinte– por debajo del 40%. Debe recordarse que la desarticulación económica internacional que se operó a partir de la Primera Guerra Mundial dificultó notablemente el acceso al ahorro externo. Los problemas cambiarios que sobrevinieron con la “Gran Depresión” de los años treinta y el virtual estancamiento productivo hasta el final de la Segunda Guerra Mundial, explican que la deuda pública trepara al 55% del producto en los quince años siguientes. Es de destacar el impresionante impacto que debe haber tenido sobre la economía uruguaya ese fenómeno que se refleja en un salto del ratio de 0.36 a 0.70, entre 1930 y 1933.<sup>8</sup>

El predominio de la emisión de deuda en moneda nacional hasta 1958 y las altas tasas de crecimiento del PBI durante la década siguiente a la Segunda Guerra Mundial, cuando llega a su apogeo el modelo de desarrollo “hacia adentro” o por sustitución de importaciones (ISI), llevaron a una caída de la relación hasta niveles inferiores al 25%, en aquel año.

El proceso inflacionario, que acompañó al estancamiento económico cuando se agotó el modelo ISI, se gestó a fines de los años cincuenta e hizo eclosión en los sesenta; los desequilibrios macroeconómicos condujeron a engorrosas negociaciones con los organismos multilaterales para obtener financiación. Como resultado de la acción conjunta de estos fenómenos y del pasaje del estancamiento a un efímero período de crecimiento de la economía uruguaya entre 1968 y 1971, se aprecia en la serie una gran volatilidad, aunque con niveles bajos de la relación deuda-PBI.

El drama que significó la “crisis de la deuda” para Uruguay queda de manifiesto en los niveles alcanzados por la relación deuda-PBI en los años ochenta. Y, una prueba de lo poco que aprendemos de la historia, se evidencia en lo ocurrido en 2002. En 1985 y en 2002 la deuda pública circulante superó a la riqueza producida en el año.



**Gráfico 1- Ratio Deuda Pública-PBI 1870-2002 (pesos corrientes)**

*Fuentes:* Anuarios estadísticos de la DGE; BCU; INE; Bértola (1998); Bertino & Tajam (1999).

Otra forma de aproximarnos a las características del endeudamiento público y su impacto en la economía, es analizar la estructura del mismo. Una mirada de largo plazo, permite afirmar que, en este sentido, la evolución de la deuda pública uruguaya es una historia de ida y vuelta. En el Cuadro 2 se presenta una estimación del porcentaje de la deuda en manos de tenedores residentes y no residentes.<sup>9</sup>

**Cuadro 2 - Deuda pública uruguaya según residencia de los acreedores**  
(porcentajes en pesos corrientes)

Año	No residentes	Residentes
1900	63	37
1950	21	79
2000	67	33

Fuentes: Bertino & Bertoni (2003); Dirección de Crédito Público; BCU.

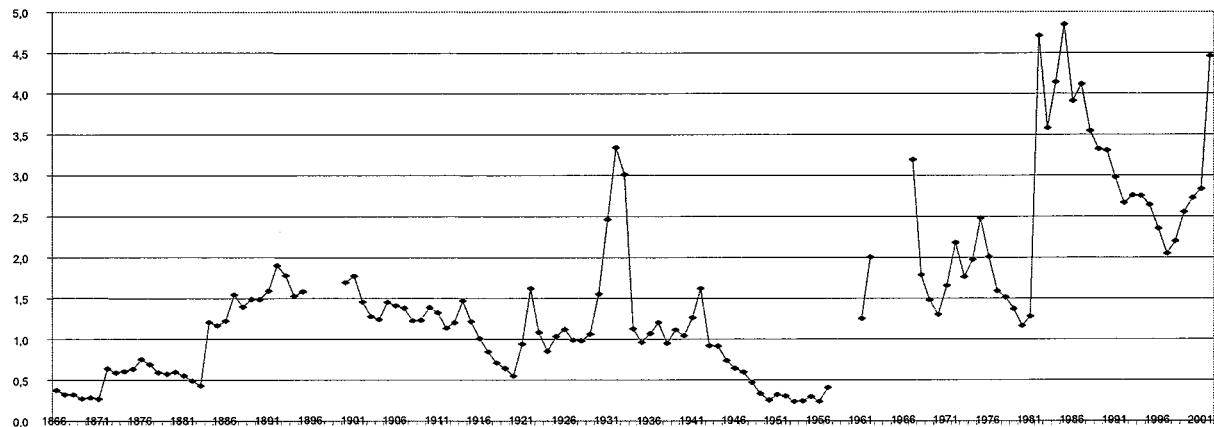
Como surge de las cifras, al comenzar el siglo XX el estado uruguayo dependía predominantemente del ahorro externo para satisfacer sus necesidades financieras y lo mismo ocurre al iniciarse el siglo XXI. Entre ambos extremos, y en el marco del período de cerramiento que caracterizó a la economía mundial (1930-1950), el ahorro interno constituyó la fuente de financiamiento excluyente. Este análisis parecería aportar evidencia con relación a los efectos de los impulsos globalizadores de la economía mundial en la estructura del endeudamiento público.

Es de destacar que a fines de los años treinta ya la deuda con residentes superaba a la que el estado uruguayo mantenía con no residentes y que, hacia 1958 constituía más del 80% del total. El camino inverso se transitó en la década del sesenta, ya que al final de la misma, la deuda con residentes llega a ubicarse en torno al 20%.

Una vez constatado que a comienzos y a fin del siglo XX, el nivel del endeudamiento público estuvo determinado en gran medida por la deuda con no residentes, es interesante aproximarnos a una medida relativa de la dependencia financiera con el exterior a los efectos de comparar situaciones. El indicador que hemos elegido es la relación (ratio) entre el monto de la deuda pública externa y el valor de las exportaciones al final de cada año. La lectura de esta relación nos indica cuántos años de exportaciones se precisarían para saldar la deuda con el exterior (Gráfico 2).

Obsérvese, en primer lugar, los años de máxima –1892, 1932, 1982/85 y 2002–. Se trata de escenarios de crisis profunda de la economía uruguaya. La crisis de 1890 derivó en un nivel de endeudamiento con no residentes que casi alcanzó a los dos años de exportaciones. La crisis del 29 llevó, devaluación del peso y desplome de las exportaciones mediante, a que las obligaciones con el exterior pasaran –entre 1929 y 1932– de uno a





**Gráfico 2 - Ratio Deuda Pública con no-residentes-Exportaciones (pesos corrientes)**

*Fuentes:* Anuarios estadísticos de la DGE; BCU; INE; Finch (1980); Bértola (1992); BCU.

tres años de exportaciones. Cuando sobrevino la “crisis de la deuda” de los ochenta el salto fue de 1,2 a casi 5 años. Y, la reciente crisis de 2002, llevó a que la deuda con no residentes sea equivalente a cuatro años y medio de exportaciones

Resulta por demás evidente la recurrencia con que la “salida” de las crisis ha afectado el equilibrio externo de la economía uruguaya, a través del peso del endeudamiento público y brinda renovada evidencia sobre la restricción externa que, históricamente, ha enfrentado la economía uruguaya.

### III. DINÁMICA DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO: UNA HISTORIA DE IDA Y VUELTA

Como decíamos al comienzo de este artículo, la deuda pública tuvo un enorme peso sobre las finanzas públicas del Uruguay, desde su fundación como país independiente. El endeudamiento motivado en la destrucción producida por las guerras civiles y regionales, los déficits fiscales y la debilidad del sistema tributario, se multiplicó por el accionar fuertemente especulativo de los prestamistas del Estado, fundamentalmente el alto comercio montevideano. Junto a las guerras civiles endémicas, el servicio de la deuda fue la principal causa del déficit fiscal y, para enjugarlo, se emitían nuevos compromisos. En 1864 y en 1871 se concertaron préstamos en la plaza financiera de Londres, pero fue a partir de 1883 que la deuda externa pasó a ser la principal forma de endeudamiento público

#### **... y en el comienzo fue la deuda externa: modernización, globalización y endeudamiento externo (1883-1913)**

En 1883, en un escenario de abundancia de capitales en el centro financiero internacional, se concertó en Londres el Empréstito Unificado 5%, por 11:127.000 libras (\$52.296.900, a la par legal de \$4,70 por libra, equivalentes a USD 53.364.184, a la par legal de \$0,98 por dólar), una megaoperación que convertía el 95% del total de deuda pública circulante, interna y externa.<sup>10</sup> Las condiciones en que se concertó el empréstito han sido severamente criticadas, desde la especulación que tuvo lugar con títulos que algunos grupos de financistas sabían que iban a entrar en la conversión, y que adquirieron por una mínima parte del valor en que fueron convertidos, hasta las condiciones de rescate a “la par” establecidos para los títulos de la nueva deuda.

Cinco años después se concertaba, en la misma plaza financiera pero ahora con la firma Baring, otro empréstito, por más de 4 millones de libras, que convertía las deudas internas contraídas desde 1883. En 1890 se

emitieron otros 2 millones, también con la firma Baring, para cancelar el déficit estatal.

En 1891, en medio de una gran crisis financiera y bancaria, que causó la quiebra del Banco Nacional (de Emilio Reus) donde estaban depositados los fondos del Estado, éste suspendió el servicio de la deuda pública externa e interna. Además de rebajar los sueldos públicos y aumentar los aranceles aduaneros, el gobierno envió de inmediato una misión a Londres a negociar la deuda con el objetivo de llegar a un acuerdo para restablecer el servicio, lo que permitiría volver a acceder al crédito. El resultado fue la llamada Deuda Consolidada de 1891 que unificaba en una sola las tres deudas externas existentes (concertadas en 1883, 1888 y 1890), rebajaba el interés del 6% al 3,5% anual, disminuyendo también la garantía pagada a las empresas ferrocarrileras (también británicas) del 7% al 3,5%. El monto de la deuda superaba a los 20 millones de libras y se amortizaría al 1% anual no acumulativo, extinguiéndose en 100 años. Se afectaba a su pago el 45% de las rentas de la Aduana, que ésta entregaría diariamente al agente de los acreedores ingleses, el Banco de Londres y del Río de la Plata en Montevideo. Los ingresos de aduana significaban las 2/3 partes de los recursos del estado uruguayo, lo que da idea de la restricción presupuestaria que imponía el arreglo a las finanzas públicas. Bajo estas condiciones se restableció el servicio en 1892, y Uruguay pudo volver a participar de la expansión global del capitalismo decimonónico.

Al iniciarse el nuevo siglo, del total de la deuda pública circulante, que se ubicaba en torno a los 125 millones de pesos, 80% había sido emitida en el exterior. Este predominio de la deuda externa se intensificó en los primeros años del siglo debido a la abundancia de capitales en el mercado internacional, con el consiguiente nivel descendente de las tasas de interés. A las condiciones internacionales favorables se agregó, en lo interno, la pacificación del país. El ciclo de las guerras civiles se cerró en 1904 con la victoria gubernamental sobre la insurrección comandada por Aparicio Saravia, iniciándose un proceso que conduciría a que la lucha por el poder entre los dos grandes partidos, el Partido Colorado y el Partido Blanco o Nacional, se realizara a través de la contienda electoral. La escrupulosidad con que se manejaron las finanzas públicas por parte de los gobiernos de José Batlle y Ordóñez (1903-1907 y 1911-1915) y de Claudio Williman (1907-1911), fue elogiada por las clases conservadoras locales y tomadas en cuenta por los ministros de las potencias europeas radicados en Montevideo y por los banqueros ingleses, franceses y alemanes, a quienes llegaban sus informes ( Nahum 1994:52).

En estas condiciones el gobierno de Batlle y Ordoñez logró realizar una importante conversión de deuda interna en deuda externa. Para el

gobierno la conversión tenía la ventaja de empujar al capital nacional hacia las inversiones en las actividades productivas, frenando al mismo tiempo las expectativas de especulación de los tradicionales tenedores de títulos públicos.

En los años siguientes, a pesar de los resultados superavitarios de los ejercicios fiscales, las necesidades financieras del Estado fueron en aumento. En 1909 se suscribió el "Empréstito de Obras Públicas 5%", la emisión por primera vez no se realizaba en Londres sino en París. Es importante remarcar que se trató de la primera operación de este tipo fuera de Londres y sin afectación de garantía. El empréstito estuvo destinado a obras de vialidad, saneamiento y edificios estatales.

El predominio de la emisión de títulos de deuda en el extranjero es muy claro al comparar la evolución de la deuda externa e interna en el período. Entre 1905 y 1913 se colocaron tres emisiones de deuda externa por un monto de 38,5 millones de pesos, mientras que las seis deudas internas emitidas en el mismo período sólo ascendieron a 11,5 millones, esto es el 23% de los bonos de deuda pública colocados en el período.

### **El ahorro interno: una alternativa ante la crisis financiera internacional (1914-1930)**

La situación internacional fue tornándose progresivamente compleja en el comienzo de la segunda década del siglo XX. La agudización de las tensiones auguraba el desencadenamiento de un conflicto bélico de grandes dimensiones y esto afectó de manera importante al mercado internacional de capitales. El acceso a empréstitos se hizo especialmente difícil para los países no europeos.

En estas circunstancias el Estado uruguayo, embarcado en un plan de reformas de gran envergadura a partir de 1911 (segunda presidencia de José Batlle y Ordóñez), tuvo que recurrir al "expediente provisorio" de la emisión de Letras de Tesorería, que se descontaban en Londres o París o en la plaza local, con un plazo no superior a un año y rescate a la par. Producto de esta modalidad de financiamiento la deuda flotante, de corto plazo, trepó a casi 6 millones de pesos. (Nahum 1994:62).

En 1913, el único crédito que se logró concertar en el extranjero, fue el "Empréstito Títulos 5% oro de 1914", conocido también como "Ethelburga" por el nombre del principal agente emisor. El monto autorizado era de dos millones de libras, las plazas emisoras Londres y Amberes y los cupones podían cobrarse en ambas plazas y también en Montevideo. La debilidad del mercado de capitales debido a la tensa situación internacional explica el fracaso parcial del empréstito —del cual sólo se pudo colocar el 50% de la emisión autorizada— y las condiciones

gravosas en que hubo de emitirse Como era habitual en los empréstitos concertados en Londres hubo que aceptar la afectación como garantía de los derechos de Aduana, comprometiéndose para ello, el excedente de los ingresos aduaneros sobre compromisos anteriores (empréstitos de 1891, 1896 y 1905).

Los años de la Primera Guerra Mundial y de la inmediata posguerra constituyen un período de grandes cambios en la historia de la deuda pública uruguaya. El Estado se vio compelido a decretar la suspensión de la amortización de la deuda pública y buscar fuentes de financiamiento alternativas ante el descalabro del mercado de capitales en Europa. Un primer ensayo para apelar a los capitales norteamericanos se llevó a cabo en 1915, pero la City neoyorquina –dada la situación bélica– sólo de manera paulatina se fue convirtiendo en una opción real. Ante las dificultades en el exterior, el mercado local de capitales se constituyó en la salida obligada. En este terreno, el Estado uruguayo consiguió consolidar el crédito público y captar ahorro doméstico para la financiación del gasto, en una coyuntura de fuertes déficits fiscales.

### **La moratoria**

El estallido de la Primera Guerra Mundial provocó la desintegración del orden económico internacional. El quiebre del "patrón oro" obligó al gobierno uruguayo a resolver el fin de la convertibilidad el 8 de agosto de 1914. Desde entonces varias prórrogas la mantuvieron hasta que, en 1923, se declaró que la inconvertibilidad del peso uruguayo se mantendría mientras no mediara decisión legislativa en contrario.

El fin de la convertibilidad y la desarticulación del conjunto de arreglos institucionales que subyacían al régimen del "patrón oro" puso sobre el tapete el problema de las obligaciones con el exterior. Por ello, después de las consultas necesarias y la aquiescencia del "Consejo de Tenedores de Londres" el gobierno decretó el 25 de noviembre de 1914 la suspensión de la amortización de las deudas públicas, internas y externas. La medida se justificaba en la dificultad de enviar fondos a Europa durante la guerra; en el escaso interés por la amortización de los prestamistas, en esos años de deprimida situación financiera; y en las dificultades del Estado uruguayo a partir de la reducción de los ingresos fiscales por el acusado descenso de las importaciones durante la guerra. La suspensión de la amortización de las cinco deudas externas (Consolidada de 1891, fundación del Banco República de 1896, Conversión de 1905, Obras Públicas de 1909 y Ethelburga de 1914) significó un ahorro de más de dos millones de pesos anuales (Nahum 1994:26).

La moratoria se extendió hasta julio de 1921, cuando se reanudó la amortización de las deudas. Recién en 1925 quedó consumado el "arreglo" para el pago de los servicios suspendidos entre 1915 y 1920 (Misión Hughes). Respecto a la deuda interna, la suspensión del pago de la amortización se extendió hasta de 1925.

### **La restricción del crédito internacional y el recurso al capital local**

En 1915, tiene lugar la suscripción de dos empréstitos en Nueva York, lo que permite ubicar el inicio de la transición de la hegemonía financiera británica a la estadounidense. De allí en más, lo excepcional será recurrir a Londres y lo habitual dirigirse a Nueva York (Nahum 1994:73).

Las necesidades financieras del sector público aumentaban, al tiempo que lo hacían las dificultades para acceder al crédito. El fracaso de la segunda parte del empréstito Ethelburga y de otros préstamos proyectados, daba la pauta de las complicaciones a las que había que hacer frente. Algunos atribuyeron al reformismo social del gobierno y a su enfrentamiento con el empresariado inglés la causa de esos fracasos. Lo cierto es que las urgencias financieras, ante el cierre de los mercados financieros europeos durante la guerra, obligaron a buscar crédito en el nuevo centro financiero que comenzaba a vislumbrarse, así como a recurrir más intensamente a la plaza local. Entre 1914 y 1919 se realizaron ocho emisiones de deuda interna por un monto de 46 millones de pesos, las cuales se colocaron en un 97%. La fluidez con que operó el mercado de valores local en los años de la "Gran Guerra", encuentra su explicación en los excedentarios resultados de la balanza comercial y la acumulación de ingentes sumas por parte de los sectores vinculados a la exportación. Esto significó una inflexión en la orientación de la deuda pública uruguaya ya que el ahorro doméstico contribuyó a paliar las tres cuartas partes de las necesidades financieras del Estado durante el período.

### **La crisis de posguerra y la reanudación del servicio de amortización**

Los sucesivos déficits fiscales generados durante la guerra y su incremento en los años siguientes agudizaron las necesidades financieras del Estado. Este fenómeno fue acompañado por la desvalorización del peso uruguayo con relación al dólar y a la libra. En este empeoramiento de la situación cumplió un papel importante la reanudación en 1921 del servicio de la deuda externa. La exportación de oro para pago de dicho servicio, contribuyó a debilitar más la balanza de pagos y a acentuar la desvalorización de la moneda. Todo empujaba a la necesidad de conseguir un empréstito para evitar la salida de oro, o sea, conducía a la situación en extremo desfavorable que desembocó en el empréstito con el City Bank de

1921. Su objetivo fue en sus dos terceras partes cubrir déficit presupuestales y el resto con destino a obras públicas.

A pesar de la crisis del sector exportador en la inmediata postguerra, a partir de 1922 el capital local volvió a convertirse en la más importante fuente de crédito para el Estado. Cinco deudas internas por un monto de 30,5 millones de pesos (el triple de lo obtenido en Nueva York), se concertaron entre 1922 y 1923, en condiciones más favorables que las del préstamo del City Bank. Esto significa que el capital local siguió adquiriendo bonos de deuda pública a pesar de que fue postergado respecto a los acreedores externos al momento de reanudarse la amortización de la deuda.

### **El "arreglo" de la deuda externa**

Las dificultades ocasionadas por las diferencias de cambio en el servicio de la deuda, resultado de la desvalorización del peso, los perjuicios que producía el depósito de ingentes sumas en el Banco de Londres proveniente de las rentas de aduana para el servicio de la Deuda Consolidada de 1891 (como también las de 1896, 1905, 1914 y 1919) y la necesidad de acordar los términos para comenzar a saldar las amortizaciones impagas entre 1915 y 1920, dieron lugar -luego de muchos intentos fracasados- a la "Misión Hughes", que condujo al arreglo de la deuda externa.

La devaluación de la moneda uruguaya hacía que se requirieran cada vez más pesos para adquirir las libras necesarias para el pago de los intereses y de la amortización de las deudas. Estas pérdidas por diferencia de cambio, entre el valor nominal del peso y su valor efectivo en el mercado de cambios, se incrementaban porque los cupones de deuda radicados en el país emigraban a Londres para ser cobrados en moneda más fuerte, como autorizaban los contratos originales. Las ganancias de la especulación con las diferencias de cambios eran muy grandes.<sup>11</sup> El acuerdo estableció plazos largos para pagar la amortización adeudada y puso un límite al monto que debía apartarse de la recaudación de aduana para el pago del servicio de deuda, estableciéndose además que las liquidaciones se harían en forma trimestral.

### **Una nueva oleada de endeudamiento externo (1926-1930)**

En estos años la emisión de deuda externa se convierte en la principal fuente de financiamiento y si bien el capital local adquiere más de 25 millones de pesos en papeles públicos, éstos representan sólo un 36% de la deuda pública emitida. Esta situación se explica por las condiciones favorables que ofrecía el mercado internacional de capitales.<sup>12</sup> Más del 40% del total de la deuda externa que contrajo el país en los primeros treinta

años del siglo XX se concretó en el quinquenio siguiente al arreglo de 1925. La plaza financiera donde se colocaron los títulos fue nuevamente Nueva York y las operaciones que se consumaron se conocen como Primer y Segundo Empréstito Hallgarten (por la casa financiera que operó como agente). Su principal destino fue vialidad e hidrografía; a lo que se suma un importante crédito obtenido por la municipalidad de Montevideo y destinado también a vialidad. El mejoramiento de las condiciones de estos empréstitos, especialmente el primero, en cuanto a interés, plazo de amortización y tipo de colocación muestran la acumulación de capitales en la plaza financiera internacional.

En vísperas de la crisis económica mundial, que diseñaría un escenario distinto, la deuda pública uruguaya ascendía a 239,4 millones de pesos de los cuales el 60 % (148 millones) correspondían a deudas emitidas en el exterior.

Como hemos señalado en otro trabajo (Bertino y Bertoni 2003), el mercado internacional de capitales marcaba la tónica de la estructura de la deuda pública uruguaya. No obstante, en las primeras tres décadas del siglo XX la participación del ahorro interno fue decisiva, actuó como reaseguro ante las restricciones en el mercado mundial y por esa vía aumentó su importancia como fuente de financiamiento del estado. Los años treinta ofrecerán una coyuntura muy compleja para las finanzas públicas y en esa medida marcaron un quiebre importante en la evolución de la deuda pública uruguaya.

### **Crisis, moratoria, arreglo y conversión de la deuda pública (1931-1939)**

La crisis mundial que se inicia en 1929, impactó fuertemente a partir de 1931 en Uruguay. Dada la estructura todavía fuertemente agro-exportadora de su economía, la caída de las exportaciones, tanto en precio como en volumen, condujo nuevamente a la desvalorización del peso uruguayo. La necesaria restricción de las importaciones (que reducía las rentas del Estado) y la rigidez a la baja del gasto, tuvo como consecuencia inmediata el incremento del déficit fiscal.

La Gran Depresión condujo no sólo a la disminución del comercio sino también del movimiento de capitales. No podía pensarse en nuevos créditos externos y la desvalorización de la moneda volvía cada vez más gravoso el servicio de la deuda externa. Las pérdidas por diferencia de cambio, entre el valor nominal del peso y su valor efectivo en el mercado de cambios, se incrementaban porque al igual que en los primeros años veinte en ocasión de la desvalorización del peso, los cupones de deuda radicados en el país emigraban para ser realizados en moneda más fuerte, en París, Londres o Nueva York tal como autorizaban los contratos



originales. Los talones de deuda cobrados en Montevideo eran pagados en pesos a la par (1libra = \$4,70), cobrado en Londres se obtenían libras, y por cada libra en el mercado clandestino se obtenían \$12,70 (Acevedo Alvarez 1934:131). El mismo hecho de que el gobierno uruguayo debiera prohibir reiteradamente la exportación de títulos y cupones de deuda, demuestra la escasa eficacia de las medidas adoptadas para evitar la “fuga”.

El *default* era el único camino realista. El 19 de enero de 1932 se resolvió aliviar la situación suspendiendo, previa consulta con el Consejo de Tenedores de Londres, el servicio de amortización de la deuda externa. El alivio en las obligaciones anuales del Estado se aproximaba a los 5 millones de pesos, que no dejaban de ser significativos en un Presupuesto de Gastos de la Administración Central de alrededor de 30 millones.

El agravamiento de la crisis y de la desvalorización del peso, así como la emigración de cupones, condujo al gobierno uruguayo, en julio de 1933, a disponer que los intereses de la deuda externa se pagaran en pesos uruguayos y a la par, por lo que las pérdidas por diferencias de cambio las sufrirían los tenedores de los títulos.

Las protestas y presiones diplomáticas de Francia e Inglaterra obligaron a revisar esta medida de *pesificación* de los intereses de la deuda. En diciembre del mismo año 1933 el gobierno resolvió volver a pagar los intereses en moneda extranjera, pero limitándolo al tope de 3,5% cualquiera fuera la tasa establecida en la concertación de los empréstitos (los intereses eran desde 3,5% de la consolidada a 5%, 6% y 8% de otros empréstitos). Por lo tanto, los intereses de la deuda consolidada (que significaba el 40% del total de la deuda externa) se seguían pagando en su totalidad.

El restablecimiento de la amortización de la deuda externa recién se produjo entre 1937 y 1939. En 1937 se realizó la conversión de las deudas con Estados Unidos y en 1939 se llegó a acuerdos con Inglaterra y con Francia.

“Los arreglos fueron verdaderos concordatos realizados con la finalidad de restablecer los servicios de amortización y obtener quitas en los servicios de interés y amortización” (Berchesi 1944:269).

En el marco de la paralización del crédito internacional, las necesidades financieras del sector público sólo podían subsanarse con emisión de deuda interna. Sin embargo, la negativa señal que significara para los inversionistas la suspensión de la amortización<sup>13</sup> y la aguda recesión económica que se instaló en el país, retrajeron al capital local.<sup>14</sup> Además, el desarrollo industrial que se aceleró al promediar los años treinta, pudo haber generado una corriente de inversiones en la industria

manufacturerera competitiva del ahorro interno: la deuda pública no era la única alternativa de inversión.

La solución para satisfacer las urgencias financieras del erario llegó de una fórmula que ya se había aplicado pero que ahora se volvió fundamental: se impuso a los organismos del Estado la inversión de sus fondos de capitalización en bonos de deuda pública. Así comenzó un proceso que fue constante hasta los años sesenta: la radicación de la deuda interna en organismos públicos, especialmente los institutos de previsión social.

Al final de los años treinta la deuda pública se distribuía en partes iguales en títulos emitidos en el exterior y en el país.

### **El predominio del ahorro interno como fuente de financiamiento (1940-1958)**

Hacia 1940 había culminado el complicado proceso de “arreglo” de las deudas públicas. El nuevo escenario se caracterizó por la imposibilidad de colocar títulos en el mercado internacional de capitales debido a la situación de guerra mundial hasta 1945 y a la preferencia otorgada por los inversores internacionales a la reconstrucción de Europa, más tarde.

Las necesidades financieras del sector público tendieron a ser satisfechas apelando al ahorro interno y ello derivó en un cambio sustantivo en la estructura de la deuda pública. Entre 1939 y 1958 la emisión de títulos de deuda interna fue el instrumento excluyente a través del cual se obtuvo los recursos para hacer frente al déficit y también para dinamizar la inversión pública. No obstante, desde los años cuarenta –aunque sólo en forma marginal hasta llegar a los sesenta– apareció una nueva práctica del uso del crédito externo, tal fue la utilización de recursos provenientes de las instituciones de cooperación internacional. Entre los principales institutos a los que recurrió Uruguay en los años cuarenta y cincuenta, encontramos organismos multilaterales de crédito como el Banco Mundial (BIRF) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y, también, agencias de los Estados Unidos tales como el Banco de Exportaciones e Importaciones (EXIMBANK) y el Programa de la Ley 480 de excedentes agrícolas.

De cualquier manera el predominio del endeudamiento interno fue la tónica hasta 1958. Ello queda de manifiesto en el Cuadro 3, donde se presenta una estimación de la participación del endeudamiento interno en el total de la deuda pública uruguaya.<sup>15</sup> El único instrumento utilizado fue la emisión de títulos en moneda nacional cuya tasa de interés se volvió progresivamente negativa en términos reales, dado el incremento de la tasa de inflación desde la segunda mitad de los años cuarenta.

Con una tasa de interés real negativa, las posibilidades de colocar papeles públicos en el mercado se volvió extremadamente dificultosa. La solución vino de la mano de un recurso al que se venía apelando desde los años treinta: el progresivo “empapelamiento”, colocación de la deuda emitida en los organismos públicos, especialmente las cajas de jubilaciones.

**Cuadro 3 - Deuda interna como porcentaje del total del endeudamiento público. 1939-1958**

Año	%	Año	%
1939	51	1949	77
1940	54	1950	79
1941	58	1951	79
1942	62	1952	80
1943	65	1953	80
1944	69	1954	82
1945	71	1955	83
1946	71	1956	84
1947	73	1957	86
1948	75	1958	87

*Fuentes:* Anuarios Estadísticos; Damonte y Sarachaga (1971); Ferrando (1969).

Este proceso fue posible por las disposiciones legales que determinaban de manera imperativa la inversión de los fondos de ciertos organismos en títulos públicos. Especialmente debe considerarse en esta situación a las Cajas de Jubilaciones y a la Caja Nacional de Ahorro Postal. Una 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 (Cuadro 4). 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. Este último mecanismo contribuyó a que casi las dos terceras partes de los títulos en posesión de organismos públicos correspondieran a las Cajas de Jubilaciones (Bertoni y Sanguinetti 2004).

El progresivo debilitamiento financiero de los institutos de seguridad social, en los años cincuenta, representó una fuerte restricción para cubrir las necesidades financieras del sector público a través de la emisión de deuda interna. Posiblemente, aunque el recurso a la emisión monetaria pudo estar presente a lo largo del período, entonces se convertiría en prácticamente única alternativa de financiamiento. 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 (Bertoni y Sanguinetti 2004).

**Cuadro 4 - Deuda pública uruguaya en poder de los organismos públicos**  
(porcentajes en pesos corrientes)

Año	%	Año	%
1930	28	1950	66
1939	52	1955	79
1945	44	1959	85

Fuentes: Bertoni y Sanguinetti (2003).

El cambio de rumbo en la política económica que se concreta en 1959 y las nuevas condiciones en el mercado internacional de capitales pone fin a este periodo. Se abría una nueva etapa en la historia de la deuda pública uruguaya.

#### IV. VOLVER A EMPEZAR: DEUDA EXTERNA Y VULNERABILIDAD (1959-2004)

Durante esta etapa, las fuentes de financiamiento interno se volvieron virtualmente inexistentes en moneda nacional. El endeudamiento interno en dólares comenzó a fines de la década del sesenta, cuando el Estado emitió por primera vez títulos públicos en moneda extranjera que se colocaron en el mercado financiero interno. Se trataba, además de conseguir financiamiento, de evitar “la fuga de capitales” que se canalizaba a través de los depósitos en moneda extranjera en el exterior frecuentes desde, por lo menos, fines de la década del cincuenta.

No obstante estas medidas, desde los años sesenta hasta la actualidad, la mayor parte de las necesidades de financiamiento del Estado fueron cubiertas por el crédito externo, mediante el ya tradicional recurso al mercado de capitales, los préstamos de los organismos multilaterales de crédito y los de los bancos transnacionales.

Los instrumentos de endeudamiento se diferenciaron claramente de los que se aplicaron en la etapa anterior de globalización financiera. Comenzaron a aplicarse plazos de amortización más cortos y tasas de intereses variables o flotantes, que aseguraban a los acreedores contra los riesgos inflacionarios y dejaban expuestos a los deudores a las fluctuaciones de la tasa de interés internacional.

Por otra parte, los organismos financieros creados en Bretton Woods (FMI y Banco Mundial en particular), adquirieron un papel directriz en el mercado financiero internacional, imponiendo programas de ajuste estructural que implicaban condicionamientos “cruzados” de ambos organismos sobre los países deudores.

Otra modalidad que cobró vigencia en este período fue la de los préstamos obtenidos en la banca privada internacional –o transnacional–.

Estos se contrajeron sobre la base de las tasas de interés del mercado internacional a través de títulos negociables, lo que alentó el desarrollo de un mercado secundario de esos valores.

### **Estancamiento productivo, inflación y déficit fiscal (1959-1973)**

La nueva deuda externa uruguaya formó parte del conjunto de desequilibrios económicos que se originaron en el estancamiento estructural de la producción nacional. El PBI dejó de crecer en 1957.

“Entre 1955 y 1973, la cuenta corriente de la balanza de pagos experimentó un déficit acumulado de 285 millones de dólares, y simultáneamente el país sufrió una pérdida de reservas internacionales de casi 140 millones de dólares. Por otra parte, a partir de 1962 y hasta 1973, la fuga de capitales alcanzó una magnitud de casi 415 millones de dólares...” (Astori 1989:16).

Una muestra de las dificultades para manejar esos factores de desequilibrio estaría en que, entre 1960 y 1973 se firmaron seis cartas de intención con el FMI.

Mientras que en los años sesenta la principal fuente de financiamiento fueron los organismos financieros internacionales (Banco Mundial, BID, FMI), en los setenta la abundancia de capitales en los mercados financieros por un lado, y los cambios que se producen en los instrumentos de crédito por otro, permitieron una gran expansión de la deuda con la banca transnacional. En cuanto al destino de los préstamos, los dos tercios del endeudamiento público externo fueron asignados a enjugar los desequilibrios fiscales.

### **La apertura económica: liberalismo comercial y financiero (1974-1981)**

La gran expansión de la deuda pública externa del Uruguay en las últimas décadas del siglo XX, forma parte de un escenario de formidable expansión del endeudamiento a escala mundial. Basta mencionar que la deuda externa total del mundo capitalista periférico llegaba casi a los 900 mil millones de dólares en 1983, habiéndose duplicado entre 1980 y 1983. Alrededor de la tercera parte de esa cifra era adeudada por los países latinoamericanos.

El contexto internacional que emergió después de 1973 caracterizado por la abundancia de petrodólares así como la discrecionalidad con que se manejó el gobierno dictatorial en cuanto a las alternativas de financiamiento abrieron una nueva fase en la evolución de la deuda pública uruguaya. En el marco de la política liberal de fomento de las exportaciones y eliminación de las trabas a las importaciones, operó la apertura financiera de la economía: luego de eliminarse en marzo de 1976 el curso forzoso de la moneda nacional que abrió paso a la progresiva dolarización de la economía, se eliminaron los topes máximos a la posición

de los bancos en moneda extranjera y se aumentaron los topes máximos de las tasas de interés. La apertura financiera se profundizó luego del establecimiento de la “tablita”, que fue creando un acentuado atraso cambiario. Fue la época del apogeo de las importaciones y de la entrada de capitales especulativos de corto plazo.

Entre 1973 y 1978, el origen del financiamiento de la deuda se caracterizó por el predominio de los organismos multilaterales y la emisión de títulos públicos. Durante la vigencia de la “tablita”, fue importante el financiamiento bilateral; además, con carácter marginal se emitieron bonos en moneda nacional con altos intereses. Entre 1980 y 1981 pasó al primer lugar el acelerado endeudamiento con la banca privada extranjera. En cuanto al destino del endeudamiento, el principal en los primeros años de estabilización económica fue el déficit fiscal, luego hubo importantes inversiones en obras públicas (Represas de Palmar y Salto Grande, apoyo a la construcción de viviendas del BHU, etc.). Al final, próximo al colapso, el endeudamiento con los bancos privados parecería indicar, la necesidad de cubrir el déficit de la balanza de pagos, producido por el volumen de las importaciones y el retiro de capitales. La situación volvió imposible mantener el cronograma cambiario.

### **Crisis, colapso financiero y negociaciones de la deuda (1982-1991)**

El quiebre de la “tablita” en noviembre de 1982, constituyó el momento culminante en el proceso de retiro de depósitos de no residentes y fuga de capitales, precipitándose la crisis del modelo. El resultado fue el retorno

“a tasas de inflación superiores al 60% anual, a déficit fiscales superiores al 5% del PBI y a los consecuentes programas ortodoxos de estabilización. Pero en un cuadro más complicado: niveles de salarios en casi la mitad de sus promedios históricos; tasas de inversión negativas; vulnerabilidad acrecida por la elevada dolarización de los activos financieros internos y endeudamiento externo superior al 80% del ingreso nacional” (Cancela 1990).

Entre 1981 y 1982 la deuda pública externa pasó de 1.447 millones de dólares a 2.687 millones, 86% de aumento en un año. Más de 1.200 millones de dólares que, en su mayoría, financiaban los desequilibrios causados por la especulación financiera. En 1981 el grueso de la deuda pública estaba radicado en el sector no financiero, con sólo 267 millones de deuda en el sector financiero público (BROU, Banco Central y BHU), en 1982 éste, y en especial el Banco Central, era responsable de 1.888 millones de dólares. La deuda del sector no financiero se debía principalmente al financiamiento de déficit fiscales acumulados. Los del sector financiero en su mayor parte a operaciones de salvataje de bancos privados realizadas por el Banco Central mediante compra de carteras de

difícil cobro (lo que explica que dentro del total de la deuda externa uruguaya –pública y privada– la deuda pública pasase entre 1981 y 1982 del 46 al 63% y la del sector privado del 54 al 37%).

Luego de la crisis de 1982, el mercado internacional de capitales se distorsiona totalmente en el marco de la renegociación de las deudas del Tercer Mundo, restringiéndose fuertemente la inversión de capitales en América Latina. En medio de una aguda recesión, la única alternativa de financiamiento que crece en Uruguay es la emisión de títulos de deuda. Luego del retorno al régimen constitucional, en 1985, recomienzan los préstamos de los organismos internacionales.

Intentando refinanciar la deuda externa pública y privada, el gobierno militar firma a comienzos de 1983 un acuerdo con el FMI, sobre la base de una mayor compresión salarial, equilibrio fiscal, control de la oferta de dinero y mantenimiento de las bases del modelo neoliberal. En medio de una aguda caída del producto y de las condiciones de vida de la población, el Banco Central realizó nuevas operaciones de compra de carteras incobrables de la banca privada, por un valor que, sumado a las adquisiciones realizadas en 1982, llegaba a los 680 millones de dólares. Paralelamente, el gobierno intentó renegociar la deuda con la banca transnacional, alargando plazos y posponiendo vencimientos, a cambio de aumento en las obligaciones y en el costo de los intereses. Con dinámica perversa aumentaba el déficit fiscal, que fue financiado con mayor emisión de bonos y letras de tesorería en moneda extranjera, tanto en los últimos años de la dictadura como durante el primer gobierno constitucional. Dichos bonos y letras en dólares fueron colocados entre residentes y no residentes.

El gobierno de Sanguinetti firmó en 1985 un acuerdo con el FMI, siguiendo los lineamientos tradicionales. Sobre la base de ese acuerdo, y en un marco de renegociaciones similares de la deuda por parte de varios países latinoamericanos, el gobierno uruguayo renegoció en dos oportunidades –en 1985 y en 1987– la deuda con los bancos privados transnacionales.

La evidencia de la imposibilidad de cobrar las deudas en las condiciones originales, llevó a que los acuerdos incluyeran la extensión de plazos y la reducción de intereses. En el de 1987 se incluyó la posibilidad de capitalización de intereses, que se llevó a cabo en 1988 y en 1989. Consistía en la compra, por parte de los inversores, de títulos de deuda por valor de su cotización al 60% y su canje en el país por determinados recursos con valor equivalente al 86% del valor nominal de sus títulos.

Paralelamente en el ámbito gubernamental de EEUU surgieron –entre 1985 y 1989– sucesivos planes de arreglo de la deuda con los países

subdesarrollados,. El primero fue presentado por J. Backer –Secretario del Tesoro en 1985–, luego surgió el Plan propuesto por el senador B. Bradley en 1986, en que se planteó por primera vez la reducción de intereses y la rebaja parcial de los compromisos asumidos por los deudores. Finalmente, el Plan Brady, propuesto en 1989 por el Secretario del Tesoro de la administración Bush, planteó tres medidas: reducción de tasas de interés, cancelación parcial del capital adeudado y el suministro de fondos “frescos” a los países deudores.

### **La historia vuelve a repetirse...**

La puesta en marcha del Plan Brady y la incorporación al mismo de Uruguay permitió que en los años noventa floreciera la emisión de títulos de deuda que encontraron colocación en el exterior (aunque también parte de los mismos se radicaron finalmente en el país). Los títulos uruguayos alcanzaron el “grado de inversión” en el concepto de las calificadoras de riesgo y ello fue interpretado como condición suficiente para continuar con la orientación de la política económica de atracción de ahorro externo. El ritmo del endeudamiento, aunque alarmante, se mantuvo durante toda la década, más allá de que algunos indicadores de sostenibilidad empezaran a mostrar signos de deterioro (Rial y Vicente 2004). En diciembre de 2000 el monto de la deuda pública uruguaya se acercaba a los diez mil millones de dólares.

Una vez más llegó la hora de la verdad y en 2002 la crisis se desató. También una vez más, el Estado uruguayo sólo pudo hacer frente a la misma incrementando la deuda pública. Entre diciembre de 2000 y diciembre de 2002 el endeudamiento del sector público pasó de 9.100 a 11.400 millones de dólares, cifra que representaba casi el 120% del PBI. En este contexto el monto de la deuda externa llegó al equivalente del valor de las exportaciones de cuatro años y medio.

### **V. CONCLUSIONES SUMARIAS**

En el siglo largo que abarca este trabajo, la deuda pública uruguaya tuvo un importante crecimiento, pasando del equivalente a 12 millones de dólares en 1870, a superar los 600 millones en términos reales al iniciarse el siglo XXI.

Los momentos de mayor incremento de la deuda, coinciden con los escenarios de globalización de la economía mundial, que caracterizaron las tres o cuatro décadas previas a la Primera Guerra Mundial y los últimos treinta años del siglo XX.

Entre 1870 y 1910 y entre 1970-2002 la tasa de crecimiento del endeudamiento alcanzó el mismo importante guarismo de 5.8%



acumulativo anual; en ambos períodos, como era lógico esperar, el análisis de la estructura de la deuda pública informa que el crédito externo fue el responsable de dicho crecimiento. Ello se dio en el marco de un importante grado de apertura de la economía uruguaya y en ausencia de regulaciones a los flujos de capital, escenarios que la hacían sumamente vulnerable a los *shocks* externos. Todas las “crisis de deuda” en el Uruguay moderno – 1890, 1914, 1932, 1982 y 2002– fueron la culminación de fuertes procesos de endeudamiento, con un mercado internacional pletórico de capitales en busca de colocación. Estos procesos configuraron situaciones que comprometieron la sostenibilidad fiscal.

Desde el estallido de la Primera Guerra mundial el ahorro interno se constituye en una importante fuente de financiamiento del Estado, y desde la Gran Depresión, en la única fuente. Esta situación es resultado de la acción sinérgica de dos fenómenos: primero, la desarticulación del sistema económico internacional y luego, el carácter introvertido que asumió la economía uruguaya hasta los setenta del siglo XX, durante el transcurso del crecimiento por sustitución de importaciones y expansión del mercado interno.

En un primer momento, el financiamiento interno apeló al ahorro voluntario, y luego al forzoso, a medida que la tasa de interés real de los títulos públicos se volvía negativa. A partir de entonces, los organismos públicos (especialmente las cajas de jubilaciones y pensiones estatales) constituirían la única alternativa para captar fondos. La desvalorización de los títulos en poder de dichas cajas, contribuyó a la crisis de las mismas y el círculo se cerró. El ahorro interno se esfumó como fuente de financiamiento en los años sesenta.

En síntesis: la evolución de la deuda pública uruguaya aparece fuertemente vinculada a la situación del mercado internacional de capitales, que constituiría la variable independiente que determina la estructura y el nivel del endeudamiento.

Por otra parte, la recurrencia de la crisis de la deuda en 1982 y 2002 parece mostrar que los hacedores de política económica poco han aprendido de la historia del país, aún de la más reciente.

## Notas

- 1 La precariedad fiscal y el estado de “guerra civil” que caracterizó al “Uruguay pastoril y caudillesco” durante casi todo el primer medio siglo de vida independiente, determinaron las condiciones leoninas de los empréstitos con los que gobiernos intentaron enjugar los déficit de las finanzas estatales.
- 2 En ese año se firmó la “Convención Preliminar de Paz” entre las Provincias Unidas (Argentina) y el Imperio de Brasil por el cual se declaraba territorio independiente la

- Provincia Oriental, con el nombre de Estado Oriental del Uruguay. La mediación británica protagonizada por Lord Ponsomby tuvo un papel decisivo en este desenlace.
- 3 Los negocios del Barón de Mauá, capitalista brasileño, estuvieron también muy vinculados a las necesidades financieras del sector público uruguayo.
  - 4 La primera “carta intención” con el FMI data de noviembre de 1960.
  - 5 La fuerte regulación del mercado financiero se reflejaba en los topes máximos establecidos por ley a las tasas de interés que se podían manejar en el sistema bancario.
  - 6 La “tablita” fue el nombre con que se conoció popularmente el tipo de cambio preanunciado que rigió entre 1979 y 1982, en el marco de una Política Económica que, conceptualmente procuraba alinearse al denominado “enfoque monetario de la balanza de pagos”. Este instrumento fue considerado básico para la estabilización de precios puesto que se ligaba la evolución interna de los mismos con la externa, vía arbitraje internacional.
  - 7 Se excluyen algunos episodios que tuvieron lugar antes de 1870, dada la ausencia de un verdadero poder estatal.
  - 8 Vincúlese este fenómeno con las medidas adoptadas por el Consejo Nacional de Administración al decretar el control de cambios y la suspensión de la amortización de la deuda pública.
  - 9 Es necesario aclarar que las fuentes definen deuda interna y externa en función del mercado en que son emitidos los títulos o contraídos los empréstitos y que, por lo tanto, la residencia de los tenedores debe ser estimada. El BCU sólo ofrece información para los últimos años. La estimación de los bonos de deuda externa en manos de residentes ha sido realizada en Bertino, M.; Bertoni, R., (2003), “Deuda Pública y Capital Local. Una compleja relación”. Documento de Trabajo (DT) 08/03. Montevideo: Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración.
  - 10 Este empréstito fue aprobado el 12 de mayo de 1883. Es interesante señalar que unos días después (28 de junio de 1883) el gobierno argentino concertaba también una importante operación de conversión de deuda interna en deuda externa. Citado por Guillermo Vitelli: *Las seis convertibilidades de la moneda argentina: la reiteración de una misma historia*. Ponencia publicada en CD “XIX Jornadas de Historia Económica”, San Martín de los Andes, Argentina 2004:14
  - 11 El gobierno intentó –con poco éxito– frenar la salida de cupones para su cobro en el exterior. No obstante resulta interesante ahondar en esta cuestión para discutir el efecto de la internación de la deuda.
  - 12 Zubillaga señala que “al bajar en 1924 al 3% el tipo de descuento en los Estados Unidos, los capitales norteamericanos buscaron mercados de mayor rendimiento, por lo que Uruguay pudo entonces colocar –con la aceptación de cargas menores– sus empréstitos de 1926”. Zubillaga, C. (1982:224).
  - 13 El restablecimiento del servicio de amortización de las deudas internas se concretó recién en 1937, luego de una operación que unificó en la “Deuda de Conversión 5%” veintiuna deudas en circulación.
  - 14 En noviembre de 1932 se completó lo iniciado en enero, a la suspensión de la amortización de la deuda externa se sumó la de la deuda interna.
  - 15 Para estimar la participación relativa de ambos tipos de endeudamiento se utilizó el tipo de cambio dirigido a la compra (\$ 1,519 por dólar americano), cotización que se aseguraba al gobierno para cumplir con sus obligaciones con el exterior.

## Referencias Bibliográficas

- Acevedo Álvarez, E. (1934), *La Gran Obra de los Poderes Constitucionales frente a la Crisis*. Montevideo.
- Astori, D. (1989), *La deuda e(x)terna. ¿Obstáculo irreversible o base de transformación?*. Montevideo: Centro Interdisciplinario de Estudios sobre el Desarrollo.
- Berchesi, N. (1944), *Conversiones y Arreglos de la Deuda Externa del Uruguay desde 1891 hasta 1941*. Anales de la Universidad. Montevideo: Universidad de la República.
- Bertino. M.; Tajam, H.(1999), *El PBI de Uruguay 1900-1955*. Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. Montevideo: Universidad de la República.
- Bertino. M ; Bertoni. R. (2003), *Deuda Pública y Capital Local. Una compleja relación, Documento de Trabajo 08/03*. Instituto de Economía. Montevideo: Facultad de Ciencias Económicas y de Administración.
- Bértola, L. (1992), *La Industria Manufacturera Uruguaya 1913-1961. Un enfoque sectorial de su crecimiento, fluctuaciones y crisis*. Montevideo.
- Bértola, L. (1998), *El PBI del Uruguay 1870-1936 y otras estimaciones*. Montevideo: Facultad de Ciencias Sociales.
- Bertoni, R.; Sanguinetti, C. (2004), “Sostenibilidad fiscal en Uruguay (1930-1959): el financiamiento del déficit”, *Revista de Economía*, Vol. 11, N° 1, Segunda Época.
- Cancela, W. (1990), “Características generales del endeudamiento uruguayo con el exterior”, en Astori, D. (comp.), *La crisis de la deuda externa*, pp. 139-161. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria.
- Damonte, J.; Saráchaga, D. (1971), *Evolución Monetaria del Uruguay (1896-1955), Tomo I*. Montevideo: Monografía.
- Davrieux, H. (1987), *Papel de los Gastos Públicos en Uruguay (1955-1984)*. Montevideo: CINVE-EBO.
- Ferrando, J. (1969), *Reseña del Crédito Público del Uruguay, Tomo I y II*. Montevideo: Ministerio de Hacienda.
- Finch, H. (1980), *Historia Económica del Uruguay Contemporáneo*. Montevideo: Ediciones de la Banda Oriental.
- Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración (1973), *Un reajuste conservador*. Serie Estudios y Coyuntura. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria.
- Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración (2001), *El Uruguay del Siglo XX, Tomo I: La Economía*. Montevideo: Ediciones de la Banda Oriental.
- Nahum, B. (1994), *La Deuda Externa Uruguaya (1864-1930)*. Montevideo: Ediciones de la Banda Oriental.
- Nahum, B. (1995), *Evolución de la Deuda Externa del Uruguay (1875-1939)*. Montevideo: Ediciones de la Banda Oriental.

Rial, I.; Vicente, L. (2004), "Dinámica de la Deuda Pública Uruguaya: Evolución Reciente y Simulaciones de Largo Plazo", *Revista de Economía*, Vol. 11, N° 1, Segunda Época.

Vitelli, G. (2004), *Las seis convertibilidades de la moneda argentina: la reiteración de una misma historia*". Ponencia presentada en XIX Jornadas de Historia Económica. San Martín de los Andes.

Zubillaga, C. (1982), *El reto financiero*. Montevideo: Arca/CLAEH.

**Fuentes estadísticas:**

Banco Central del Uruguay, Boletín Estadístico y sitio web: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

Banco de la República Oriental del Uruguay, Suplemento Estadístico

Department Of Labor Bureau of Labor Statistics Consumer, Anuarios Estadísticos, y sitio web: [www.oregonstate.edu](http://www.oregonstate.edu); [www.bls.gov](http://www.bls.gov), Estados Unidos.

Dirección de Crédito Público, Memoria Anual.

Dirección General Estadística, Anuarios Estadísticos.

Instituto Nacional de Estadística, Anuarios Estadísticos y sitio web: [www.ine.gub.uy](http://www.ine.gub.uy)