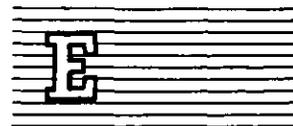


NACIONES UNIDAS
CONSEJO
ECONOMICO
Y SOCIAL



Distr.
LIMITADA
LC/L.330/Add.20
Enero de 1986
ORIGINAL: ESPAÑOL

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe



**ESTUDIO ECONOMICO
DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE**

1984

URUGUAY

Esta versión preliminar del *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1984* se está distribuyendo dividido en una parte introductoria de carácter general, que lleva la signatura LC/L.330 y en varios addenda, cada uno de los cuales contiene el examen de la evolución económica de un país de la región. Estos estudios aparecerán, no en orden alfabético, sino a medida que vayan siendo terminados. El *Estudio* completo se publicará posteriormente.

Notas explicativas

En los cuadros del presente estudio se han empleado los siguientes signos:

Tres puntos (...) indican que los datos faltan o no constan por separado.

La raya (—) indica que la cantidad es nula o despreciable.

Un espacio en blanco en un cuadro indica que el concepto de que se trata no es aplicable.

Un signo menos (-) indica déficit o disminución, salvo que se especifique otra cosa.

El punto (.) se usa para separar los decimales. La raya inclinada(/) indica un año agrícola o fiscal (por ejemplo, 1970/1971).

El guión (-) puesto entre cifras que expresen años, por ejemplo 1971-1973, indica que se trata de todo el período considerado, ambos años inclusive.

La palabra "toneladas" indica toneladas métricas, y la palabra "dólares" se refiere a dólares de los Estados Unidos, salvo indicación contraria.

Salvo indicación contraria, las referencias a tasas anuales de crecimiento o variación corresponden a tasas anuales compuestas. Debido a que a veces se redondean las cifras, los datos parciales y los porcentajes presentados en los cuadros no siempre suman el total correspondiente.

LA EVOLUCION DE LA ECONOMIA Y LA POLITICA ECONOMICA EN URUGUAY EN EL PERIODO 1981-1984¹

INTRODUCCION

Uruguay, al igual que la mayoría de los países de la región, ha atravesado en lo que va corrido de la década actual su peor crisis económica desde los años aciagos de la Gran Depresión. Al origen de esta crisis profunda contribuyeron tanto factores externos como decisiones de política económica interna. La combinación de estos dos grupos de causas condujo a un serio deterioro de la situación económica en los últimos tres años y obligó a adoptar a comienzos de 1983 un severo programa de ajuste, cuyos objetivos, características y resultados se analizan en este estudio.

En el trienio 1982-1984 el producto interno bruto cayó 15%, con lo cual el producto per cápita se redujo casi 18% en ese lapso. En 1982 la deuda externa se elevó, asimismo, con extraordinaria intensidad. No obstante que en los años siguientes ella se incrementó mucho menos, su monto al finalizar 1984 era del orden de 4 700 millones de dólares, cifra equivalente a 3.6 veces el valor de las exportaciones de bienes y servicios. Al mismo tiempo se aceleró bruscamente la inflación, cuyo ritmo de 66% a fines de 1984 más que triplicó el registrado en 1982. En estas circunstancias la situación social se deterioró en forma dramática: el salario real cayó aproximadamente 30%, en los últimos tres años en tanto que la tasa del desempleo abierto en Montevideo subió desde el nivel mínimo de 6% registrado a comienzos de 1981 a un promedio de más de 15% en 1983 y de alrededor de 14% en 1984.

Esta trayectoria muy desfavorable de las principales variables económicas obedeció en parte a la evolución negativa de ciertos factores externos. Entre éstos, cabe destacar en especial, al igual que en otros países de América, la caída de la relación de precios del intercambio, las elevadísimas tasas reales de interés vigentes en los mercados financieros internacionales, y la brusca contracción de los créditos bancarios externos a partir de 1982, luego de su abundancia sin precedentes de los años anteriores.

Sin embargo, en el origen, intensidad y duración de la crisis económica influyeron también causas internas. Sin entrar a considerar los factores estructurales que desde antiguo han limitado el desarrollo uruguayo y la orientación general de las políticas económicas aplicadas durante los últimos diez años, cabe recordar la influencia decisiva que tuvo el rezago cambiario durante el período 1979-1982 y las variadas y fuertes repercusiones que provocó el reemplazo de la política de tipo de cambio prefijado a fines de 1982. De hecho, la brusca modificación de la política cambiaria reforzó el proceso de deterioro que venían mostrando los balances de numerosas empresas ya con anterioridad, con lo cual terminó por ser afectada la liquidez de las carteras bancarias y, aun, la solvencia del sistema financiero.

De hecho, el excesivo endeudamiento interno de muchas empresas y la delicada situación del sistema bancario constituyen una de las características sobresalientes y más difíciles de la coyuntura económica actual, cuya superación se ve, además, complicada por la proporción extraordinariamente alta de los activos y pasivos financieros que están denominados en moneda extranjera.

En estas circunstancias, resulta evidente que la reactivación de la economía debe constituir un elemento esencial de cualquier política de ajuste. En efecto, la recesión no sólo ha deteriorado marcadamente los índices sociales del país, sino que, en caso de persistir, se convertiría en un obstáculo crucial para el cumplimiento de compromisos externos del país y, lo que es más importante, para la consolidación del régimen democrático. En suma, la reactivación constituye un imperativo tanto por razones estrictamente económicas como por motivos sociales y políticos.

¹El presente estudio es una versión revisada del informe del mismo título preparado por la Secretaría de la CEPAL en enero de 1985 y presentado al gobierno del Uruguay en febrero de ese año.

La viabilidad de una política de reactivación se ve facilitada por los abundantes recursos ociosos de que dispone el país en la actividad, tanto humanos como de capital. Es preciso reconocer, además, que la disponibilidad de capacidad instalada no obedece sólo a la caída de la demanda sino que deriva también del considerable esfuerzo de inversión realizado por el país en los años que precedieron a la crisis actual en ciertos sectores básicos —como la energía, la infraestructura de transporte y la vivienda— y en algunas actividades industriales que, gracias a ello, modernizaron en forma considerable sus estructuras productivas.

Otro elemento favorable de la coyuntura actual está constituido por dos hechos externos, que, de persistir, tendrían efectos positivos sobre la situación del balance de pagos en 1985. El primero de ellos es la reciente declinación de las tasas internacionales de interés. Precisamente por la muy elevada relación deuda-exportaciones que tiene Uruguay, cada punto de baja de las tasas de interés tiene un efecto sobre el balance de pagos equivalente a una expansión muy considerable (de alrededor de 3.5%) del valor de las exportaciones. De allí que, en caso que se mantuviese durante todo un año la caída de cerca de tres puntos que las tasas internacionales de interés tuvieron en los meses finales de 1984, la capacidad para importar del país se vería incrementada en un monto similar al que resultaría de un incremento de algo más de 10% del valor de las exportaciones de bienes y servicios.

El segundo hecho externo que puede favorecer la reactivación de la actividad económica es la debilidad persistente que ha venido mostrando en los últimos meses el mercado mundial del petróleo y que se ha traducido en un descenso gradual en el precio internacional efectivo de los hidrocarburos. Al igual que en el caso de los intereses, la circunstancia de que las compras externas de petróleo representen una fracción muy alta de las importaciones de bienes magnifica los efectos favorables que la baja de su precio produciría sobre los términos del intercambio y la capacidad para importar.

No obstante, es evidente que en la política de reactivación y, sobre todo, en la estrategia de desarrollo deben desempeñar un papel fundamental la expansión y diversificación de las exportaciones. En la medida que el valor de las exportaciones se eleve fuerte y sistemáticamente, se generarán efectos dinámicos sobre el resto de la economía y se ampliarán, asimismo, la demanda y la producción internas, sin que los mayores requerimientos de importaciones que deriven de dicha ampliación generen desequilibrios insostenibles en el sector externo. Dicho de otro modo, dadas la dimensión y la estructura productiva de la economía uruguaya la capacidad de la demanda interna para actuar como un factor dinámico de crecimiento está fuertemente ligada a la expansión persistente de las exportaciones.

Hay, sin embargo, tres hechos que actualmente limitan en forma severa las posibilidades de reactivación. Ellos son el nivel excepcionalmente bajo de las importaciones, la existencia de considerables presiones inflacionarias y el endeudamiento excesivo que tienen aún muchas empresas.

El primero de dichos elementos apunta nuevamente al rol clave del sector externo en la reactivación y crecimiento futuros. En efecto, la compresión de las importaciones ha alcanzado ya límites que es muy difícil sobrepasar. De allí que para poder incrementar el nivel de actividad y el ritmo de expansión de la economía sea indispensable ampliar rápidamente la capacidad para importar. A su vez, la expansión de esta última dependerá tanto de la magnitud e intensidad del esfuerzo exportador como de la posibilidad de obtener un mayor margen de maniobra en lo que toca al servicio de la deuda externa.

De allí que la superación del actual estrangulamiento externo requiere:

a) Un esfuerzo masivo para elevar las exportaciones, para lo cual se precisa seguir políticas coherentes y efectivas destinadas a aumentar los saldos exportables y también un esfuerzo sistemático de negociación externa tendiente a abrir nuevos mercados o a ampliar los existentes.

b) Una renegociación de la deuda externa que no sólo permite reprogramar la totalidad de los pagos de amortización sino que permita financiar una proporción considerable de los pagos de interés.

c) Un programa intenso y sistemático de obtención de recursos nuevos del sistema público de financiamiento internacional orientado a aportar recursos para elevar la inversión nacional y que contribuyan al financiamiento de programas orientados a sanear las empresas nacionales que actualmente enfrentan problemas derivados de su excesivo endeudamiento en el pasado, pero que tienen capacidad para expandir sus niveles de producción, ocupación y exportaciones en el corto plazo.

d) Una mayor cooperación en el suministro de recursos frescos de parte de los bancos privados internacionales y, en particular, de los instalados en el país y que están vinculados estrechamente con el sistema financiero uruguayo.

Otro factor clave que limita la intensidad del proceso de reactivación son las presiones inflacionarias, las cuales pueden incluso fortalecerse si no se aplican de manera simultánea y coherente políticas económicas adecuadas en todos los frentes y si no se establece una activa concertación entre todos los sectores económicos de la vida nacional.

Para avanzar en el camino de la reactivación y no exacerbar, al mismo tiempo, el ritmo de la inflación, es fundamental que disminuya el déficit del conjunto del sector público. Y para ello no sólo es indispensable rebajar el déficit del gobierno central a través de un incremento de la recaudación tributaria o de una disminución del peso del servicio de su deuda externa, sino también reducir los desequilibrios que muestran las cuentas del Banco Central y del Banco Hipotecario, que, en conjunto, tienen una considerable gravitación sobre el déficit global del sector público.

Otro componente esencial de cualquier política antiinflacionaria eficaz y socialmente justa es la articulación de una política adecuada de ingresos. En efecto, en la medida en que dicha política se base en una amplia concertación de voluntades nacionales, pueden disminuirse los costos de la pugna distributiva y lograr que los necesarios aumentos en las remuneraciones vayan acompañados de incrementos simultáneos, y no de caídas, en la productividad. Si estos dos procesos ocurren simultáneamente, se logrará que los aumentos nominales de salarios se reflejen en un mejoramiento efectivo de los niveles reales de vida y no constituyan sólo mecanismos que transmitan y refuercen las presiones inflacionarias.

En tercer término, la posibilidad de dinamizar la economía está acotada también por el pesado endeudamiento interno de buena parte de las empresas productivas, el cual constituye en la actualidad una traba considerable para lograr un uso efectivo de la capacidad productiva disponible. De allí que para avanzar por la senda de la reactivación sea indispensable concebir soluciones selectivas para reducir con rapidez aquel endeudamiento excesivo, lo cual contribuiría, al mismo tiempo, a sanear en forma importante las carteras bancarias.

Por cierto, el avance hacia la consecución de estos objetivos económicos y sociales fundamentales requerirá la aplicación de políticas macroeconómicas, sectoriales y sociales coherentes y que se refuercen mutuamente. En efecto, en la medida que no puedan instrumentarse políticas económicas en áreas fundamentales como son, entre otras, la monetaria, la fiscal, la cambiaria, de ingresos, y de endeudamiento interno, la política económica dependerá cada vez más de los solos instrumentos monetarios, con sus inevitables secuelas inmediatas de contracción financiera y altas tasas de interés y sus efectos mediatos desfavorables sobre los niveles de actividad económica y empleo y sobre la distribución del ingreso.

Es por ello que, para fortalecer la acción del gobierno en los distintos frentes, resulta fundamental que éste obtenga un amplio apoyo para sus objetivos programáticos básicos mediante un esfuerzo tenaz de concertación nacional, que ayude, a la vez, a reducir los costos del ajuste y a lograr una superación más rápida de los problemas sociales y económicos centrales que enfrenta hoy el Uruguay.

I. LA POLITICA ECONOMICA

A. EL MARCO EXTERNO Y LA POLITICA ECONOMICA EN EL PERIODO 1974-1982

El entorno externo —mundial y regional— constituyó un factor determinante principal de la evolución de la economía uruguaya durante la década de 1970 y en lo que va corrido de la actual. También desempeñaron un rol significativo ciertas políticas internas contradictorias —como la de mantener un tipo de cambio real subvaluado en el marco de una estrategia de desarrollo hacia afuera— y elementos coyunturales que amplificaron los impulsos expansivos y contractivos derivados de dichos factores —como fueron la iniciación y terminación de dos grandes represas hidroeléctricas durante dicho período.

Después de casi veinte años de estancamiento productivo, alta inflación e importantes desequilibrios internos y externos, el abrupto aumento del precio internacional del petróleo en 1973 enfrentó al país a una difícil situación de balance de pagos. En efecto, como Uruguay importa el 100% de sus requerimientos de hidrocarburos, dicha alza significó una triplicación de la cuenta por petróleo, la cual pasó a representar en 1974 casi 30% del valor de las importaciones frente a menos de 15% a principios de los años setenta. (Véase el cuadro 1.)

Ante este hecho, la política económica se orientó a incrementar las exportaciones, teniendo en cuenta la rigidez de la estructura de las importaciones en la cual más del 90% correspondía a compras de materias primas, bienes intermedios y de capital, imprescindibles para mantener el nivel de actividad interno.

El mercado externo presentaba aspectos favorables para esta decisión. En efecto, las proyecciones vigentes en la época sugerían que existiría una demanda creciente para el principal producto de exportación —la carne bovina— y que su precio internacional tendería a subir.

En este contexto, se procuró lograr una nueva forma de inserción de la economía uruguaya en el escenario mundial sobre la base de una política de apertura comercial y financiera hacia el exterior. Los principales mecanismos utilizados para ello fueron una liberalización rápida del mercado cambiario y una liberalización gradual en el ámbito comercial a través de un programa de reducciones arancelarias que debía desarrollarse a lo largo de seis años.

Sin embargo, este nuevo enfoque acerca de la inserción de Uruguay en la economía mundial no se manifestó en la práctica en la aplicación de una estrategia única durante todo el período 1974-1982. De hecho, hubo dos etapas bastante diferenciadas que pueden definirse teniendo en cuenta, especialmente, la distinta forma en que se utilizó la política cambiaria. En la primera —que se extiende desde 1974 hasta 1978— se buscó establecer un tipo de cambio efectivo que funcionara principalmente como promotor de las exportaciones; por el contrario, en la segunda —que incluye el período 1979-1982— se utilizó el tipo de cambio fundamentalmente para controlar el proceso inflacionario.

Durante la primera etapa, el tipo de cambio se corrigió mediante un sistema de minidevaluaciones que tenía en cuenta la inflación pasada, de modo de mantener una capacidad de competencia adecuada de las exportaciones. Al mismo tiempo, se otorgaron subsidios a la exportación de manufacturas, lo que favoreció un comportamiento activo de ciertos grupos industriales que aprovecharon la favorable evolución de la demanda en los países desarrollados y el abundante financiamiento proveniente del reciclaje de los excedentes petroleros a través de la banca privada internacional. Se estableció, además, un sistema de prefinanciación de las exportaciones, con tasas de interés subvencionadas, que facilitó el financiamiento del capital circulante de las empresas exportadoras. Por último, se aplicó una política de salarios que produjo una fuerte reducción del salario real —el cual disminuyó 33% entre 1973 y 1979— lo que constituyó un factor de estímulo especialmente significativo para la exportación de bienes producidos con técnicas intensivas en mano de obra.

Como consecuencia de estas medidas se alteró sustancialmente la estructura de las exportaciones, de forma que los rubros no tradicionales aumentaron rápidamente su participación en el total de las ventas externas, cuyo valor aumentó, a su vez, con gran intensidad. Así, la importancia relativa de la exportación no tradicional subió de 27% en 1973 a 72% en 1979, mientras que el valor total de las ventas al exterior creció a un ritmo medio anual de 16%. Con ello, el coeficiente de comercio exterior sobre el producto alcanzó un valor de 38% en el quinquenio 1975-1979 excediendo ampliamente su nivel medio en el quinquenio anterior (26%).

Cuadro 1

URUGUAY: PARTICIPACION DEL PETROLEO EN EL VALOR TOTAL DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES

Año	Porcentaje	Año	Porcentaje
1970	11.7	1978	26.6
1971	13.7	1979	19.1
1972	14.8	1980	25.0
1973	15.7	1981	27.3
1974	29.0	1982	39.3
1975	29.5	1983	34.5
1976	27.3	1984	34.9
1977	25.5		

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

Cuadro 2

**URUGUAY: CREDITO DEL SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO
AL SECTOR PRIVADO^{ab}**

	Crédito nacional (en miles de millones de pesos)	Índice de precios al consumidor	Crédito real	
			Miles de millones de pesos de 1978	Índice
1978	8.8	100.0	8.8	100.0
1979	19.1	183.1	10.4	118.4
1980	34.2	261.6	13.1	148.5
1981	47.6	338.3	14.1	160.1
1982 (nov.)	63.8	375.4	17.0	193.3
1982 (dic.)	99.8	407.8	24.5	278.5
1983	112.9	617.9	18.3	207.9
1984	170.4	1 026.5	16.6	188.6

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aExcluido Banco Hipotecario del Uruguay.

^bFin del período.

Hacia fines de 1978 el ajuste del sector externo se había producido. En estas circunstancias, la autoridad económica decidió encarar un programa antiinflacionario mediante el preanuncio del tipo de cambio, que, se esperaba, influyera en las expectativas de los agentes económicos. Se inició así la segunda etapa mencionada anteriormente.

Durante el período 1978-1980 la fuerte sobrevaluación de la moneda argentina constituyó un factor de gran importancia para la economía uruguaya, ya que determinó una abundante demanda adicional en el mercado interno. Ello contribuyó a generar un fuerte incremento de la actividad económica —el producto interno bruto aumentó 18% en ese lapso— y también un ascenso significativo del nivel de los precios al consumidor —que subieron 83% en 1979. Otra proyección de la situación argentina fue el fuerte aporte realizado por residentes de ese país a la construcción de viviendas —especialmente en balnearios— lo que generó, a su vez, efectos expansivos rápidos e importantes sobre numerosas otras actividades.²

Al mismo tiempo, el incremento del ingreso de los estratos medios y altos y el abundante financiamiento disponible estimularon la demanda de automóviles, para los cuales existía un mercado potencial importante, ya que el parque automotor era uno de los más viejos de América Latina. La naciente industria de armado de automóviles recibió así un fuerte impulso, que hizo que su producción creciera 83% entre 1978 y 1980, incentivando de paso a algunas ramas industriales que la abastecen de insumos, como las del cuero y del caucho.

La utilización del tipo de cambio como instrumento de contención inflacionaria se hizo evidente durante 1979, cuando, como ya se señaló, se registró un alza de los precios internos de más de 80% y se efectuó una corrección cambiaria de apenas 20%.

Por otra parte, entre fines de la década pasada y principios de la actual se produjeron algunos hechos que afectaron el escenario externo en que se desenvolvía la economía uruguaya. En efecto, la nueva crisis del petróleo de 1979-1980, el aumento de la inflación y la pérdida del dinamismo productivo en los países industrializados, y las altas tasas de interés vigentes en los mercados financieros internacionales cambiaron el panorama económico mundial.

A raíz de ello, se produjo también un viraje en la política económica en los países industrializados, que priorizó el ajuste interno y externo de sus economías. Ello significó una respuesta diferente a la ensayada por estos países con ocasión de la crisis petrolera anterior.

²La estrecha relación entre el mercado uruguayo y la demanda argentina hace que, en ciertas circunstancias, la casi totalidad de los bienes y servicios uruguayos constituyan producción comerciable —visible o invisible— lo que crea un contexto general de política económico-financiera altamente dependiente y potencialmente volátil.

Al mismo tiempo, los excedentes financieros generados por el incremento del precio del petróleo fueron reciclados por la banca comercial transnacional, fundamentalmente a través de préstamos de corto y mediano plazo. El mercado latinoamericano, demandante secular de ahorro externo, constituyó una de las áreas naturales para la absorción de dichos excedentes. En el caso particular del Uruguay, la apertura financiera permitió una canalización fluida de fondos externos que financiaron el creciente déficit de la cuenta corriente del balance de pagos y un aumento continuado de las reservas internacionales del Banco Central.

La liberalización financiera interna —la tasa de interés dejó de ser administrada durante 1979— junto a la libertad cambiaria y de conversión de la moneda nacional coadyuvaron al incremento del ahorro canalizado por el sistema financiero y a un crecimiento sustancial de la creación secundaria de dinero por parte del sistema bancario. Por último, disposiciones que permitieron una mayor relación entre pasivos y capital bancario contribuyeron también al aumento continuo de la capacidad crediticia del sistema, de modo que el crédito bancario al sector privado casi se duplicó en términos reales entre 1978 y noviembre de 1982. (Véase el cuadro 2.)

Cuadro 3

URUGUAY: TASA DE INTERES REAL

(En moneda nacional)

Período	Tasa nominal	Variación precios ^a	Tasa Real
1979			
I	69.0	113.8	-20.9
II	62.0	96.5	-17.4
III	62.6	33.7	21.6
IV	68.1	33.1	26.3
1980			
I	67.4	29.1	29.7
II	68.3	35.6	24.0
III	65.6	33.7	23.8
IV	65.1	37.0	20.5
1981			
I	63.7	14.1	43.5
II	57.4	35.5	16.2
III	58.6	-8.8	73.9
IV	59.8	12.4	42.2
1982			
I	49.0	18.4	25.8
II	54.8	20.8	28.1
III	65.9	125.4	-26.4
IV	76.3	99.9	-11.8
1983			
I	105.5	43.0	43.7
II	102.0	66.4	21.4
III	85.0	48.0	25.0
IV	85.0	101.0	-8.0
1984			
I	84.4	100.2	-7.9
II	82.0	53.6	18.5
III	82.0	90.0	-4.4
IV	84.1	95.1	-5.6

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aVariación anualizada del índice de precios al por mayor de productos manufacturados en el trimestre siguiente.

Un aspecto de singular relevancia durante el período 1977-1982 fue la alta tasa de interés que se cobró por los créditos en moneda nacional. Dicha alza resultó del descenso mucho mayor del ritmo de aumento de los precios que de la tasa nominal de interés. Así, en tanto durante el primer semestre de 1979 la tasa de interés real anual fue negativa en alrededor de un 20%, en los años siguientes se observaron tasas de interés real positivas que llegaron a niveles superiores al 40% anual en 1981. (Véase el cuadro 3.)

Con todo, el equilibrio fiscal logrado en el período 1979-1981 permitió que se mantuviera una cierta estabilidad interna, a pesar de que existían algunas circunstancias que afectaban negativamente las expectativas de los agentes económicos.

En primer término, no se obtuvo la convergencia de las tasas de interés interna y externa ni su tendencia permitía inferir que ellas convergirían al cabo de un período razonablemente breve. De hecho, la diferencia entre ambas tasas era superior a lo que constituiría una prima normal de riesgo-país, lo que reflejaba las expectativas desfavorables del público. Por otra parte, en el plano regional, Argentina modificó a principios de 1981 su política cambiaria mediante una fuerte devaluación del peso y la creación de un doble mercado cambiario comercial y financiero. Ello alteró bruscamente la capacidad de competencia de la producción uruguaya frente a la argentina con una inversión notoria de la dirección del intercambio de mercaderías y del turismo entre ambos países.

Las expectativas jugaron un rol muy importante en Uruguay en los primeros años de la década actual. Como ya se señaló, durante el período 1979-1982 la política económica procuró influir en el comportamiento del público en materia de ritmo esperado de inflación, mediante el preanuncio del tipo de cambio con una anticipación de hasta seis meses. Esta fijación de la tasa de devaluación por parte de la autoridad económica presuponía un descenso del ritmo de incremento de los precios internos. Las expectativas del público, sin embargo, eran diferentes, ya que ellas estimaban la futura tasa de inflación mediante la proyección del ritmo de variación de los precios del período anterior, al que agregaban una elevada prima de riesgo, por desconfianza en el mantenimiento de la política cambiaria.

Esta diferencia entre las expectativas de las autoridades económicas y del público, como también entre distintos grupos de agentes económicos, influyó de modo muy significativo en la evolución de la tasa de interés real. Por un lado, los depositantes en pesos estaban dispuestos a ofrecer fondos a una tasa real *ex-ante* que fuera positiva, lo que implicaba altas tasas nominales de interés. Al mismo tiempo, los demandantes de crédito aceptaban pagar esas altas tasas, dado que suponían una evolución más rápida de los precios en el futuro, la cual, en caso de materializarse, generaría tasas de interés real negativas.³

La realidad confirmó las proyecciones oficiales, de lo que resultaron tasas de interés real *ex-post* fuertemente positivas, que introdujeron cambios sustantivos tanto en la estructura de los costos financieros de las empresas como en su nivel de endeudamiento.

El año 1982 marcó el período de mayor divergencia entre las expectativas del gobierno y del sector privado. A esas alturas la relación costo/precio de los bienes y servicios comerciables se había alterado sustancialmente habida cuenta de los diferentes ritmos de evolución de los precios externos, por un lado, y de los salarios y tasas de interés en dólares por otro. Así, durante ese año, el valor unitario de las exportaciones disminuyó 10% en tanto el salario medio valorado en dólares era 70% superior al de 1978 y la tasa de interés en moneda extranjera fluctuaba alrededor de 19%. Otros indicadores macroeconómicos mostraban signos de desequilibrio tales como tipos de cambio prefijados suponiendo una tasa declinante de inflación en circunstancias que existía un creciente déficit fiscal y una fuerte disminución de las reservas internacionales del Banco Central. Además, el abandono del sistema tabular en la Argentina en el año anterior constituía un factor informativo de alta ponderación para los agentes económicos, en razón de la repercusión significativa que ellos consideraban tendrían los hechos económicos argentinos sobre el mercado nacional.

Por otra parte, luego de los problemas financieros de Polonia, el conflicto de las Malvinas, y la decisión mexicana de suspender temporalmente el servicio de su deuda externa influyeron para que toda el área latinoamericana pasara a ser calificada como "zona de alto riesgo" por parte de la banca privada internacional, la cual redujo abruptamente sus créditos a la región.

³Tal supuesto coincidía con el patrón efectivo de las tasas reales de interés durante la mayor parte de la historia económica uruguaya reciente y había generado una modalidad de financiamiento empresarial que privilegiaba el uso del capital externo frente al propio en la estructura del pasivo de la mayor parte de las empresas.

Todo lo anterior contribuyó a crear una situación financiera sumamente inestable durante 1982. Por una parte, la guerra de las Malvinas acrecentó el flujo de capitales argentinos hacia Uruguay, el cual había sido ya muy cuantioso el año anterior.⁴ Así, a mediados de 1982 el sistema financiero poseía depósitos de ahorro o a plazo en moneda extranjera por 2 500 millones de dólares,⁵ monto cuatro veces superior al registrado a fines de 1977. (Véase el cuadro 4.)

Por otra, la conversión obligatoria de los depósitos en moneda extranjera a pesos decretada en México afectó parcialmente este proceso y causó un nuevo cambio en las expectativas de los inversionistas financieros. Además, tanto los residentes como los no residentes fueron modificando sus expectativas durante el año, previendo el abandono del régimen de fijación anticipada del tipo de cambio.

Dicha modificación reforzó la tendencia a la dolarización de la economía: los depósitos en moneda nacional se redujeron paulatinamente a medida que avanzó el año, en tanto crecieron los

Cuadro 4

URUGUAY: COLOCACIONES Y DEPOSITOS EN MONEDA EXTRANJERA DEL SECTOR PRIVADO EN EL SISTEMA BANCARIO

(Millones de dólares)

Saldo a fines de	Colocaciones					Depósitos						
	BROU	Banca privada			Total	Depósitos de ahorro				Otros depósitos	Total depósitos	
		R ^a	NR ^b	Total		BROU	Banca privada		Total			
1973	29	52	-	53	82	3	29	6	35	38	4	42
1974	32	62	-	62	94	5	43	9	51	56	6	62
1975	51	100	-	100	151	12	85	23	108	120	4	123
1976	75	154	1	155	230	33	188	46	234	267	10	277
1977	106	295	2	297	403	57	347	62	409	467	36	503
1978	161	394	17	411	572	71	407	161	569	640	17	657
1979	234	732	50	782	1 016	97	540	275	814	911	18	929
1980	422	1 054	77	1 131	1 554	138	566	473	1 040	1 178	47	1 224
1981	463	1 393	119	1 512	1 976	235	932	872	1 804	2 039	97	2 136
1982	504	1 474	137	1 611	2 115	322	719	701	1 420	1 742	82	1 824
1983	456	1 020	105	1 125	1 580	311	601	601	1 201	1 513	72	1 584
1982												
I	461	1 429	119	1 548	2 009	260	1 030	917	1 947	2 207	95	2 302
II	471	1 452	120	1 572	2 043	315	1 150	1 056	2 206	2 521	111	2 632
III	494	1 530	162	1 692	2 186	358	1 065	989	2 054	2 412	91	2 503
IV	504	1 474	137	1 611	2 115	322	719	701	1 420	1 742	82	1 824
1983												
I	468	1 366	126	1 492	1 959	286	668	576	1 244	1 530	73	1 602
II	467	1 263	105	1 368	1 836	286	622	605	1 226	1 512	77	1 589
III	479	1 182	101	1 283	1 762	305	639	553	1 192	1 497	65	1 562
IV	456	1 020	105	1 125	1 580	311	601	601	1 201	1 513	72	1 584
1984												
I	477	972	104	1 076	1 552	366	615	619	1 235	1 600	63	1 663
II	475	887	125	1 011	1 486	384	622	591	1 213	1 597	64	1 661
III	463	817	114	931	1 394	379	595	538	1 133	1 511	62	1 576
IV	455	755	149	903	1 359	356	556	473	1 029	1 385	55	1 440

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^a Residentes. ^b No residentes.

⁴ Como resultado esencialmente de la política económica argentina, los depósitos en moneda extranjera crecieron 74% en 1981, pasando de 1 225 millones de dólares a fines de 1980 a 2 135 millones en diciembre de 1981.

⁵ El 40% de dichos depósitos pertenecía a no residentes.

Cuadro 5

URUGUAY: PASIVOS MONETARIOS DEL SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO

(Miles de millones de nuevos pesos)

Saldos a fines de	Circulante	Depósitos en moneda nacional				Total moneda nacional	Depósitos moneda extranjera			Total pasivos monetarios
		Sector privado			Otros ^a		Sector privado	Otros ^a	Total	
		Vista	Plazo	Total						
1974	0.3	0.2	0.2	0.4	-	0.6	0.1	-	0.1	0.9
1975	0.5	0.3	0.4	0.7	0.1	1.3	0.3	-	0.3	1.6
1976	0.8	0.5	0.7	1.2	0.2	2.2	1.1	-	1.1	3.3
1977	1.1	0.7	1.1	1.8	0.3	3.1	2.5	0.1	2.6	5.7
1978	1.8	1.3	2.7	4.0	0.7	6.5	4.5	0.2	4.7	11.2
1979	3.2	2.6	6.3	8.9	1.5	13.6	7.7	0.4	8.1	21.7
1980	5.1	3.6	13.4	17.0	1.5	23.6	11.8	0.7	12.5	36.1
1981	6.1	3.5	17.9	21.4	0.7	28.2	23.6	0.8	24.4	52.5
1982	7.9	3.6	18.6	22.2	1.7	31.8	58.4	1.1	59.4	91.3
1983	8.4	4.4	23.1	27.5	1.3	37.2	65.0	1.5	66.6	103.7
1982										
I	5.5	3.1	18.0	21.1	0.6	27.3	26.4	1.1	27.5	54.8
II	5.4	3.0	17.5	20.5	0.8	26.7	31.4	0.8	32.3	58.9
III	5.3	2.6	17.2	19.8	0.6	25.8	31.9	1.0	32.9	58.6
IV	7.9	3.6	18.6	22.2	1.7	31.8	58.4	1.1	59.4	91.3
1983										
I	7.5	2.8	20.1	22.9	2.9	33.3	49.7	1.0	50.8	84.1
II	6.1	8.2	22.7	25.9	4.3	36.3	48.8	1.5	50.3	86.6
III	5.9	3.5	22.4	25.9	3.4	35.1	54.7	0.2	55.0	90.1
IV	8.4	4.4	23.1	27.5	1.3	37.2	65.0	1.5	66.6	103.7
1984										
I	8.4	4.4	28.0	32.4	1.4	42.2	88.0	1.8	89.8	132.0
II	9.1	4.6	29.9	34.5	1.5	45.0	85.8	2.0	87.9	132.9
III	9.4	4.2	32.8	37.0	1.2	47.9	88.0	1.7	89.8	137.7
IV	12.1	7.5	33.6	41.1	1.5	54.7	102.5	2.3	104.8	159.5

Fuente: Banco Central del Uruguay.

^aIncluye depósitos del Banco Hipotecario, empresas públicas y casas de cambio.

denominados en moneda extranjera. (Véase el cuadro 5.) A su vez, el sistema bancario indujo a los tomadores de crédito a un cambio de la moneda del contrato a fin de evitar o reducir el desequilibrio entre los montos de sus depósitos y sus créditos en dólares y de hacer recaer el riesgo cambiario sobre aquéllos. Los prestatarios aceptaron esa modificación ya que no disponían de liquidez suficiente para cancelar sus obligaciones. Al mismo tiempo, las renovaciones de los créditos se hicieron automáticas, incluyendo el capital y los intereses. Por último, las tasas de interés real en moneda nacional fueron superiores al 25%, en tanto las cobradas por los créditos en moneda extranjera no acompañaron la caída registrada en el mercado mundial y se mantuvieron sobre el 18%.

Fue en estas circunstancias que el Banco Central anunció en noviembre que se retiraba del mercado cambiario y que la cotización de moneda extranjera se establecería en el futuro mediante un régimen de mercado. El efecto inmediato de esta medida fue un brusco aumento del tipo de cambio, que subió de 14 a 28 pesos por dólar entre mediados de noviembre y fin de diciembre.

La primera consecuencia importante de esta marcada elevación de la paridad cambiaria se observó en la estructura de los activos y los pasivos financieros bancarios, con un cambio abrupto en la relación entre los endeudamientos en moneda nacional y en moneda extranjera. Así, en tanto a mediados de año la distribución según monedas era por mitades, a fines de 1982 el endeudamiento en moneda nacional representaba 26% del total y las obligaciones en moneda extranjera representaban el 74% restante.

Naturalmente, este hecho determinó un cambio significativo tanto en la situación relativa de las empresas dedicadas a producir distintos bienes como en las expectativas del público y los agentes económicos. Así, las empresas que producían bienes para la exportación o sustitutivos o competitivos con las importaciones podían mantener, en principio, la relación de endeudamiento sobre ventas existentes antes de la modificación cambiaria. Por el contrario, las empresas dedicadas a la producción de bienes y servicios no comerciables internacionalmente y que estaban endeudadas en moneda extranjera sufrieron una aguda elevación de su coeficiente deuda-ventas.

En suma, los factores recesivos y el desequilibrio financiero que habían comenzado a manifestarse a mediados de 1981 se agudizaron durante 1982. El año cerró con una caída del producto interno bruto de casi 10%, con un abultado déficit fiscal equivalente a casi 9% del producto interno bruto, con una importante fuga de capitales de alrededor de 1 200 millones de dólares y con fuerte aumento del endeudamiento externo —que subió de 3 100 millones de dólares a fines de 1981 a 4 250 millones al término de 1982— y, sobre todo, de la deuda externa del sector público —que casi se duplicó al pasar de 1 460 millones a 2 700 millones de dólares. (Véanse el cuadro 6 y el gráfico 1.)

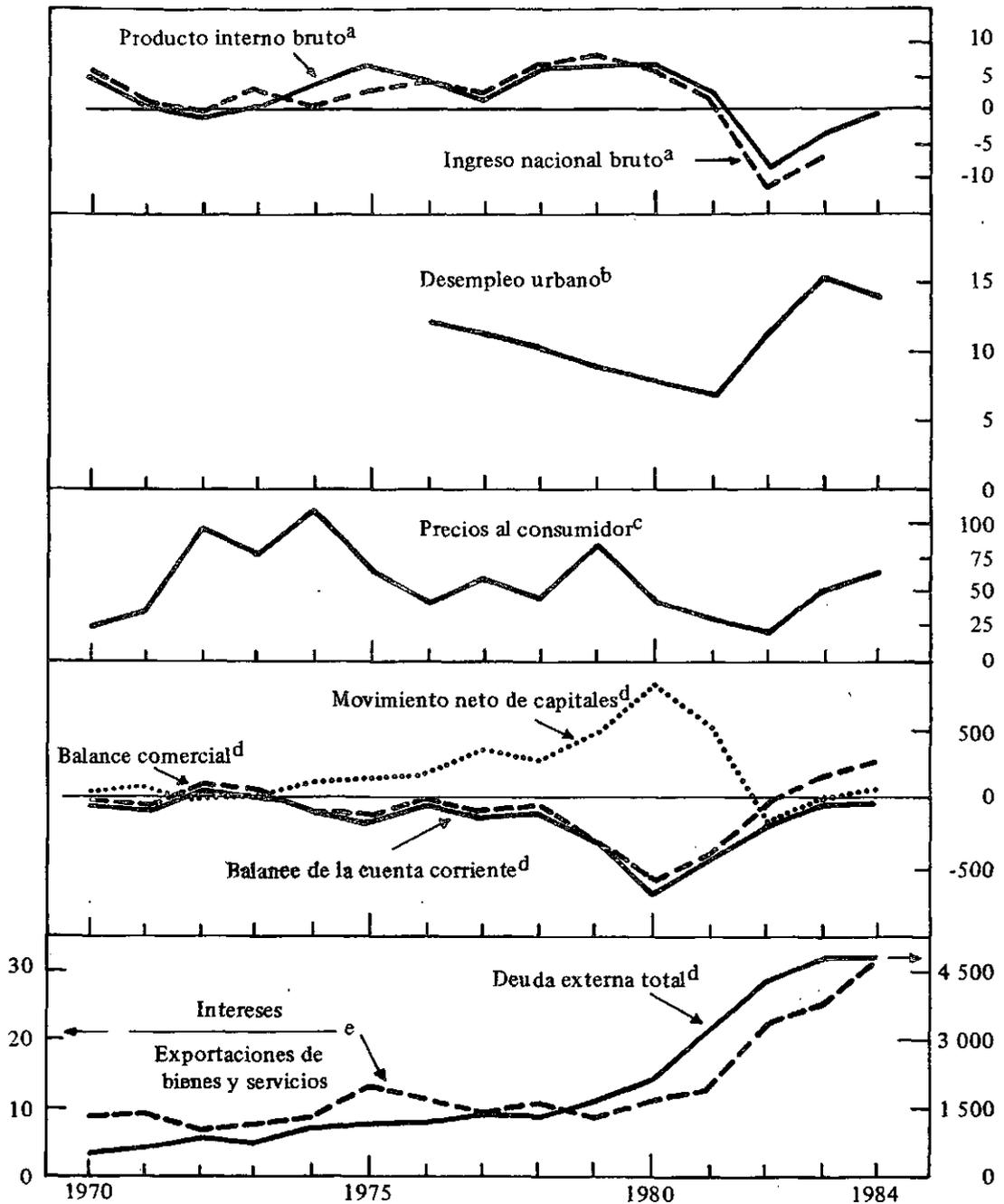
Cuadro 6

URUGUAY: PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Indicadores económicos básicos										
Producto interno bruto a precios de mercado (millones de dólares de 1970)	3 328	3 461	3 501	3 686	3 913	4 148	4 227	3 830	3 640	3 573
Población (millones de habitantes)	2.83	2.84	2.86	2.87	2.89	2.91	2.93	2.95	2.97	2.99
Producto interno bruto por habitante (dólares de 1970)	1 176	1 218	1 226	1 283	1 354	1 426	1 444	1 300	1 226	1 195
Tasas de crecimiento										
Indicadores económicos de corto plazo										
Producto interno bruto	5.9	4.0	1.2	5.3	6.2	6.0	1.9	-9.4	-5.0	-1.8
Producto interno bruto por habitante	5.1	3.3	0.8	4.8	5.5	5.3	1.2	-10.0	-5.7	-2.5
Ingreso interno bruto	3.9	4.4	-0.6	6.0	6.5	5.3	1.5	-9.4	-7.4	-0.8
Relación de precios del intercambio de bienes y servicios	-26.5	1.5	-9.5	4.2	1.7	-3.5	-8.3	0.2	-9.4	5.6
Valor corriente de las exportaciones de bienes y servicios	10.4	26.3	16.1	12.9	30.8	27.8	11.5	-24.0	-0.2	
Valor corriente de las importaciones de bienes y servicios	14.0	4.3	29.6	6.1	55.1	42.5	-2.1	-24.4	-24.7	
Precios al consumidor										
Diciembre a diciembre	66.8	39.9	57.2	46.0	83.1	42.8	29.4	20.5	51.5	66.1
Variación media anual	81.4	50.6	58.2	44.5	66.8	63.5	34.0	19.0	49.2	55.3
Dinero										
Sueldos y salarios	66.3	42.0	39.0	39.6	52.6	64.4	43.6	18.3	18.3	41.0
Tasa de desocupación	...	...	11.8	10.1	8.4	7.4	6.7	11.9	15.5	14.3
Ingresos corrientes del gobierno										
Ingresos corrientes del gobierno	67.6	74.7	70.6	48.0	93.7	77.5	42.2	-8.0	50.8	35.0
Gastos totales del gobierno	70.8	51.8	55.2	49.5	74.7	79.3	43.7	43.9	19.9	50.3
Déficit fiscal/gastos totales del gobierno	-26.9	-15.9	-7.6	-8.4	1.5	0.5	-0.5	-36.4	-20.1	-28.3
Millones de dólares										
Sector externo										
Saldo del comercio de bienes y servicios	...	...	-106	-57	-309	-618	-397	-48	217	227
Saldo de la cuenta corriente	...	...	-172	-133	-363	-716	-468	-235	-60	-124
Variación de las reservas internacionales ^b	...	...	201	183	25	174	51	-497	-115	-70
Deuda externa total	1 031	1 135	1 320	1 240	1 682	2 153	3 129	4 255	4 589	4 688

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.
^aCifras preliminares. ^b(+) Aumento.

Gráfico 1
 URUGUAY: PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS



Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

^aTasa anual de crecimiento. ^bTasa anual media en Montevideo. ^cVariación porcentual de diciembre a diciembre. ^dMillones de dólares. ^ePorcentajes.

B. EL PROGRAMA DE AJUSTE 1983-1984

Conjuntamente con adoptar la decisión de dejar flotar libremente el peso, las autoridades económicas iniciaron gestiones para refinanciar la deuda externa y llegar a un acuerdo de crédito contingente con el Fondo Monetario Internacional. Este se firmó a inicios de 1983 en el marco de un programa económico de dos años que finalizaría con la asunción de un nuevo gobierno en el segundo trimestre de 1985. Su aplicación constituyó la columna vertebral de la gestión económico-financiera en los años 1983 y 1984.

El programa reafirmó los principios de economía de mercado que había sustentado la política económica en los años anteriores. Los objetivos prioritarios fueron alcanzar una posición de balance de pagos sostenible en el mediano plazo, retornar a una cierta estabilidad de precios internos (una vez que se produjera el ajuste correctivo vinculado a la liberalización del mercado cambiario), y volver a obtener tasas positivas de crecimiento de la producción y el empleo.

Para lograr estos objetivos, se instrumentó un conjunto de políticas en las áreas externa, fiscal, financiera y de ingresos. En el sector externo, el programa había comenzado de hecho en noviembre de 1982 con la decisión de abandonar el sistema de preanuncio del tipo de cambio y de seguro cambiario que manejaba el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) y de sustituirlo por un esquema de tipo de cambio flotante. Con ello se esperaba eliminar la pérdida de reservas y, al mismo tiempo, propiciar un cambio en los precios relativos de los bienes comerciables y no comerciables que restableciera la competitividad de las actividades dedicadas a la exportación y a la sustitución de importaciones.

En forma conjunta con la flotación del peso se adoptaron medidas arancelarias y fiscales sobre el comercio exterior que modificaron el impacto directo de la variación cambiaria sobre el tipo de cambio efectivo de las importaciones y exportaciones. Así, se redujeron aranceles extraordinarios, se dio por terminado el programa de liberalización comercial, se sustituyeron los subsidios a la exportación de bienes no tradicionales por la devolución de los impuestos indirectos, y se aplicaron gravámenes a las exportaciones tradicionales. Con estas medidas se esperaba que el balance de pagos se fortaleciera rápidamente.

El programa incluía, asimismo, un manejo del endeudamiento externo compatible con la posición de deuda externa del sector público y las condiciones vigentes a la sazón en el mercado financiero mundial. Estos dos factores sugerían que las posibilidades de obtener financiamiento externo adicional eran bastante limitadas, lo que significaba, a su vez, que el ajuste debía basarse, fundamentalmente, en aspectos internos.

En el área fiscal se programó una drástica reducción del déficit del sector público, especialmente mediante un aumento de la presión fiscal, la contención del gasto, y una política realista en la fijación de tarifas públicas. El déficit del sector público no financiero, que había alcanzado algo más de 10% del producto interno bruto durante 1982, se debía reducir fuertemente en 1983 (hasta un máximo del 3% del producto interno bruto) y disminuir luego en forma gradual durante 1984, de modo de alcanzar el equilibrio al finalizar el programa.

El manejo del crédito interno neto del Banco Central se orientó hacia una política monetaria restrictiva que fuera consistente con los objetivos de balance de pagos y de precios; para ello se buscaría reducir la asistencia financiera del Banco Central al sector público y al sector privado no financiero. Un aspecto que condicionó en buena medida el financiamiento interno establecido en el programa monetario fue el comportamiento de la demanda por activos financieros denominados en pesos. Esta presentaba una tendencia declinante —la cual había sido reforzada por la reducción de confianza generada luego de las medidas cambiarias de noviembre— lo que limitaba la utilización del financiamiento del Banco Central.

El programa incluía, además, el abandono de la fijación de salarios del sector privado, excepto la del salario mínimo nacional, y la determinación de las remuneraciones de los funcionarios públicos y de las transferencias de seguridad social en función directa de las posibilidades fiscales.

En términos cuantitativos, el programa fijó las siguientes metas para el año 1983:

- i) Una pérdida de reservas del Banco Central no superior a 100 millones de dólares;
- ii) Un déficit no mayor al 2% del producto interno bruto para el gobierno central y a 3% para el total del sector público no financiero;

iii) Un incremento del crédito interno neto durante 1983 de aproximadamente 5 000 millones de pesos uruguayos, lo que equivalía a un aumento de alrededor de 40% con respecto a diciembre de 1982, y

iv) Un límite máximo de endeudamiento externo neto de 460 millones de dólares.

Estas metas podrían ser sobrepasadas en ciertos límites predeterminados en caso de que no se pudiera obtener la totalidad del financiamiento externo proyectado. También se fijaba un límite al incremento de la deuda externa de corto plazo, incluyendo Letras de Tesorería en poder del sector privado no financiero, que buscaba limitar la posibilidad de aumentar las obligaciones de cortísimo plazo del sector público.

Si bien no se las incluyó como metas específicas, las variaciones de precios y del tipo de cambio constituían elementos básicos del programa. De este modo, las metas cuantitativas señaladas anteriormente se asentaban en hipótesis de aumentos de los precios internos y del tipo de cambio de alrededor de 30% en el transcurso de 1983, lo que significaba incrementos anuales medios de algo menos de 40% en el caso de los precios y de casi 100% del tipo de cambio. Esto implicaba, a su vez, un fuerte incremento del tipo de cambio real medio.

En el área real, se esperaba que las medidas anteriores tuvieran como resultado un modesto crecimiento del producto interno bruto de 1% en 1983 y una expansión de 4% en 1984, basada principalmente en el dinamismo del sector exportador.

El programa para 1984 se elaboraría en definitiva a fines de 1983, a la luz del comportamiento de la economía durante el primer año del acuerdo. En general, sin embargo, se esperaba obtener los equilibrios internos y externos hacia el final del período acordado. Para ello se facilitarían durante los dos años préstamos por un monto de 378 millones de Derechos Especiales de Giro (equivalentes a algo más de 400 millones de dólares) los cuales se desembolsarían trimestralmente.

Los lineamientos principales del programa original estuvieron vigentes durante casi todo el bienio 1983-1984. Ello se debió a varias causas.

En primer término, el gobierno se comprometió con el grupo de bancos extranjeros con el cual acordó la refinanciación de la deuda externa a mantener el programa de ajuste formulado en forma conjunta con el Fondo Monetario Internacional, organismo que, como es habitual en estos casos, debía actuar como supervisor y aval del cumplimiento del programa.

Al mismo tiempo, la situación política interna fue moviéndose paulatinamente hacia la terminación del período de gestión gubernamental a principios de 1985. En este contexto, los acontecimientos políticos de 1984 coadyuvaron a que se produjera, en la práctica, un período de transición que determinó, en el área económico-financiera, el mantenimiento de los principales lineamientos del programa iniciado en el año anterior, pese a que la meta fiscal no se pudo cumplir desde fines de 1983.

Sin embargo, aun cuando, en esencia, existió un único programa vigente durante todo el bienio 1983-1984, se pueden distinguir cuatro subperíodos diferenciables según los tipos de instrumentos utilizados y, particularmente, por las expectativas vigentes en cada uno de ellos. Estos cuatro subperíodos son:

1. Noviembre 1982-junio 1983;
2. Julio-noviembre 1983;
3. Diciembre 1983-octubre 1984
4. Noviembre y diciembre 1984.

1. El período noviembre 1982-junio 1983

Como ya se mencionó, la corrección cambiaria de noviembre de 1982 afectó fuertemente el comportamiento de los agentes económicos tanto públicos como privados.

Inicialmente hubo una significativa caída de la confianza en el mantenimiento de la política de libre cambio y de convertibilidad de la moneda nacional, hecho que condujo a un rápido y continuo descenso de los depósitos en dólares en el sistema financiero. Así, sólo en el mes de diciembre se registró una reducción de 430 millones en dichos depósitos, cifra equivalente al 19% del saldo existente a fin de noviembre.

Sin embargo, el sistema bancario dio una importante muestra de solidez durante los meses posteriores a la corrección cambiaria. Los bancos con participación de capital extranjero hicieron

significativos aportes de fondos girados desde sus casas matrices para satisfacer el retiro de depósitos que estaban colocados, en general, a la vista y a plazos que oscilaban entre 30 y 90 días.

A fines de abril la hemorragia había sido detenida, luego de una caída de los depósitos de 710 millones de dólares (32% sobre el saldo de noviembre) que dejó al sistema financiero con un saldo negativo entre depósitos y colocaciones en moneda extranjera de casi 400 millones de dólares, suma equivalente a 25% de sus depósitos en dólares. Dado que la corrección cambiaria alteró fuertemente la capacidad de repago de los prestatarios en moneda extranjera, la vulnerabilidad del sistema aumentó considerablemente.

El ajuste de la economía se realizó en forma aún más intensa que lo programado durante los siete meses que cubre este subperíodo. Ello se debió a que el financiamiento externo neto obtenido por el sector público fue bastante menor al proyectado, lo que obligó a restringir la expansión del crédito del Banco Central más allá de lo previsto.

Por otra parte, el abandono del sistema de tipo de cambio preanunciado produjo una fuerte corrección de la paridad peso-dólar en los primeros meses de vigencia del esquema de flotación cambiaria. De hecho, durante diciembre y en los primeros días de enero de 1983 se asistió a un enorme incremento de la cotización del dólar, en una suerte de efecto de *overshooting*. Si bien el alza del tipo de cambio era previsible, ella fue reforzada por un importante incremento de la emisión monetaria en diciembre, mes en que ésta creció 38%, como consecuencia de la demanda de crédito del Banco Central por parte del Fisco y del Banco Hipotecario del Uruguay (BHU).

La modificación del sistema cambiario introdujo, además, otro cambio de importancia, ya que la política monetaria pasó a constituir una variable instrumental de primera magnitud en sustitución de la fijación del tipo de cambio.

De hecho, en el nuevo esquema, la alta liquidez producida por el crecimiento de la emisión se transformó en un factor de presión sobre el tipo de cambio. Para enfrentarla, la autoridad monetaria adoptó a mediados de enero, un conjunto de medidas orientadas a absorber rápidamente dicho exceso de liquidez. Con este fin, ella dispuso la duplicación de los coeficientes de encajes que debía mantener el sistema bancario sobre los depósitos en moneda nacional⁶ y efectuó operaciones de mercado abierto a altas tasas de interés nominal (de alrededor del 100% anual).

El mercado respondió rápidamente en el sentido previsto. En particular, los títulos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central constituyeron un activo atractivo para el sistema financiero, habida cuenta de que el nivel de confianza en el repago de las deudas del sector privado con el sistema bancario había descendido abruptamente y, por ende, los bancos no tenían interés en acrecentar sus créditos a las empresas privadas. La adquisición de títulos del Banco Central a plazos cortos y alto interés constituyó, entonces, un mecanismo apto para la canalización de la liquidez del sistema, lo que permitió una pronta absorción de fondos e hizo posible enmarcar la política monetaria dentro del programa previsto originariamente.

Con todo, el manejo del programa en el área monetaria enfrentó durante este subperíodo problemas causados por cierta falta de coherencia entre el comportamiento del Banco Central y el del Banco de la República, que afectó a los mercados financiero y cambiario.

Dado que el BROU canaliza alrededor de la mitad del valor de las exportaciones, su oferta de divisas constituye un aporte de singular importancia en el conjunto de transacciones cambiarias del país. Durante todo este subperíodo, el BROU mantuvo una política de participación reducida en el mercado, restringiendo su venta de dólares. Así, la demanda por moneda extranjera no se enfrentaba a una oferta fluida y la cotización del dólar subió fuertemente, de 14 pesos el 25 de noviembre a un máximo de 45 pesos en los primeros días de enero y se estabilizó entre marzo y junio en una franja de 31 a 34 pesos. Ello significó un alza de casi 150% en relación a la cotización vigente al finalizar la política de preanuncio del tipo de cambio.

El nuevo sistema que aparecía como de flotación limpia —ya que el BCU no intervino en el mercado cambiario— en la práctica constituía un mecanismo híbrido, ya que la autoridad monetaria hacía frente a parte de las necesidades de divisas del sector público sin reconstituir en el mercado la pérdida de reservas que ello implicaba. Así, pese a que se estaba en un régimen de flotación, el BCU siguió perdiendo reservas, aunque a menor ritmo que durante el período anterior.

Un hecho de indudable relevancia dentro de este subperíodo fue la refinanciación de la deuda externa del sector público con el conjunto de bancos internacionales acreedores. El acuerdo alcanzado

⁶Se aumentó la tasa básica del 5 al 10% y la marginal del 20 al 40%.

consistió en una refinanciación a siete años (con dos de gracia) del total de los créditos que se habían otorgado al sector público hasta febrero de 1983. El acuerdo incluyó el 90% de las amortizaciones que vencían en 1983 y 1984 y 240 millones de "fondos frescos", con lo cual su monto total ascendió a 930 millones de dólares. El monto del financiamiento nuevo adicional estuvo directamente vinculado al programa convenido con el FMI.

A fines del primer semestre del año las distintas variables que constituían las metas del programa se ubicaron por debajo de los límites prefijados. En general, este resultado se obtuvo con comodidad, salvo en el caso del déficit de la Administración Central. El cumplimiento de esta submeta⁷ presentó algunas dificultades, principalmente por una recaudación menor que la prevista, ya que en los gastos se produjo un fuerte ajuste, con un descenso del orden de 23% en términos reales. Las sucesivas correcciones tarifarias que se adoptaron durante el período, junto a una importante reducción de las existencias de petróleo —en el marco de una política de manejo de inventarios que tuvo en cuenta la evolución decreciente del precio internacional de los hidrocarburos— permitieron el cumplimiento de las previsiones referidas al resto del sector público no financiero. De este modo, el resultado global de los primeros seis meses del programa mostró un dramático ajuste en las cuentas del sector público.

No obstante, subsistieron algunos problemas de importancia.

En primer lugar, y pese a que, como ya se mencionó, el sistema financiero respondió en buena forma al drenaje de depósitos en moneda extranjera, algunas empresas bancarias siguieron mostrando signos de debilidad. Ello llevó al Banco Central a propiciar la venta de cinco bancos que fueron adquiridos por grupos financieros del exterior, luego de que se sanearon sus carteras de préstamos en base a adquisiciones por parte del instituto emisor de los créditos de difícil cobro, por un monto de 386 millones de dólares.⁸ Además, ante las dificultades para obtener recursos externos que eran imprescindibles para el cumplimiento del programa, el BCU obtuvo fondos externos mediante operaciones de préstamos vinculados a la compra de carteras vencidas de algunos bancos. El valor total de los créditos al sector privado en poder del BCU relacionados a ambos tipos de operaciones ascendió a mediados de 1983 a alrededor de 600 millones de dólares.

En segundo término, se acentuaron las expectativas inflacionarias. En efecto, a principios de 1983 los agentes económicos privados suponían una fuerte inflación futura, ya que ellos extrapolaban la tasa inflacionaria asociada al impacto inmediato de la modificación cambiaria y no confiaban en el mantenimiento de la política de ajuste. Al mismo tiempo el Banco Central abonaba altas tasas de interés nominal —del orden de 100%— en sus operaciones de mercado abierto. A su vez, la mayor parte de los créditos al sector privado en el sistema financiero se renovaban automáticamente, incluyendo los intereses, dada la imposibilidad de cancelación de los préstamos en el marco de un descenso general del valor de los activos y, por consiguiente, de las garantías correspondientes.

En este contexto general, y una vez que finalizó el primer impacto correctivo de la devaluación sobre los precios, la tasa de interés real fue fuertemente positiva: de hecho, a partir de marzo se volvió a tasas de interés superiores al 20% en términos reales. (Véase otra vez el cuadro 3.)

2. El período julio-noviembre de 1983

A inicios del tercer trimestre se produjo una modificación en el manejo de la política cambiaria. Luego de fuertes presiones sobre el peso y teniendo en cuenta que el Banco de la República había aumentado en buena medida sus reservas internacionales en los primeros seis meses del año, se dispuso que éste interviniera en el mercado cambiario utilizando las divisas obtenidas en el comercio exterior. En esta forma se estableció en la práctica un mecanismo de minidevaluaciones diarias que llevaba implícito un aumento del tipo de cambio de aproximadamente 45% anual.

Durante este subperíodo, las distintas variables evolucionaron de acuerdo a lo previsto, salvo la recaudación impositiva, que mostró una tendencia descendente en términos reales, como efecto directo de la naturaleza procíclica de la estructura tributaria —en que hay un fuerte predominio de los impuestos indirectos— y de la caída de la actividad económica y del comercio exterior.

Aun cuando se produjo una impresionante reducción en el gasto fiscal —los egresos de la Administración Central bajaron 20% en términos reales— el descenso más pronunciado de los

⁷La meta corrientemente utilizada es el déficit global del sector público no financiero.

⁸De los que fueron descontados 127 millones de dólares por asistencia financiera.

ingresos determinó que el déficit del gobierno central, excluidos los ingresos extraordinarios, equivaliera a alrededor de 4% del producto interno bruto. La percepción de ingresos extraordinarios no tributarios mantuvo a esta variable, sin embargo, dentro de los límites del programa.

Hacia fines del tercer trimestre la economía mostraba varios hechos importantes:

- i) Se había agotado la capacidad de ajuste en el sector fiscal;
- ii) El ajuste en el sector externo se producía principalmente por contracción de importaciones, sin respuesta positiva, en términos nominales, de las exportaciones;
- iii) Existía una refinanciación generalizada del crédito del sistema financiero al sector privado —en parte por un mecanismo de refinanciación dispuesto por el gobierno y en parte por la política que de hecho seguían los bancos;
- iv) Se había restaurado la capacidad de competencia de los productos uruguayos en el mercado externo, en particular en los países limítrofes;
- v) Luego del primer impacto inflacionario correctivo, había decrecido sustancialmente el ritmo de aumento de los precios;
- vi) Parecía haberse detenido la caída de la actividad interna.

En general, durante octubre y noviembre se mantuvieron los lineamientos generales del tercer trimestre, con la diferencia de que el déficit de la Administración Central ya sin la presencia de ingresos extraordinarios extrapresupuestales, aumentó significativamente.

Por otra parte, el comportamiento del Banco de la República durante todo el año 1983 constituyó un importante factor de contracción monetaria. En efecto, a grandes rasgos el circuito del dinero en la economía durante el primer año de la flotación cambiaria (diciembre 1982 a noviembre 1983) mostraba los siguientes lineamientos principales:

- i) El Banco Central monetizaba el déficit fiscal y el del Banco Hipotecario del Uruguay;
- ii) La emisión resultante se volcaba fundamentalmente a la compra de moneda extranjera que reflejaba la fuga de capitales del sistema bancario;
- iii) El principal proveedor de divisas al mercado cambiario luego de julio de 1983 era el Banco de la República, como consecuencia de su alta participación en el comercio exterior del país y de la obtención de un superávit comercial de cerca de 220 millones de dólares, y
- iv) Por último, el impacto expansivo de la contrapartida en moneda nacional que obtenía el BROU por ventas de moneda extranjera se neutralizó, en gran parte, mediante depósitos en el Banco Central, que a fines de 1983 equivalían al 60% de la emisión.

3. El período diciembre de 1983-octubre de 1984

Al igual que en el año anterior, es necesario incluir a diciembre de 1983 en un período distinto al del correspondiente año calendario. En efecto, a principios de ese mes se produjo el cambio del Ministro de Economía y Finanzas y se modificó nuevamente la política cambiaria, retornándose a un régimen de flotación relativamente pura. Para ello se suspendió la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario y se centralizaron en el BCU las operaciones relacionadas con las necesidades de divisas del sector público no financiero. Esto implicó que el Banco Central pasó a actuar como comprador neto en el mercado cambiario y que el BROU se limitara a desempeñar sus funciones como banco comercial. Lo anterior tuvo como consecuencia una elevación de la cotización del dólar cercana al 10%, que fue lo que el mercado consideró era el rezago cambiario existente a esa fecha.

Por otra parte, el déficit financiero del sector público correspondiente al cuarto trimestre de 1983 rebasó la meta acordada, hecho que motivó la suspensión del acuerdo de crédito contingente con el Fondo Monetario Internacional.

A inicios de 1984 se anunció una pauta de crecimiento de los medios de pago de 3% mensual. Se esperaba, al mismo tiempo continuar con la reducción del déficit fiscal, que se cubriría con recursos genuinos y sin asistencia financiera del Banco Central; el ajuste se debería producir en adelante por medio del aumento de la presión fiscal efectiva, ya que se consideraba que la reducción del gasto era un procedimiento prácticamente agotado.

Al mismo tiempo, se esperaba una reactivación del sector real de la economía con un crecimiento del producto interno bruto de alrededor de 5%, principalmente como consecuencia de la reversión del signo del balance de servicios no factoriales, que aportaría alrededor de 250 millones de dólares más que durante 1983.

De acuerdo al esquema de ajuste que propiciaba el programa original, el sector público no financiero debía alcanzar el equilibrio a fines de 1984, con un déficit no mayor al 1% del producto interno bruto. Como ya se mencionó, la brecha financiera se había estabilizado a un nivel de 4% del producto interno bruto, de modo que se requerirían nuevas medidas para volver al programa básico.

Dado que las tarifas y precios de las empresas públicas se fueron corrigiendo de forma que mantuvieran un nivel adecuado en términos reales, su balance conjunto se mantuvo cercano al equilibrio financiero. El problema continuó, en cambio, en la Administración Central, en la cual, dada la estructura del gasto, había escaso margen de maniobra para reducir los egresos, en tanto la presión fiscal efectiva presentaba una tendencia decreciente.

A mediados de septiembre la conducción económica otorgó un aumento de salarios a los funcionarios públicos, reajustó las jubilaciones y pensiones e incrementó el salario mínimo nacional del sector privado. Al mismo tiempo introdujo algunas modificaciones en el sistema tributario, incrementando la tasa del IVA, creando un nuevo impuesto a las transacciones de moneda extranjera, y reestructurando la imposición al agro mediante la reducción del impuesto a las exportaciones tradicionales (las denominadas detracciones) y la creación de un impuesto a la renta de las actividades agropecuarias. Sin embargo, el resultado neto de estos cambios no permitió reducir la brecha fiscal hasta lo previsto en el programa original.

La inflación fue otro campo en que en 1984 no se cumplieron las metas del programa. Durante los primeros diez meses del año el incremento de precios alcanzó un ritmo anual de 70%, como resultado de un incremento correctivo de 7% en enero —producto de la liberalización cambiaria, del fuerte incremento de la emisión de diciembre, y del aumento de los salarios decretado en enero— y de un aumento medio mensual de 4% hasta octubre. Este ritmo inflacionario significó, empero, un importante abatimiento de la tasa real de interés para los tomadores de crédito en moneda nacional, la que se ubicó alrededor de 7% a fines de año.

Por otra parte, hacia el tercer trimestre de 1984 la actividad productiva no mostraba signos de reactivación. Dos hechos constituían las principales causas de este comportamiento.

En primer término, el programa estaba orientado a fortalecer la competitividad externa de la producción nacional de modo de promover por esa vía una reactivación industrial originada en el aumento de la producción de bienes exportables. Si bien el objetivo de elevar la capacidad de competencia uruguaya se logró con bastante rapidez, especialmente para mercados relevantes como los de Argentina, Brasil y Estados Unidos, el mantenimiento o la intensificación de las trabas a la importación —que fue especialmente marcado en el ámbito regional— impidió un crecimiento de las exportaciones industriales acorde a las condiciones competitivas de la oferta.

Por otra parte, el programa suponía que el sector privado recibiría un determinado nivel de financiamiento, el cual nunca se obtuvo, con lo cual las empresas vieron limitadas sus posibilidades de expansión por carencia de financiamiento oportuno. Ello ocurrió tanto en lo referente al financiamiento externo como interno. En efecto, la formulación del programa incluía un conjunto de metas para el sector público y otro para la economía en su totalidad; en ambos casos las metas suponían un determinado financiamiento, del cual el programa sólo explicitaba el relativo al crédito interno neto del Banco Central y el incremento del endeudamiento externo del sector público, quedando implícito el que correspondía a la evolución prevista del financiamiento al sector privado. Sin embargo, en la práctica, distintos hechos operaron de forma que éste no pudo alcanzar en ningún momento el nivel de financiamiento requerido.

En primer término, la banca comercial no estuvo dispuesta a aumentar el riesgo de sus colocaciones, con lo cual sólo aportó financiamiento a empresas que parecían claramente viables y prácticamente congeló el crédito otorgado al resto del sector privado. En segundo lugar, el Banco de la República mantuvo a partir de julio un elevado monto de depósitos en el Banco Central, que constituyeron un abultado excedente de encaje, que sustrajo recursos en la plaza. En tercer lugar, el financiamiento interno para el sector privado fue menor al previsto en razón de que el sector público no se comportó conforme a las metas establecidas y financió su brecha adicional mediante la colocación de Letras de Tesorería en dólares con atractivas tasas de interés ($\text{LIBOR} + 2.75\%$) y créditos obtenidos a través de disposiciones del Banco Central que obligaron al sistema bancario privado a mantener una determinada proporción de sus depósitos en moneda nacional y extranjera en letras especiales de Tesorería. Por último, los límites de endeudamiento externo que se incluyeron en el programa nunca fueron alcanzados, lo que significó un elemento contractivo de gran importancia para el conjunto de la economía.

4. El período noviembre a diciembre de 1984

La evolución de la economía durante los dos últimos meses del año estuvo fuertemente influida por las elecciones nacionales.

Durante noviembre, la posibilidad de un cambio sustancial de política económica y financiera condicionó en gran medida el comportamiento de los agentes económicos. Así, hubo retiros de depósitos en moneda extranjera de los bancos comerciales que superaron los 100 millones de dólares (monto equivalente a alrededor de 7% del total) y una significativa caída de la renovación de Letras de Tesorería en moneda extranjera. Al mismo tiempo, el aumento de la demanda de dólares durante las tres primeras semanas determinó un alza del tipo de cambio de 7.5% en un entorno de expectativas negativas que dificultaron la acción del Banco Central para actuar en el mercado cambiario sin reforzar la presión sobre el tipo de cambio. De esta forma, las reservas internacionales del BCU se redujeron en más de 130 millones de dólares en el período comprendido entre fines de octubre y el 25 de noviembre, día en que se efectuó el acto electoral.

El resultado electoral modificó el escenario anterior, produciendo una reversión de las expectativas, el retorno de depósitos en dólares al sistema financiero y una activa demanda de documentos públicos en moneda extranjera. Con ello, la pérdida de reservas internacionales del Banco Central en 1984 fue en definitiva de sólo 70 millones de dólares.

Por el contrario, el déficit fiscal mostró un ritmo creciente hacia fines de año. Por una parte, el Gobierno Central aumentó su asistencia financiera al Banco Hipotecario, mientras que el incremento en el tipo de cambio incidió directamente en el servicio de la deuda. Al mismo tiempo, se produjo un atraso tarifario al no corregirse el precio de los servicios públicos de acuerdo a la evolución de la cotización cambiaria, con lo cual las empresas públicas en su conjunto entraron en desequilibrio financiero. Finalmente, en diciembre se dispuso un aumento de 22% de los salarios del sector público y de 10% en las jubilaciones, sin que se adoptaran nuevas medidas tributarias. Si bien las tarifas públicas se corrigieron al mismo tiempo en 9.5%, ello no fue suficiente para impedir un crecimiento de su desequilibrio financiero en razón de que el aumento del tipo de cambio desde la corrección tarifaria anterior fue de alrededor de 25%.

La política monetaria del último bimestre de 1984 estuvo fuertemente influida por los comportamientos reseñados. El incremento del déficit fiscal no financiero y de la asistencia al Banco Hipotecario del Uruguay significaron un aumento de la liquidez que presionó de inmediato sobre el tipo de cambio. A fin de limitar el crecimiento de dicha liquidez, la autoridad monetaria recurrió a sucesivos incrementos de encaje y a disposiciones que obligaron al sistema financiero a absorber documentos públicos denominados en pesos y en moneda extranjera, buscando neutralizar mediante la contracción de los medios de pago los efectos generales del creciente desequilibrio fiscal.

II. LA EVOLUCION DE LA ECONOMIA

A. LA ACTIVIDAD ECONOMICA

1. Tendencias de la oferta y de la demanda globales

Tras alcanzar en 1981 su máximo nivel desde que se conocen registros estadísticos en el país, la oferta global de bienes y servicios cayó continuamente en los tres años siguientes y descendió en 1984 a un nivel 20% inferior al registrado en 1981 y similar al obtenido ya en 1977. (Véase el cuadro 7.)

A esta baja contribuyó, en primer término, el descenso del producto bruto interno que cayó cerca de 16% entre 1981 y 1984, a raíz de reducciones de casi 10% en 1982, de 5% en 1983 y de algo menos de 2% en 1984. Pero ella obedeció también a la contracción del volumen de las importaciones de bienes y servicios, que disminuyó aún más fuertemente a partir del alto nivel alcanzado en 1981. De hecho aquel fue 40% menor en 1984 que en 1981, en tanto el coeficiente de importaciones fue el más bajo de los últimos 14 años.

Por su parte, el volumen de las exportaciones de bienes y servicios, luego de recuperarse en 1983 de su fuerte caída del año anterior aumentó 1.5% en 1984. Dicho incremento se debió enteramente al aumento del turismo ya que las exportaciones de bienes se redujeron 13% en términos reales.

Cuadro 7

URUGUAY: OFERTA Y DEMANDA GLOBALES

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Miles de millones de nuevos pesos de 1978										
Oferta global	33.2	34.5	35.3	37.2	40.5	43.0	43.8	39.3	36.0	35.1
Producto interno bruto a precios de mercado	27.9	29.1	29.4	30.9	32.8	34.8	35.5	32.1	30.5	30.0
Importaciones de bienes y servicios	5.3	5.4	5.9	6.3	7.7	8.2	8.3	7.2	5.5	5.1
Demanda global	33.2	34.5	35.3	37.2	40.5	43.0	43.8	39.3	36.0	35.1
Demanda interna	29.1	29.5	29.9	31.7	34.6	36.9	37.3	33.5	29.4	28.4
Inversión bruta interna	3.1	3.7	4.3	5.0	6.1	6.5	5.9	4.8	3.2	2.6
Inversión bruta fija	3.1	4.0	4.3	4.9	5.1	6.3	6.1	5.2	3.6	2.7
Construcción ^b	2.1	2.4	2.4	3.2	3.7	3.8	3.9	3.7	2.6	2.1
Maquinaria y equipo	1.0	1.7	1.9	1.7	2.2	2.4	2.2	1.5	1.0	0.6
Variación de existencias	-0.1	-0.3	-	-	0.3	0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-
Consumo total	26.1	25.8	25.6	26.7	28.5	30.5	31.4	28.7	26.1	25.8
Gobierno general	3.3	3.6	3.5	3.8	4.3	4.2	4.6	4.5	4.1	4.2
Privado	22.8	22.2	22.2	22.9	24.2	26.2	26.9	24.3	22.0	21.6
Exportaciones de bienes y servicios	4.1	4.9	5.3	5.5	5.9	6.1	6.5	5.8	6.6	6.7
Composición porcentual										
Oferta global	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Producto interno bruto a precios de mercado	84.0	84.3	83.3	83.1	80.3	80.9	81.0	81.7	84.7	85.5
Importaciones de bienes y servicios	16.0	15.7	16.7	16.9	18.7	19.1	19.0	18.3	15.3	14.5
Demanda global	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Demanda interna	87.7	85.7	85.0	85.1	84.6	85.8	85.2	85.2	81.7	80.9
Inversión bruta interna	9.2	10.7	12.3	13.3	15.0	15.0	13.5	12.2	8.9	7.4
Inversión bruta fija	9.4	11.7	12.3	13.3	14.3	14.5	13.9	13.2	10.0	7.7
Construcción ^b	6.3	6.9	6.9	8.6	8.9	8.9	8.9	9.4	7.2	6.0
Maquinaria y equipo	3.1	4.8	5.4	4.7	5.4	5.6	5.0	3.8	2.8	1.7
Variación de existencias	-0.2	-1.0	-	-	0.7	0.5	-0.4	-0.9	-0.8	-
Consumo total	78.5	75.0	72.7	71.8	69.6	70.8	71.7	73.0	72.5	73.5
Gobierno general	10.0	10.4	9.8	10.2	10.5	9.9	10.4	11.4	11.4	12.0
Privado	68.5	64.6	62.9	61.6	59.1	60.9	61.3	61.8	61.1	61.5
Exportaciones de bienes y servicios	12.3	14.3	15.0	14.9	14.4	14.2	14.8	14.8	18.3	19.1
Tasas de crecimiento										
Oferta global	3.9	3.7	2.2	5.6	10.0	6.3	1.7	-10.3	-8.4	-2.5
Producto interno bruto a precios de mercado	4.4	4.0	1.2	5.3	6.2	6.0	1.9	-9.5	-5.0	-1.8
Importaciones de bienes y servicios	-	2.3	8.3	7.1	21.6	7.6	1.0	-13.3	-23.6	-7.3
Demanda global	3.9	3.7	2.2	5.6	10.0	6.3	1.7	-10.3	-8.4	-2.5
Demanda interna	2.4	1.3	1.5	5.8	9.2	6.8	1.0	-10.1	-12.2	-3.4
Inversión bruta interna	24.7	21.0	17.2	14.2	23.9	5.4	-8.9	-18.6	-33.4	-18.8
Inversión bruta fija	36.8	28.3	7.2	14.4	19.0	6.3	-3.0	-14.8	-30.8	-25.0
Construcción ^b	23.3	12.4	2.6	32.4	13.8	5.2	1.2	-5.1	-29.7	-19.2
Maquinaria y equipo	80.5	60.6	13.7	-8.7	28.6	8.3	-9.7	-31.8	-33.4	-40.0
Variación de existencias	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Consumo total	...	-1.0	-0.8	4.4	6.5	7.1	3.1	-9.6	-9.1	-1.1
Gobierno general	3.0	7.5	-3.3	10.3	12.6	-1.3	7.5	-2.2	-8.9	2.4
Privado	-0.6	-2.3	-0.4	3.4	5.4	8.6	2.4	-9.7	-9.5	-1.8
Exportaciones de bienes y servicios	17.9	21.0	7.2	4.3	6.6	3.6	6.2	-10.8	13.4	1.5

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^a Estimación preliminar.^b Incluye plantaciones y cultivos permanentes.

Durante 1984 disminuyó asimismo en más de 3% la demanda interna. Como resultado de esta merma y de las caídas mucho más pronunciadas ocurridas en los dos años anteriores, su nivel en 1984 fue 24% más bajo que en 1981. La contracción fue sustancial tanto en el consumo como en la inversión. Esta última, en particular, se vio fuertemente afectada por la crisis del último trienio. Así, luego de crecer a un ritmo medio anual muy alto de aproximadamente 17% en el período 1974-1980, ella cayó fuerte e ininterrumpidamente a partir de 1981, acumulando una baja de alrededor de 60% en el cuatrienio 1981-1984.

En la evolución de la inversión en construcción un factor determinante fue la influencia argentina. En efecto, hasta 1980-1981, la sobrevaloración de la moneda de ese país orientó una importante demanda habitacional hacia zonas turísticas uruguayas, especialmente en Punta del Este, la cual decayó luego abruptamente al elevarse el tipo de cambio. La iniciación y término de dos complejos hidroeléctricos de gran magnitud —Salto Grande y Palmar— constituyó otro factor de indudable importancia tanto en el crecimiento inicial como en la crisis ulterior de la inversión en construcción. Por último, un tercer factor que influyó sobre la crisis del sector fue la reducción de los programas de viviendas financiadas por el Banco Hipotecario del Uruguay a partir de 1983 a raíz de la crisis del financiamiento interno y externo que enfrentó el país.

Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo mostró signos de debilidad desde inicios de la década, en razón de las altas tasas de interés real, la continua reducción de la relación precio-costos de los bienes exportables, la evolución desfavorable de la demanda externa, la baja aguda de la demanda interna, el elevado nivel de endeudamiento de la mayoría de las empresas y las dificultades que éstas tuvieron para obtener nuevo financiamiento.

Como resultado de estos cambios, el coeficiente de inversión bruta fija sobre el producto interno en valores corrientes disminuyó rápidamente desde un máximo de 17.3% en el bienio 1979-1980 a menos de 10% en el bienio 1983-1984. (Véase el cuadro 8.) Esto no sólo significó que él cayó por debajo de los reducidos niveles registrados a fines de la década del 60, sino que implicó también que en los últimos dos años la inversión neta fue nula o, aun, ligeramente negativa.

La caída de la inversión fue acompañada, asimismo, de cambios importantes en sus fuentes de financiamiento: mientras el ahorro externo financió en promedio alrededor del 40% de la inversión bruta interna durante el período 1980-1982, en los dos años posteriores su participación se redujo a 20% y 5% respectivamente.

Los factores externos incidieron desfavorablemente, además, en la contribución del ahorro interno al financiamiento de la inversión, ya que el efecto acumulado del mayor endeudamiento externo y de las altas tasas de interés internacionales hicieron crecer en forma muy marcada los pagos de factores al exterior. Al mismo tiempo, la relación de precios del intercambio se deterioró notoriamente. En estas circunstancias, el esfuerzo para incrementar el ahorro interno que se realizó a partir de 1983, gracias al cual éste subió de menos de 11% del producto bruto interno en 1982 a 14% en 1984, no alcanzó siquiera para neutralizar la drástica reducción derivada de la desfavorable evolución de los pagos de factores al exterior y de la relación de precios del intercambio. A raíz de ello, la participación del ahorro nacional en el producto interno bruto se redujo sustancialmente a partir de 1982, cayendo de un promedio de 11% en 1980-1981 a 8.3% en 1984. (Véase el cuadro 9.)

Cuadro 8

URUGUAY: COEFICIENTE DE INVERSION^d

Año	Porcentaje	Año	Porcentaje
1965	11.3	1979	17.3
1970	11.5	1980	17.3
1975	13.5	1981	15.4
1976	14.8	1982	14.4
1977	15.2	1983	11.0
1978	16.8	1984	8.7

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^d Relación entre inversión interna bruta y el producto interno bruto a precios corrientes.

Cuadro 9

URUGUAY: FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN BRUTA INTERNA

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Porcentaje de la inversión bruta interna										
Inversión bruta interna	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Ahorro nacional bruto	53.3	83.9	73.2	76.1	69.0	59.9	66.0	57.8	79.9	94.9
Ahorro interno bruto	62.5	88.8	87.7	85.5	72.0	67.7	69.6	72.2	138.0	161.5
Pagos netos de factores al exterior	-15.2	-13.1	-9.6	-9.4	-4.6	-6.0	-4.9	-16.1	-36.1	-52.3
Efecto de la relación de precios del intercambio	6.0	8.2	-4.9	-	1.6	-1.8	1.3	1.7	-22.0	-14.3
Ahorro externo	46.7	16.1	26.8	23.9	31.0	40.1	34.0	42.2	20.1	5.1
Porcentajes del PIB										
Inversión bruta interna	10.9	12.7	14.8	16.0	18.7	18.5	16.6	15.0	10.5	8.7
Ahorro nacional bruto	5.8	10.6	10.8	12.2	12.9	11.1	11.0	8.7	8.4	8.3
Ahorro interno bruto	6.8	11.3	12.9	13.7	13.5	12.6	11.6	10.8	14.5	14.1
Pagos netos de factores al exterior	-1.7	-1.7	-1.4	-1.5	-0.9	-1.1	-0.8	-2.4	-3.8	-4.6
Efecto de la relación de precios del intercambio	0.7	1.0	-0.7	-	0.3	-0.4	0.2	0.3	-2.3	-1.2
Ahorro externo	5.1	2.1	4.0	5.8	5.8	7.4	5.6	6.3	2.1	0.4

Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial.
^aCifras preliminares.

Por último, el consumo total disminuyó fuertemente (-10%) entre 1982 y 1984. El consumo privado fue especialmente afectado, con una reducción superior al 11%, en tanto los gastos de consumo público disminuyeron a menor ritmo que el resto de las variables, con lo cual su participación en el producto bruto interno subió de 12% en 1980 a 14% en 1984. (Véase otra vez el cuadro 7.)

2. Evolución de los principales sectores

El reducido aporte del sector externo, que se esperaba representaría al principal factor dinámico de la economía, junto a la situación expectante adoptada por los empresarios en razón a la proximidad del cambio de gobierno con la consiguiente posibilidad de una modificación sustancial de las reglas de juego de política económica vigentes en los diez años anteriores, constituyeron el marco que condicionó en buena medida la acción de los agentes económicos durante 1984 y, en especial, en el segundo semestre.

En efecto, como ya se mencionó, el programa de ajuste puesto en marcha en 1983 se orientaba a elevar la competitividad de las exportaciones a fin de incentivar las ventas externas e inducir a una reacción en cadena en el resto de las actividades productivas.

De hecho, la capacidad de competencia en relación a los países limítrofes se modificó rápidamente y el precio de la mano de obra en dólares cayó a niveles muy inferiores a los vigentes en los años anteriores. (Véanse los gráficos 2 y 3.) Sin embargo, debido principalmente a las prácticas proteccionistas imperantes tanto en el mercado mundial como en el regional, no se avanzó demasiado en la dirección apuntada.⁹ De este modo, la contracción del mercado interno incidió más de lo previsto e impidió que se pudiera revertir la tendencia descendente del nivel de actividad que se inició a mediados de 1981.

El escaso financiamiento obtenido también operó de modo contractivo. En efecto, el alto nivel de endeudamiento interno de las empresas y las elevadas tasas de interés real que se mantuvieron

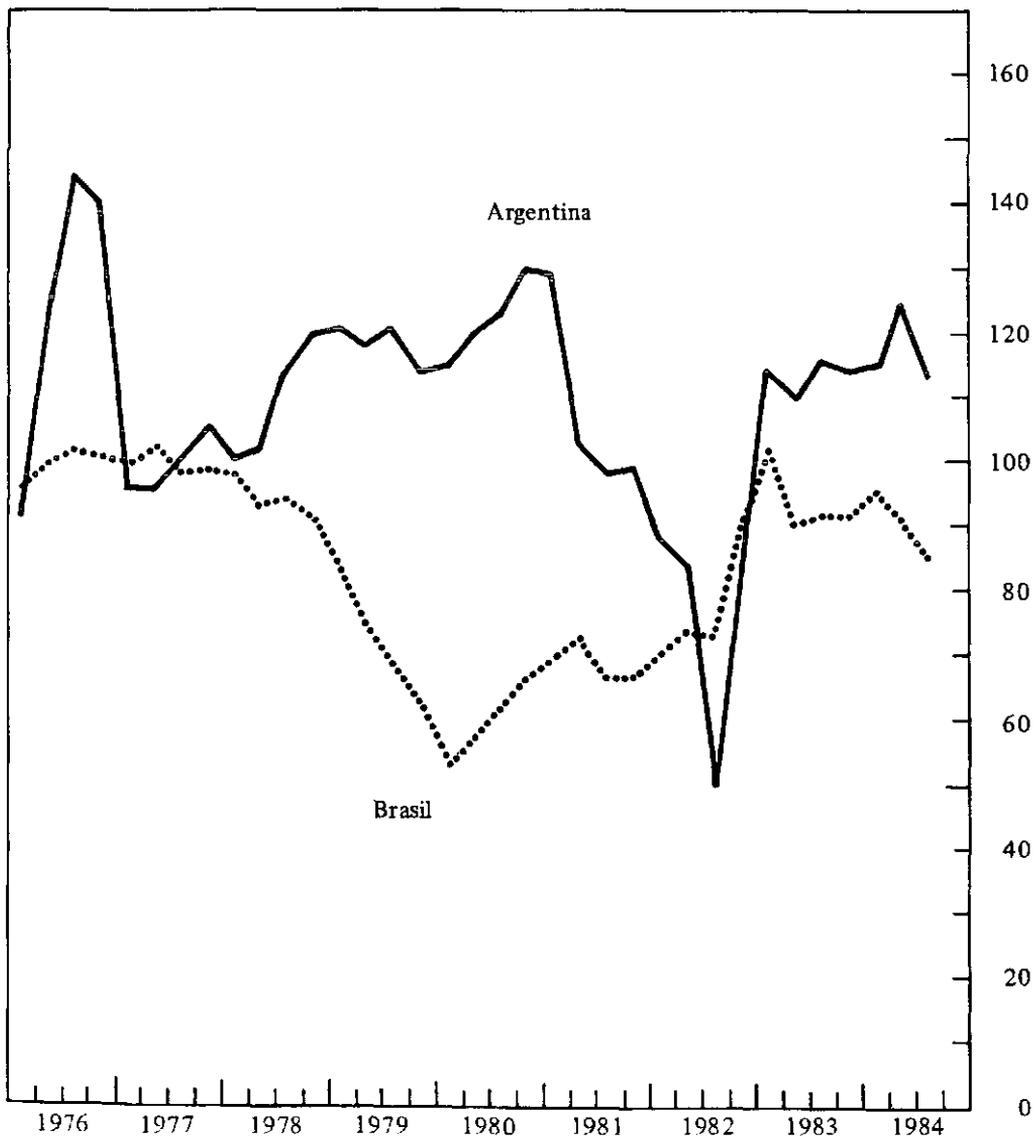
⁹Las exportaciones a Estados Unidos tuvieron un crecimiento importante, pero enfrentaron cuotas que impidieron una expansión mayor.

vigentes durante casi todo el bienio 1983-1984 constituyeron restricciones significativas para la recuperación de la producción.

De este modo, el sector agropecuario, la construcción, el comercio y los servicios de intermediación financiera continuaron desenvolviéndose en un contexto desfavorable y no lograron revertir la abrupta caída que ellos sufrieron en los dos años anteriores. Algunas industrias de exportación mostraron, en cambio, una evolución positiva. En particular, las ramas de textiles, calzado y vestimenta trabajaron a buen ritmo durante 1984, gracias a lo cual la industria manufacturera fue el único sector entre las actividades productivas de bienes que registró un aumento. (Véase el cuadro 10.)

Gráfico 2
URUGUAY: INDICES DE COMPETITIVIDAD COMERCIAL
CON ARGENTINA Y BRASIL

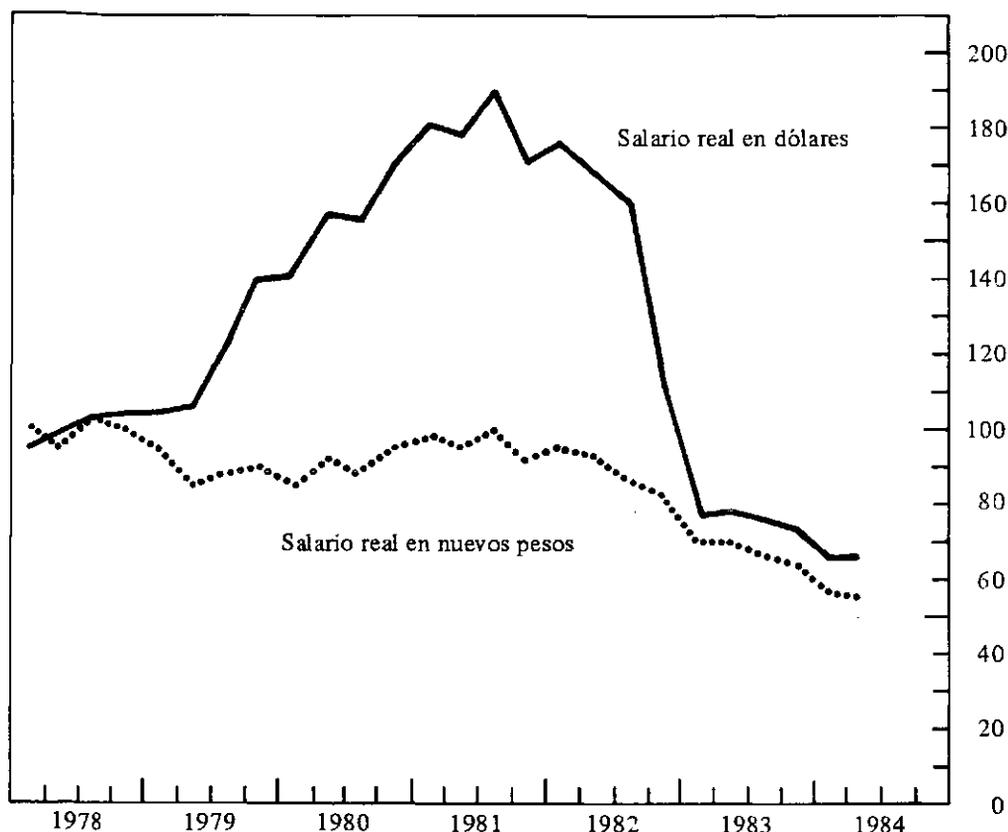
(1977 = 100)



Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

Gráfico 3
**URUGUAY: INDICES DE SALARIOS REALES EN DOLARES
 Y EN NUEVOS PESOS**

(1978 = 100)



Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales

a) **El sector agropecuario**

El producto agropecuario presentó notorios altibajos en los últimos diez años. Luego de crecer a una tasa media anual de 3% durante el período 1975-1977, cayó 7% en el bienio 1978-1979, aumentó espectacularmente (22%) en el período 1980-1981 y decayó nuevamente en los tres años siguientes. Así, en 1984 su nivel fue similar al obtenido en 1976.

Esta evolución derivó de los comportamientos bastante diferenciados que tuvieron dos grupos principales de productos. El primero de ellos —que mostró una clara tendencia ascendente— estuvo conformado por rubros relativamente nuevos, como el arroz y la lechería, y por el rubro tradicional de lana. Todos ellos se beneficiaron con mercados externos accesibles y tuvieron un crecimiento continuado, que sólo fue interrumpido en el caso del arroz en 1983 por problemas climáticos. Así, entre 1978 y 1983 la producción de lana creció 40%, la de leche se incrementó 15% y la de arroz subió 44%, pese a que, por la razón ya señalada, ésta cayó 23% en 1983. También la producción avícola tuvo un rápido crecimiento (21% anual) entre 1978 y 1981, pero la contracción de la demanda interna y externa determinó posteriormente una brusca reducción de su actividad. Aun así, en 1983 su nivel fue casi 40% superior al registrado en 1978. (Véase el cuadro 11.)

Cuadro 10

**URUGUAY: PRODUCTO INTERNO BRUTO POR ACTIVIDAD
ECONOMICA, AL COSTO DE LOS FACTORES**

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Millones de pesos nuevos de 1978										
Producto interno bruto	23 746	24 700	24 974	26 292	27 914	29 600	30 173	27 319	25 964	25 486
Bienes	9 438	9 755	10 190	10 635	11 238	11 934	11 851	10 413	9 456	9 215
Agricultura	3 001	3 058	3 156	2 946	2 933	3 408	3 596	3 332	3 245	3 078
Industria manufacturera ^b	5 561	5 708	6 019	6 368	6 815	6 980	6 662	5 536	5 148	5 294
Construcción	876	989	1 015	1 326	1 490	1 546	1 593	1 545	1 063	843
Servicios básicos	1 877	1 988	2 050	2 075	2 264	2 449	2 455	2 237	2 182	2 167
Electricidad, gas y agua	314	324	338	366	379	408	430	435	446	450
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	1 563	1 664	1 712	1 709	1 885	2 041	2 025	1 802	1 736	1 717
Otros servicios	12 431	12 957	12 734	13 582	14 412	15 217	15 867	14 669	14 326	14 104
Comercio	3 644	3 975	4 063	4 359	4 677	5 183	5 327	4 185	3 849	3 679
Bienes inmuebles	1 746	1 742	1 764	1 789	1 798	1 830	1 848	1 859	1 871	1 884
Otros sectores	7 041	7 240	6 907	7 434	7 937	8 204	8 692	8 625	8 606	8 541
Composición porcentual										
Producto interno bruto	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Bienes	39.8	39.5	40.8	40.4	40.3	40.3	39.3	38.1	36.4	36.2
Agricultura	12.7	12.4	12.6	11.2	10.5	11.5	11.9	12.2	12.5	12.1
Industria manufacturera ^b	23.4	23.1	24.1	24.2	24.4	23.6	22.1	20.3	19.8	20.8
Construcción	3.7	4.0	4.1	5.0	5.4	5.2	5.3	5.6	4.1	3.3
Servicios básicos	7.9	8.0	8.2	7.9	8.1	8.3	8.1	8.2	8.4	8.5
Electricidad, gas y agua	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6	1.7	1.8
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	6.6	6.7	6.8	6.5	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.7
Otros servicios	52.3	52.5	51.0	51.7	51.6	51.4	52.6	53.7	55.2	55.3
Comercio	15.3	16.1	16.3	16.6	16.8	17.5	17.7	15.3	14.8	14.4
Bienes inmuebles	7.4	7.1	7.1	6.8	6.4	6.2	6.1	6.8	7.2	7.4
Otros sectores	29.6	29.3	27.6	28.3	28.4	27.7	28.8	31.6	33.2	33.5
Tasas de crecimiento										
Producto interno bruto	5.9	4.0	1.1	5.3	6.2	6.0	1.9	-9.5	-5.0	-1.8
Bienes	8.2	3.4	4.5	4.4	5.7	6.2	-0.7	-12.1	-9.2	-2.5
Agricultura	5.6	1.9	3.2	-6.6	-0.4	16.2	5.5	-7.3	-2.6	-5.1
Industria manufacturera ^b	6.3	2.6	5.4	5.7	7.1	2.4	-4.5	-16.9	-7.0	2.8
Construcción	33.9	12.9	2.6	30.6	12.4	3.7	3.0	-3.0	-31.2	-20.7
Servicios básicos	5.0	5.9	3.1	1.2	9.1	8.2	0.2	-8.9	-2.5	-0.7
Electricidad, gas y agua	10.6	3.2	4.3	8.3	3.6	7.7	5.4	1.2	2.5	0.9
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4.0	6.5	2.9	-0.2	10.3	8.3	-0.8	-11.0	-3.7	-1.1
Otros servicios	4.4	4.2	-1.7	8.8	6.1	5.6	4.3	-7.6	-2.3	-1.5
Comercio	5.2	9.1	2.2	7.3	7.3	10.8	2.8	-21.4	-8.0	-4.4
Bienes inmuebles	0.1	-0.3	1.3	1.4	0.5	1.8	1.0	0.6	0.6	-0.7
Otros sectores	5.2	2.8	-4.6	7.6	6.8	3.4	5.9	-0.8	-0.2	-0.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aCifras preliminares.^bIncluye minería.

Cuadro 11

URUGUAY: INDICADORES DE LA PRODUCCION AGROPECUARIA

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Indice de producción agropecuaria (1978 = 100)	...	...	...	100.0	99.7	117.0	117.6	110.3	107.8	102.6
Agrícola ^b	118.4	125.3	117.8	100.0	97.4	122.5	118.2	114.7	111.7	111.5
Pecuaria	97.4	97.3	103.6	100.0	101.2	113.8	117.3	107.7	105.6	97.4
Producción de los principales cultivos^{bc}										
Trigo	526.5	455.7	504.9	173.2	174.3	429.5	306.6	387.8	363.1	418.7
Arroz	188.5	216.5	228.3	225.6	248.0	287.6	330.3	418.9	323.1	339.8
Lino	39.3	61.7	46.4	39.8	31.2	65.1	21.4	11.0	4.7	7.4
Girasol	51.4	77.1	34.4	71.6	51.4	47.6	45.0	46.2	18.8	25.9
Maíz	157.1	210.4	121.0	171.7	70.9	119.3	180.8	97.3	103.7	111.8
Remolacha	573.3	833.1	596.9	375.9	356.7	504.0	345.7	366.8	393.8	271.2
Indicadores de la producción pecuaria										
Producción ganado vacuno ^d	726.0	588.0	666.0	642.0	682.0	704.0	741.0	623.0	711.0	583.0
Producción de lana ^e	55.2	60.4	62.2	58.3	62.5	67.3	71.1	74.5	82.0	81.7
Producción de leche ^f	723.0	742.0	708.0	730.0	760.0	795.0	805.0	818.0	840.0	825.0
Beneficio^d										
Vacunos	674.0	806.0	684.0	627.0	522.0	648.0	756.0	790.0	878.0	601.0
Porcinos	32.5	32.5	31.0	31.0	31.0	27.7	28.3	27.0	26.0	...
Ovinos	109.5	95.0	100.0	99.0	75.0	74.4	125.7	131.1	102.6	101.0
Otras producciones										
Aves ^f	10.7	13.4	16.1	15.8	20.1	24.2	28.8	26.8	18.9	...
Huevos ^f	303.0	310.0	315.0	332.9	327.2	381.8	354.4	343.8	317.0	...
Tasas de crecimiento										
Indice de producción agropecuaria (1978 = 100)	...	...	...	...	-0.3	17.3	0.5	-6.2	-2.3	-4.8
Agrícola ^b	4.4	5.8	-6.0	-15.1	-2.6	25.8	-3.5	-3.0	-2.6	-0.2
Pecuaria	0.3	-0.1	6.5	-3.5	1.2	12.5	3.1	-8.2	-1.9	-7.8
Pesca y caza marítima	...	30.0	38.7	49.9	44.4	13.7	18.0	-15.9	-18.9	-10.2
Producción de los principales cultivos^{bc}										
Trigo	77.4	-13.4	10.8	-65.7	0.6	146.4	-28.6	26.5	-6.4	15.3
Arroz	19.4	14.9	5.5	-1.2	9.9	16.0	14.8	26.8	-22.9	5.2
Lino	49.4	57.0	-24.8	-14.2	-21.6	108.7	-67.1	-48.6	-57.3	57.4
Girasol	6.2	50.0	-55.4	108.1	-28.2	-7.4	-5.5	2.7	-59.3	37.8
Maíz	-30.2	33.9	42.5	41.9	-58.7	68.3	51.6	-46.2	6.6	7.8
Remolacha	33.6	45.3	-28.4	-37.0	-5.1	41.3	-31.4	6.1	7.4	-31.1
Indicadores de la producción pecuaria										
Producción ganado vacuno ^d	...	-19.0	13.3		6.3	3.2	5.3	-15.9	14.1	-18.0
Producción de lana ^e	...	9.4	3.0	-6.3	7.2	7.7	5.6	4.8	10.1	-0.4
Producción de leche ^f	...	2.6	-4.6	3.1	4.1	4.6	1.3	1.6	2.7	-1.8
Beneficio^d										
Vacunos	...	19.6	-15.2	-8.2	-16.8	24.2	16.7	4.5	11.1	-31.5
Porcinos	...	-	-4.6	-	-	-10.6	2.2	-22.6	-	...
Ovinos	...	-13.2	5.3	-1.0	-24.2	-0.8	69.0	4.3	-21.7	-1.6
Otras producciones										
Aves ^f	...	25.2	20.1	-1.9	27.2	20.4	19.0	-6.9	-29.5	...
Huevos ^f	...	2.3	1.6	5.7	-1.7	16.7	-7.2	-3.0	-7.8	...

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^a Cifras preliminares.^b Año agrícola.^c Miles de toneladas.^d Miles de toneladas en pie.^e Millones de litros.^f Millones de unidades.

El segundo grupo estuvo integrado por los restantes productos agropecuarios tradicionales, cuya producción mostró grandes altibajos. Entre ellos, destacó la ganadería de carne bovina, tanto por su gran importancia relativa como por su evolución. En efecto, la política de liberalización de precios y de mercados para la carne vacuna iniciada en agosto de 1978 y el marcado ascenso del precio internacional de este producto en el año siguiente —que, como puede verse en el cuadro 12, aumentó 57% entre fines de 1978 y el término de 1979— propiciaron un comportamiento muy activo de los productores pecuarios. En general, éstos procedieron a ampliar las pasturas y efectuaron inversiones para modernizar la producción y acortar el ciclo ganadero. De este modo, en 1980 el producto del sector pecuario se incrementó 12.5%. Con posterioridad, las condiciones imperantes tanto en el mercado mundial como en el interno cambiaron sustancialmente: el precio internacional del producto se redujo abruptamente —de 1 700 dólares la tonelada a fines de 1979 a 1 160 en el último trimestre de 1982— y la Comunidad Económica Europea entró a competir activamente en el mercado mundial ofreciendo carne a precios altamente subsidiados, lo que quitó compradores al país. En el plano interno, el alto nivel de endeudamiento de los productores a tasas de interés real fuertemente positivas y la marcada baja de los precios de la carne generaron una relación costo-precio muy desfavorable. De este modo, entre 1982 y 1983 se produjo una rápida disminución del hato ganadero, un aumento considerable de la matanza de vientres y un descenso general del nivel de actividad, con obvias consecuencias negativas sobre la disponibilidad de ganado apto para faena en los años 1984-1985.

Con todo, a partir de la corrección cambiaria de fines de 1982, el precio interno del ganado vacuno creció mucho más rápidamente que el de los demás precios de la economía, creándose un estímulo para la reconstitución de la capacidad productiva del sector. Así, mientras el índice de precios mayoristas de la producción bovina se multiplicó por cinco entre diciembre de 1982 y fines de 1984, el índice general de precios sólo se multiplicó por tres. (Véase el cuadro 13.) En estas circunstancias, durante 1984 la actividad del sector se orientó a la recomposición de las existencias.

La producción de cereales, oleaginosas e industriales osciló según los precios obtenidos y el clima reinante, sin tendencia definida, sembrándose para abastecer el mercado interno.

Esto último se observó también en los últimos años en el cultivo de frutas y verduras, luego de casos muy particulares de alta producción de algunos rubros que se exportaron durante el período de auge. Los cítricos —cuya producción fue estimulada por la evolución favorable de la demanda externa— constituyeron los rubros de mayor dinamismo en esta categoría.

En 1984 la producción agropecuaria disminuyó 5% como resultado de la fuerte contracción de la actividad pecuaria. Esta se redujo 8%, principalmente a causa del desfavorable comportamiento de la producción de carne vacuna (-18%) y de leche (-2%). La producción de lana también fue menor a la del año anterior, como consecuencia de una mortandad superior a la normal por malas condiciones climáticas, que afectaron también el estado sanitario de las majadas.

Cuadro 12

URUGUAY: PRECIO INTERNACIONAL DE LA CARNE VACUNA^a

(Dólares por tonelada)

	US\$	Variación anual	Índice 1978 = 100
1977	930		84.5
1978	1 100	18.3	100.0
1979	1 727	57.0	157.0
1980	1 500	-13.1	136.4
1981	1 350	-10.0	122.7
1982	1 159	-14.1	105.4
1983	1 100	-5.1	100.0
1984 ^b	1 000	-9.1	90.9

Fuente: Banco Central del Uruguay. El mercado mundial de carne bovina.

^aPromedio en el cuarto trimestre de cada año. ^bPreliminar.

Cuadro 13

**URUGUAY: INDICE DE PRECIOS INTERNOS AL POR MAYOR
DEL GANADO BOVINO**

A diciembre de cada año	Ganado bovino	Productos agropecuarios	General	Relación ganado/general
1978	100.0	100.0	100.0	1.00
1979	200.0	163.4	177.1	1.13
1980	168.1	190.7	227.6	0.74
1981	144.2	200.0	261.7	0.55
1982	215.2	236.6	349.3	0.62
1983	534.2	517.2	607.2	0.88
1984	1 081.6	984.0	1 117.4	0.97

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

Cuadro 14

URUGUAY: INDICADORES DEL SECTOR PESQUERO

	Capturas	Exportaciones	
	Miles de toneladas	Miles de toneladas	Millones de dólares
1973	17.5	1.7	0.8
1974	16.0	2.8	1.2
1975	26.2	8.0	3.4
1976	33.6	11.0	5.2
1977	48.3	17.7	10.3
1978	74.2	32.7	22.5
1979	108.1	47.8	36.2
1980	120.4	67.0	50.3
1981	144.9	82.2	60.5
1982	123.2	71.2	44.5
1983	144.1	71.1	45.0
1984	129.3	57.7	49.0

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Instituto Nacional de Pesca.

Por su parte, la producción agrícola se mantuvo en un nivel similar al del año anterior. Ello constituyó el resultado neto de leves incrementos en las cosechas de cereales y oleaginosas, de una reducción en la producción de uva de vino (debida a problemas climáticos) y del mantenimiento del resto de las producciones en niveles similares a los de 1983.

b) La pesca

La actividad pesquera constituye otro sector dinámico de la producción primaria que, tras evolucionar con gran dinamismo hasta 1981, ha enfrentado importantes problemas en los últimos años. Luego de un rápido desarrollo originado en la puesta en marcha del Plan Pesquero, que hizo que el volumen físico de la captura se multiplicara casi por cinco entre 1976 y 1981 y el valor de las exportaciones se multiplicara por 12, la demanda brasileña perdió dinamismo en tanto la demanda interna se enfrentó a un cierto umbral vinculado al cambio de los hábitos de consumo. Por otra parte, durante 1984 se produjo un extenso conflicto entre operarios y armadores, con lo cual el volumen físico de producción se redujo alrededor de 10%. (Véase el cuadro 14.) Durante ese año la actividad pesquera fue afectada, además, por las restricciones impuestas por Brasil a las importaciones de productos industrializados con miras a desviar la demanda hacia la importación de pescado natural de modo de elevar el grado de utilización de la capacidad instalada de su industria procesadora.

La industria manufacturera

Luego de haber alcanzado en 1980 su máximo nivel histórico y de descender continuamente en los tres años siguientes, la producción industrial aumentó 2.8% en 1984. Sin embargo, debido a su marcada contracción en los tres años anteriores, su nivel fue aún inferior al obtenido en 1975. (Véase el cuadro 15.)

Durante el quinquenio 1975-1979 el sector presentó gran dinamismo, creciendo a una tasa media anual de 5.4%. Este comportamiento fue además bastante generalizado, excepto en las ramas productoras de alimentos y bebidas, que representan alrededor de la cuarta parte del total de la producción industrial y que se expandiera a un ritmo bastante menor, cercano a 2% anual.

Cuadro 15

URUGUAY: INDICADORES DE LA PRODUCCION MANUFACTURERA

(Índice 1978 = 100)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Índice de producción manufacturera	87.4	89.7	94.6	100.0	107.1	109.7	104.7	87.0	80.9	83.2
Ramas industriales										
Alimentos	97.7	100.8	100.9	100.0	101.1	109.2	117.8	115.5	112.9	102.2
Bebidas	105.2	93.0	95.3	100.0	114.5	114.5	124.3	107.1	90.5	81.9
Tabacos	95.8	101.2	98.5	100.0	118.1	117.9	128.8	119.4	92.9	100.8
Textiles	84.8	83.6	93.7	100.0	116.8	118.4	106.5	62.4	84.2	102.0
Calzado y vestuario	71.8	80.7	90.3	100.0	91.9	90.7	80.8	52.7	63.6	74.2
Papel y productos de papel	67.4	71.5	81.4	100.0	114.6	118.5	103.2	83.8	84.5	103.4
Imprentas y editoriales	79.9	80.3	96.2	100.0	112.5	122.2	126.4	107.4	91.0	86.9
Cuero	62.1	84.1	100.1	100.0	72.2	87.0	83.6	81.6	94.1	90.1
Caucho	90.8	74.4	90.0	100.0	109.3	112.2	88.3	39.4	47.9	54.8
Productos químicos	83.1	84.2	88.3	100.0	127.3	109.2	105.6	87.4	76.6	82.4
Derivados del petróleo	103.5	99.1	93.8	100.0	95.7	94.4	88.9	89.4	74.1	74.8
Minerales no metálicos	86.0	86.3	97.3	100.0	115.5	117.1	104.5	74.3	58.9	58.7
Productos metálicos	75.6	85.7	99.2	100.0	126.2	116.6	98.7	75.7	60.5	61.1
Maquinas eléctricas	72.1	83.8	100.7	100.0	136.0	184.8	176.9	122.2	63.9	81.1
Material de transporte	76.2	77.6	79.3	100.0	126.2	138.0	108.1	67.3	50.4	59.0
Industrias diversas	...	...	...	100.0	136.2	121.6	96.6	79.2	74.2	81.9
Tasas de crecimiento										
Índice de producción manufacturera	...	2.6	5.5	5.7	7.1	2.4	-4.6	-16.9	-7.0	2.8
Ramas industriales										
Alimentos	8.0	3.2	0.1	-0.9	1.1	8.0	7.9	-2.0	-2.3	-9.5
Bebidas	-	-11.6	2.5	4.9	14.5	-	8.6	-13.8	-15.5	-9.5
Tabacos	1.0	5.6	-2.7	1.5	18.1	-0.2	9.2	-7.3	-22.2	8.5
Textiles	22.6	-1.4	12.1	6.7	16.8	1.4	-10.1	-41.4	34.9	21.1
Calzado y vestuario	-8.8	12.4	11.9	10.7	-8.1	-1.3	-10.9	-34.8	20.7	16.7
Papel y productos de papel	-7.6	6.1	13.8	22.8	14.6	3.4	-12.9	-18.8	0.8	22.4
Imprentas y editoriales	-0.2	0.5	19.8	4.0	12.5	8.6	3.4	-15.0	-15.3	-4.5
Cuero	22.5	35.4	19.0	-	-27.8	20.5	-3.9	-2.4	15.3	-4.3
Caucho	5.0	-18.1	21.0	11.1	9.3	2.6	-21.3	-55.4	21.6	14.4
Productos químicos	-11.5	1.3	4.9	13.2	27.3	-14.2	-3.3	-17.2	-12.3	7.6
Derivados del petróleo	9.8	-4.2	-5.3	6.6	-4.3	-1.3	-5.8	0.6	-17.1	0.9
Minerales no metálicos	4.7	0.3	12.7	2.8	15.5	1.4	-10.8	-28.9	-20.7	-0.3
Productos metálicos	-5.1	13.3	15.7	0.8	26.2	-7.6	-15.4	-23.3	-20.1	1.0
Maquinas eléctricas	5.4	16.2	20.2	-0.7	36.0	35.9	-4.3	-30.9	-47.7	26.9
Material de transporte	-0.9	1.8	2.2	26.1	26.2	9.3	-21.7	-37.7	-25.1	17.1
Industrias diversas	...	...	...	...	36.2	-10.7	-20.6	-18.0	-6.3	10.4

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

*Estimaciones preliminares con datos al mes de septiembre.

Cuadro 16

URUGUAY: CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA EN 1984^a

Grupo	Relación exportaciones/ventas	Variación porcentual	Incidencia sobre producción total
I	Más de 40%	8.9	2.1
II	Entre 25 y 40%	-3.7	-0.2
III	Carne y pescado	-29.9	-2.6
IV	Resto	5.5	3.5
Total		2.8	2.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial.

^aNueve meses.

Sin embargo, a partir de 1980, y con mayor intensidad en 1981, la caída tanto de la demanda externa como interna causó un cambio sustancial, de modo que la mayor parte de las actividades industriales mostraron sucesivas reducciones.

Así, la producción de máquinas y aparatos eléctricos, material de transporte, materiales de construcción, artículos metálicos y caucho se redujo fuertemente entre 1981 y 1984 al disminuir la demanda interna de viviendas, automotores y aparatos electrodomésticos.

La demanda externa de productos manufacturados también perdió significación, a medida que los problemas de pagos externos afectaron a los principales socios comerciales del país y que la sobrevaloración del peso restaba competitividad a los exportadores uruguayos.

Durante 1982 la recesión abarcó prácticamente todo el espectro industrial, con lo cual la producción manufacturera decreció 17%. La tendencia declinante continuó aproximadamente hasta mediados de 1983. En efecto, a partir del segundo semestre de ese año la actividad industrial mostró altibajos, con alguna reactivación de las exportaciones de las ramas más competitivas —como textiles, vestimenta y calzado— y un incremento de las ventas en el mercado interno, basado principalmente en la variación de la capacidad de competencia con los países limítrofes.

El buen nivel competitivo de los productos uruguayos a nivel internacional constituyó, asimismo, el principal elemento dinámico de la industria manufacturera durante 1984. A su vez, los factores con mayor incidencia negativa fueron el mantenimiento e intensificación de las trabas a la importación dispuestas por algunos países de la región, especialmente durante la primera mitad del año, y las dificultades en el abastecimiento de materias primas que enfrentaron la industria frigorífica y la pesquera. En esta última la producción se vio afectada, como ya se señaló, por un dilatado conflicto. Al mismo tiempo, el punto bajo del ciclo de producción bovina hizo que se redujera sustancialmente el abastecimiento de materia prima a la industria frigorífica, luego de dos años de abundante oferta generada por una política ganadera de intensa reducción de existencias. En conjunto, la contracción de estas dos ramas de la industria habría causado una caída de 2.6% de la producción total manufacturera. (Véase el cuadro 16.)

Por el contrario, las industrias que venden más del 40% de su producción en el mercado externo, generalmente en países altamente industrializados, incrementaron su producción en 8.9%. A su vez, las industrias que exportan entre 25% y 40% del total de su producción, a pesar de que tuvieron un comportamiento favorable durante la segunda mitad del año, registraron una baja de casi 4%. Por último, las ramas que solamente abastecen al mercado interno —o exportan saldos muy pequeños— aumentaron su producción en 5.5%.

Las industrias de alimentos y bebidas fueron las únicas en que la producción cayó fuertemente en 1984. Dentro de la primera, a las bajas ya mencionadas de la producción de carne y pescado, se adicionaron los descensos en la producción de lácteos y sacarígenas, con lo cual su producción total se redujo cerca de 10%. En la industria de la bebida continuó la tendencia declinante de los años anteriores, registrándose un descenso de 9.5%.

En cambio, las producciones de textiles y de calzado y vestimenta —que en conjunto aumentaron casi 20%— fueron las principales beneficiarias del incremento de demanda externa —proveniente principalmente de Estados Unidos— y de las compras efectuadas por los turistas.

También crecieron fuertemente la manufactura de máquinas y aparatos eléctricos (27%), papel y cartón (22%) y caucho (14%). No obstante, en todas estas actividades la producción fue bastante inferior a la obtenida en el quinquenio anterior.

Las manufacturas vinculadas a la construcción continuaron deprimidas, salvo el caso de la producción de cerámicas —principalmente azulejos— que se vio favorecida por la triplicación de sus exportaciones. Por último, en 1984 se recuperó parcialmente la industria automotriz, cuya producción, pese a haber aumentado 17%, se mantuvo a un nivel muy inferior a los registrados en los diez años anteriores.

d) *La construcción*

En el decenio 1975-1984 la evolución del sector de la construcción constituyó un elemento de primordial importancia en los cambios ocurridos tanto en el ámbito de la ocupación como en la actividad de un subconjunto de ramas industriales que están ligadas a ella a través del suministro de insumos y del equipamiento de los hogares. Después de aumentar intensamente entre 1975 y 1980, período en el cual creció a una tasa media anual de 16%, la construcción perdió dinamismo en 1981 y cayó fuerte e ininterrumpidamente en los tres últimos años siguientes. Como resultado de ello, su nivel de 1984 fue inferior al alcanzado ya en 1975.

Los principales factores explicativos de esta evolución extremadamente irregular fueron la construcción de dos importantes represas hidroeléctricas, la demanda argentina de viviendas de temporada turística en balnearios, y el programa habitacional llevado a cabo con financiamiento bancario oficial.

En los primeros años de la década del setenta se iniciaron las obras del complejo binacional hidroeléctrico de Salto Grande, con una capacidad de generación de 1 890 MW y cuya construcción significó un costo total de aproximadamente 2 000 millones de dólares. La crisis petrolera de 1973 llevó al gobierno a buscar una menor dependencia de los hidrocarburos para la generación de energía, comenzándose la construcción de una segunda represa hidroeléctrica (Palmar) capaz de generar 330 MW. De esta forma el sector construcciones contó con un aporte de singular importancia que representó casi el 55% del valor total de su producción durante el cuatrienio 1976-1979. (Véase el cuadro 17.)

A partir de 1975, al efecto expansivo creado por la construcción de las represas, se adicionó el generado por la considerable inversión efectuada por argentinos especialmente en Punta del Este. De hecho, la construcción en este balneario llegó a aportar en 1980 el 21% del valor total de la producción del sector. La excepcional magnitud de las represas y de la inversión residencial en Punta

Cuadro 17

URUGUAY: INDICADORES DE LA CONSTRUCCION

	Variación porcentual del valor bruto de producción	Participación porcentual de obras seleccionadas en el valor de la producción		
		Hidroeléctricas	Punta del Este	Total
1974	7.0	33.6	2.5	36.1
1975	32.4	44.4	5.0	49.4
1976	13.0	50.1	7.8	57.9
1977	2.4	54.4	8.1	62.5
1978	31.7	60.2	10.6	72.8
1979	13.3	49.0	17.8	66.8
1980	6.2	36.2	20.6	56.8
1981	2.2	39.4	10.7	50.1
1982	-4.0	22.8	3.5	26.3
1983	-30.0	7.8	1.4	9.2
1984	-18.5	...	...	...

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos oficiales.

Cuadro 18

URUGUAY: EVOLUCION DE LA DESOCUPACION

Período	Tasa de desocupación			Tasa de ocupación
	Montevideo	Interior urbano	Total	Montevideo
1977	11.8	...	...	47.4
1978	10.1	...	...	47.2
1979	8.4	...	...	47.8
1980				
I semestre	7.7	...	...	49.4
II semestre	6.8	...	...	51.7
1981				
I trimestre				
II trimestre	5.8	5.2	5.6	51.5
III trimestre	7.0	5.6	6.9	52.5
IV trimestre	7.9			
1982				
I trimestre	10.6	6.3	9.5	50.6
II trimestre	11.3			
III trimestre	11.9	12.8	12.7	50.5
IV trimestre	13.8			
1983				
I trimestre	15.5	12.9	14.6	47.3
II trimestre	16.1			
III trimestre	15.3			47.9
IV trimestre	14.8			49.2
1984				
I trimestre	14.5			49.2
II trimestre	14.2			49.4
III trimestre	14.5			49.6
IV trimestre	13.1			50.7

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

del Este alcanzó su punto máximo en 1978, año en que ellos aportaron en conjunto el 73% del valor total de las construcciones realizadas.

En el período 1980-1982, los dos factores mencionados perdieron fuerza. Por una parte, la modificación cambiaria argentina de fines de 1980 y principios de 1981 eliminó la sobrevaloración del peso y cambió drásticamente el sentido de la demanda entre ambos países. Por otra, en 1982 quedaron prácticamente finalizados los trabajos correspondientes a las dos represas.

El impacto negativo del corte abrupto de ambas demandas fue sólo parcialmente amortiguado en 1981 y 1982 con un programa de viviendas financiado por el Banco Hipotecario del Uruguay, en base a endeudamiento externo de corto plazo y crédito del Banco Central, que monetizó el déficit correspondiente. Sin embargo, la crisis de endeudamiento externo del sector público cortó también esta alternativa a fines de 1982.

En estas circunstancias, la actividad de la construcción se redujo a la mitad en el último trienio, cayendo 4% en 1982, 30% en 1983 y más de 18% en 1984.

e) Otros sectores

La producción de energía eléctrica creció 1% en 1984. Aunque la importante capacidad de generación de las represas hidroeléctricas Salto Grande y Palmar ha elevado fuertemente la oferta de electricidad del país, aún existe un estrangulamiento en el área de la transmisión, habida cuenta de la

antigüedad de la mayor parte de los cables que unen las fuentes de generación y los centros de consumo. El precio del servicio es competitivo frente al consumo de derivados del petróleo aunque sobre él incide en buena medida un importante costo financiero derivado del endeudamiento del país para la construcción de ambos complejos hidroeléctricos.

Por su parte, la intermediación comercial y de transporte —que en conjunto había disminuido 24% entre 1981 y 1983— bajaron nuevamente 3.4% en 1984, como consecuencia del ligero retroceso de la producción interna y de la fuerte caída de las importaciones. Como resultado de ello, en 1984 el nivel real de la actividad comercial fue similar al obtenido en 1975.

3. Evolución del empleo y del desempleo

La tasa de empleo en el Uruguay tuvo un importante cambio durante el período 1980-1982. En efecto, el auge de inicios de los años ochenta y la reducción del salario real del decenio anterior causaron un significativo incremento de la demanda de mano de obra, de modo que la tasa de empleo en Montevideo pasó de un promedio de 47.5% durante el trienio 1977-1979 a 52.2% en el segundo semestre de 1981. Este hecho promovió un mayor acceso de la mano de obra femenina al mercado de trabajo, lo cual a su vez generó un importante cambio en la ubicación socioeconómica de la mujer. La recesión posterior hizo que en los años siguientes este indicador descendiera a sus valores tradicionales. Así, durante el primer semestre de 1983 el coeficiente de empleo cayó, una vez más, por debajo de 48%. (Véase el cuadro 18.)

La tasa de desocupación presentó, naturalmente, un comportamiento inverso, registrando un valor mínimo de 5.8% durante el primer semestre de 1981 y mostrando luego un agudo crecimiento hasta la primera mitad de 1983, cuando subió a 16% en Montevideo y a 14.6% en el país. La detención de la caída de la actividad económica a mediados de ese año permitió, sin embargo, que la tasa de desempleo se redujera posteriormente de manera gradual, aunque manteniéndose a niveles muy altos. Esta tendencia continuó durante 1984, observándose un repunte de la tasa de empleo y una lenta baja de la de desocupación.

El sector en que la desocupación continuó siendo más grave fue la construcción, en la cual ella volvió a aumentar en 1984 como resultado de la nueva reducción de la actividad sectorial. Así a mediados de año el coeficiente de desocupación en la construcción alcanzó un máximo de 24%. En la industria manufacturera y en el comercio los coeficientes de desocupación fueron más bajos y siguieron una cierta tendencia descendente, no obstante lo cual ellos continuaron siendo muy altos en términos históricos.

B. EL SECTOR EXTERNO

1. Tendencias generales

a) *La crisis cambiaria de 1982*

Los severos problemas de cuentas externas que se agudizaron a partir de la crisis petrolera de 1974 parecían superados cuatro años después, durante los cuales las ganancias de reservas del Banco Central fueron de 135 millones de dólares y el endeudamiento externo y su servicio se situaron en niveles razonables. Como ya se señaló, en esas circunstancias, se tomó la decisión de privilegiar la lucha contra el proceso inflacionario sobre el del equilibrio del balance de pagos. Para ello se aplicó una política de devaluaciones preanunciadas de forma de actuar sobre las expectativas, y se disminuyeron los aranceles con miras a incrementar la oferta de bienes importados y limitar así las alzas de los precios en el mercado interno.

El cambio de estrategia antes mencionado fue adoptado hacia fines de 1978 y se consolidó en 1979. Sin embargo, al mismo tiempo, la favorable evolución de la capacidad de competencia con Argentina hizo que una excepcional corriente turística proveniente de ese país ampliara fuertemente la demanda interna de bienes y servicios, lo cual, unido a la existencia de protección redundante en algunas ramas industriales, contribuyó a generar un aumento de los precios internos del orden de 80%, que duplicó el registrado en el año precedente. Al no cambiarse el ritmo de devaluación —el alza del tipo de cambio alcanzó sólo a 20%— la apreciación de la moneda nacional se hizo notoria ya en ese año.

Cuadro 19

URUGUAY: FINANCIAMIENTO EXTERNO NETO

(Millones de dólares)

Año	Movimiento neto de capitales	Pago neto de factores	Financiamiento externo neto
1979	453	55	398
1980	811	100	711
1981	494	74	420
1982	-182	197	-379
1983	-10	288	-298
1984	37	362	-325

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

En 1980 hubo, además, otro factor que contribuyó a debilitar los incentivos para exportar y que, por ende, afectó las perspectivas del balance de pagos y del nivel de actividad: el fortalecimiento del dólar frente a las monedas europeas. Como en ese año el peso se devaluó nuevamente 20% con respecto al dólar mientras que éste se revaluó 30% frente a las monedas europeas, la moneda uruguaya tuvo de hecho una revaluación de 10% frente a las del grupo de países con mayor importancia en su intercambio comercial.

Finalmente, un tercer factor de alta significación en la evolución de la competitividad del sector exportador fue la divergencia de criterios en la fijación del tipo de cambio, por una parte, y los salarios, por otra: mientras el primero se estableció en función de una meta de inflación declinante, en la política de salarios se tuvo en cuenta la inflación pasada. El resultado de ambas políticas fue que el costo medio de salarios medidos en dólares casi se duplicó entre 1978 y 1981. (Véase otra vez el gráfico 3.)

Durante la mayor parte de 1982 se mantuvieron los lineamientos de política aplicados desde 1978 basados en el preanuncio del tipo de cambio y la apertura de la economía. Sin embargo, se hizo evidente a los agentes económicos que la evolución del tipo de cambio no guardaba relación con el comportamiento de los precios internos y externos. Por ende, la desconfianza cambiaria fue tomando impulso en el transcurso del año, al mismo tiempo que se producía un importante crecimiento del crédito interno del Banco Central derivado de la asistencia que debió prestar al gobierno central y al Banco Hipotecario. En el marco de un tipo de cambio programado y de una baja de la demanda de moneda nacional, el consiguiente exceso de oferta monetaria se materializó en una demanda sostenida y creciente de reservas internacionales. Así, la sustitución por parte del público de moneda nacional por extranjera hizo que, no obstante el crecimiento del crédito interno, la base monetaria disminuyera 11% con respecto a su nivel de principios de año. Ella originó, asimismo, una pérdida de reservas insostenible para la autoridad monetaria. De hecho, el endeudamiento externo y la pérdida de reservas financiaron una salida de capitales cercana a los 1 300 millones de dólares.

La evolución del sector externo fue afectada, asimismo, por los efectos de dos cambios exógenos de gran relevancia. El primero fue la brusca reversión del flujo de financiamiento externo neto y el segundo fue la caída de la demanda de importaciones de los países industrializados y, especialmente, de los de la región. De hecho, el cambio de sentido de la corriente financiera fue de tal magnitud, que en términos de financiamiento neto, él significó una variación de más de 800 millones de dólares en el bienio 1981-1982, cifra equivalente a alrededor de 85% de las exportaciones de bienes y a aproximadamente 15% del producto interno bruto. (Véase el cuadro 19.)

En estas circunstancias, y como ya se comentó, las autoridades decidieron que el tipo de cambio se fijara por el libre juego de la oferta y la demanda. Al mismo tiempo iniciaron negociaciones con el Fondo Monetario Internacional encaminadas a la firma de un acuerdo de crédito contingente que facilitara, a su vez, la refinanciación de la deuda externa del país.

Cuadro 20

URUGUAY: BALANCE DE PAGOS

(Millones de dólares)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Balance en cuenta corriente	-198	-82	-172	-133	-363	-716	-468	-235	-60	-124
Balance comercial	-125	-9	-106	-57	-309	-618	-397	-48	217	227
Exportaciones de bienes y servicios	551	696	809	913	1 194	1 526	1 701	1 537	1 411	1 289
Bienes fob	385	565	612	686	788	1 059	1 230	1 256 ^a	1 156 ^b	925
Servicios reales	166	131	197	227	406	468	471	281	255	365
Transporte y seguros	27	28	36	44	72	89	92	81	71	
Viajes	98	68	117	137	268	298	283	106	90	210
Importaciones de bienes y servicios	676	705	914	970	1 504	2 144	2 098	1 586	1 194	1 062
Bienes fob	494	537	687	710	1 166	1 668	1 592	1 038	740	733
Servicios reales	182	168	228	260	337	476	506	547	455	329
Transporte y seguros	82	78	80	95	124	161	174	116	85	
Viajes	62	60	96	109	136	203	203	304	259	154
Servicios de factores	-71	-72	-68	-77	-55	-100	-74	-197	-288	-362
Utilidades	-4	-	-2	-	-	-	-	-	-	-
Intereses recibidos	4	7	12	18	50	68	146	147	63	87
Intereses pagados	-71	-79	-77	-95	-108	-168	-220	-344	-350	-449
Otros	-	-	-	-	3	-	-	-	-	-
Transferencias unilaterales privadas	-2	-1	2	1	2	2	3	10	11	10
Balance en cuenta de capital	136	156	351	262	453	811	494	-182	-10	37
Transferencias unilaterales oficiales	8	9	5	6	6	7	7	-	-	-
Capital de largo plazo	135	78	101	152	359	404	346	468	644	30
Inversión directa (neta)	-	-	66	129	216	289	49	-14	6	3
Inversión de cartera (neta)	110	33	21	-9	-31	-7	3	-7	-16	-7
Otro capital de largo plazo	25	45	14	32	174	122	294	424	654	20
Sector oficial	8	5	-	38	154	108	246	419	329	46
Préstamos recibidos	82	64	52	103	163	181	276	462	531	90
Amortizaciones	-55	-52	-49	-57	-18	-66	-27	-38	-198	-44
Bancos comerciales	-5	4	-	-2	-3	5	3	-5	37	-1
Préstamos recibidos	-	4	-	-	-	7	-	1	43	-
Amortizaciones	-5	-	-	-2	-3	-2	-2	-2	-9	-1
Otros sectores	22	36	13	-4	23	9	51	75	287	-25
Préstamos recibidos	29	45	36	53	41	26	65	107	346	62
Amortizaciones	-7	-9	-23	-57	-18	-17	-14	-32	-58	-87
Capital de corto plazo (neto)	30	83	203	-54	94	311	326	511	-359	158
Sector oficial	19	9	16	-9	9	-23	-5	90	-	-
Bancos comerciales	26	-36	74	-39	128	307	87	239	-67	67
Otros sectores	-15	110	113	-7	-42	26	243	189	-333	43
Errores y omisiones netos	-38	-13	42	159	-5	90	-185	-1 161	-294	-151
Balance global	-62	73	179	129	91	95	26	-417	-70	-87
Variación total de reservas										
(- significa aumento)	44	-132	-201	-183	-25	-174	-51	497	115	70
Oro monetario	-	-	-1	-10	-46	-84	4	85	52	-8
Derechos especiales de giro	13	-2	-6	-5	-20	1	10	41	-2	-1
Posición de reserva en el FMI	-	-	-	-22	-	-13	1	33	-10	10
Activos en divisas	19	-139	-140	-4	49	-50	-37	240	-79	65
Otros activos	-27	-19	-28	-24	-9	-29	-9	3	12	12
Uso de crédito del FMI	39	28	-26	-119	-	-	-	96	141	-8

Fuente: 1975-1983: Fondo Monetario Internacional, *Balance of Payments Yearbook* (cinta magnética), marzo 1984; 1984: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

^aIncluye ventas de oro por 234 millones de dólares.

^bIncluye ventas de por 111 millones de dólares.

Cuadro 21

URUGUAY: EXPORTACIONES FOB

(Millones de dólares)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Total	546.5	607.0	686.1	788.1	1 058.5	1 215.4	1 022.8^a	1 045.1^b	924.6
Tradicional	246.9	261.0	248.6	222.7	415.9	513.0	435.4	469.8	338.8
No tradicional	299.6	346.0	437.4	565.5	642.7	702.3	587.5	575.3	585.8
Principales secciones									
Animales vivos y productos del reino animal	142.9	139.1	138.3	168.5	264.0	361.9	290.3	365.0	228.7
Carne vacuna	108.8	100.4	78.2	94.9	155.5	213.6	170.3	222.8	129.6
Carne ovina	5.7	5.4	9.1	2.8	14.6	25.3	21.0	15.1	7.1
Otros	28.4	33.3	51.0	70.8	93.9	123.0	98.9	127.0	91.9
Productos del reino vegetal	52.9	61.0	70.4	88.6	108.0	185.6	152.5	139.3	129.1
Arroz	26.1	32.0	35.0	61.0	64.2	109.3	92.4	76.6	57.8
Otros	26.8	28.6	35.4	27.6	43.8	76.4	60.1	62.7	71.3
Grasas y aceites	11.8	11.0	9.1	10.6	18.6	8.0	5.5	8.7	6.9
Productos alimenticios, bebidas y tabaco	38.4	23.0	27.6	25.0	32.8	31.5	18.2	30.2	27.6
Productos minerales	21.2	19.9	15.9	14.0	12.8	19.7	4.1	1.7	4.1
Materias plásticas y manufacturas del caucho	5.9	11.0	13.6	20.0	20.9	26.1	18.9	12.2	10.3
Cueros, pieles y productos de cuero	92.7	109.1	129.6	148.7	143.9	138.2	139.5	139.2	146.5
Piel y cueros	32.5	27.9	30.3	47.0	40.2	50.7	72.8	75.4	91.6
Manufactura de cueros	37.5	47.0	59.4	47.7	52.0	44.7	38.1	39.3	30.5
Peletería y confecciones de peletería	22.7	34.2	38.1	53.9	51.7	42.8	28.7	24.5	24.4
Materias textiles y sus manufacturas	131.3	165.6	190.7	177.6	306.6	331.2	292.5	266.6	281.7
Lana sucia	32.9	56.4	62.2	29.4	102.6	115.8	112.9	74.2	51.8
Lana lavada	15.2	14.1	16.8	13.6	23.0	21.9	15.0	27.4	16.6
Tops	52.5	50.5	53.1	58.4	87.2	98.4	77.2	66.9	90.1
Otros	30.7	44.6	58.7	76.2	93.9	95.1	87.5	98.0	117.2
Calzados y otros	16.5	25.6	30.5	28.4	20.0	13.6	10.0	9.2	10.1
Otros	32.7	41.7	60.5	106.9	131.0	99.4	91.3	73.0	79.6

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aExcluye ventas de oro por 234 millones de dólares.^bExcluye ventas de oro por 111 millones de dólares.b) *El ajuste del sector externo*

Globalmente considerada, la situación del sector externo mejoró en 1983 y 1984. En efecto, el déficit de la cuenta corriente disminuyó de 235 millones de dólares en 1982 a 60 millones en 1983 y 124 millones en 1984. (Véase el cuadro 20.) Al mismo tiempo las reservas internacionales del Banco Central, que habían bajado casi 500 millones de dólares en 1982, se redujeron en 115 millones en 1983 y en sólo 70 millones en 1984. Por otra parte, la renegociación de los compromisos con la banca internacional correspondientes a 1983-1984 redujo la presión de pagos generados por el crecimiento de la deuda en 1982.

La causa exclusiva del mejoramiento de la cuenta corriente fue, empero, la fuerte contracción de las importaciones de bienes y servicios cuyo valor descendió de casi 1 590 millones de dólares en 1982 a algo menos de 1 200 millones en 1983 y a 1 060 millones en 1984. Pese al incentivo que significó el incremento del tipo de cambio real y la baja de los salarios, el valor de las exportaciones se redujo 16% entre 1982 y 1984. Al mismo tiempo, el pago por intereses de la deuda mostró una tendencia creciente, alcanzando en 1984 a más de la tercera parte del valor de las exportaciones de bienes y servicios.

2. El comercio exterior

a) Las exportaciones

Como ya se señaló, el valor de las exportaciones de bienes durante el bienio 1983-1984 no evolucionó de acuerdo a los objetivos trazados en el programa de ajuste; por el contrario, las ventas externas, tras recuperarse muy parcialmente en 1983 de la fuerte caída que sufrieron en 1982, volvieron a declinar 11.5% en 1984. El valor de las exportaciones de bienes fue así 10% menor en 1984 que en 1982. (Véase el cuadro 21.)

Dicha baja reflejó principalmente la desfavorable evolución de los precios externos. Como puede verse en el cuadro 22, el valor unitario de las exportaciones cayó 7% en 1983 y subió menos de 2% en 1984. La evolución del volumen físico de las exportaciones fue muy irregular: luego de incrementarse 10% durante 1983 —principalmente como resultado del crecimiento de las exportaciones tradicionales y en especial de las ventas de carne vacuna— disminuyó 12% en 1984. Esta contracción reflejó en gran medida la desfavorable evolución de las exportaciones tradicionales. Esta se debió, a su vez, a la fuerte disminución de la exportación de carne causada por la menor disponibilidad de ganado apto para faena y a que las ventas que la Comunidad Económica Europea realizó a precios altamente subsidiados determinaron la pérdida de los importantes mercados de Egipto e Irán para la carne uruguaya.

Las exportaciones no tradicionales, por su parte, no manifestaron signos de reactivación, salvo en el caso de los textiles y el vestuario, para los que existió una demanda activa —aunque sujeta a cuotas— del mercado estadounidense. En estas circunstancias, los rubros no tradicionales aumentaron su participación al 63% en 1984, recobrando la importancia relativa que ellos habían tenido tres años antes. (Véase el cuadro 22.) Sin embargo, dicha alza reflejó principalmente el efecto de la reducción de las ventas de carne bovina más que un aumento importante de las exportaciones no tradicionales.

Por otra parte, el comercio según destino mostró un importante crecimiento de las exportaciones hacia mercados no tradicionales, los que en 1983 alcanzaron a representar más de la tercera parte

Cuadro 22

URUGUAY: PRINCIPALES INDICADORES DEL COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Tasas de crecimiento										
Exportaciones										
Valor	0.9	46.8	8.2	12.2	14.9	34.3	16.2	-16.9	2.2	-11.6
Volumen	16.8	45.0	-0.9	4.6	-11.8	18.2	18.7	-11.1	10.3	-13.0
Valor unitario	-13.6	1.2	9.2	7.2	30.2	13.7	-2.1	-6.5	-7.3	1.6
Importaciones										
Valor	14.0	8.6	28.0	3.4	64.3	43.0	-4.6	-34.8	-28.8	-0.9
Volumen	-6.3	6.7	27.8	1.3	33.3	12.4	-13.9	-29.8	-22.1	1.7
Valor unitario	21.7	1.8	0.2	2.0	23.3	27.3	10.9	-7.1	-8.5	-2.6
Relación de precios del intercambio	-29.0	-0.5	9.1	5.1	5.6	-10.7	-11.7	0.6	1.3	4.3
Indices (1970 = 100)										
Poder de compra de las exportaciones ^b	82.8	118.7	127.5	139.9	131.2	140.2	147.1	130.1	144.7	130.2
Quántum de las exportaciones	109.8	159.3	157.8	165.1	145.7	172.1	204.3	181.7	200.5	174.4
Relación de precios del intercambio	74.1	73.7	80.4	84.5	89.2	79.7	70.4	70.8	71.7	74.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

^aCifras preliminares.

^bQuántum de las exportaciones, ajustado por el respectivo índice de la relación de precios del intercambio.

Cuadro 23

URUGUAY: IMPORTACIONES DE BIENES, CIF

(Millones de dólares)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Total	556.5	587.2	729.9	757.3	1 206.3	1 680.3	1 641.1	1 110.0	787.5	775.7
Bienes de consumo	17.5	24.2	30.3	41.5	78.6	177.8	257.4	102.4	46.4	50.8
Materias primas y bienes intermedios	481.1	461.8	561.7	600.7	953.5	1 226.9	1 141.2	853.4	638.2	655.1
Petróleo y combustibles	172.9	173.2	199.3	209.6	290.0	454.9	503.0	419.6	213.1	270.4
Otros	308.2	288.6	362.4	391.1	663.5	772.0	638.2	433.8	425.1	384.7
Bienes de capital	57.8	101.2	137.9	115.2	174.2	245.6	242.6	154.2	102.9	69.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aCifras preliminares.

del total en razón de las ventas — primordialmente de productos alimenticios — efectuadas en Egipto e Irán. Sin embargo, la ya mencionada competencia de la Comunidad Económica Europea desplazó en 1984 a Uruguay de dichos mercados, con lo cual la participación de éstos bajó a los niveles históricos.

b) *Las importaciones*

Como ya se expresó, el ajuste de la cuenta corriente del balance de pagos se realizó en su mayor parte mediante la reducción de las importaciones de bienes, cuyo valor tanto en 1983 como en 1984 equivalió a menos de la mitad del registrado, en promedio, en el período 1980-1981.

La fuerte caída de las importaciones ocurrida en el bienio 1982-1983 fue además generalizada, aunque ella afectó especialmente a las compras de bienes de consumo y de capital, que disminuyeron 74% y 63%, respectivamente. Las importaciones de bienes intermedios y de petróleo también tuvieron importantes reducciones, del orden de 50 y 40%. En 1984 el valor de las importaciones de bienes de capital se redujo nuevamente en alrededor de 32% mientras que el de las de bienes de consumo creció 9.5% y las de materias primas y bienes intermedios se elevaron algo menos de 3%. (Véase el cuadro 23.)

c) *La relación de precios de intercambio*

El ligero incremento del valor unitario de las exportaciones y la disminución del valor unitario de las importaciones contribuyeron a que en 1984 la relación de precios de intercambio aumentara 4%. Esta alza no logró compensar sino en una mínima proporción la violenta caída sufrida por la relación de precios externos en el bienio 1980-1981. Así el deterioro de 17% de los términos del intercambio ocurrido entre 1979 y 1984 neutralizó el efecto de la expansión del volumen de las exportaciones, con lo cual el poder de compra de éstas en 1984 fue similar al registrado cinco años antes. (Véase nuevamente el cuadro 22.)

3. El endeudamiento externo

El problema de la deuda externa surgió como una restricción importante en 1982. Hasta 1981 inclusive la situación no era apremiante y los distintos coeficientes que tradicionalmente se utilizan para medir la carga de la deuda habían mejorado en forma continua desde la crisis de 1974. A vía de ejemplo, la relación entre deuda externa total y las exportaciones había descendido de 1.87 en 1975 a 1.41 en 1980 y la relación entre la deuda del sector público y las exportaciones se redujo a la mitad en ese lapso, al bajar de 1.56 a 0.77. (Véase el cuadro 24.) Sin embargo, esta tendencia se revirtió con especial fuerza a partir de 1982. En ese año la deuda del sector público se incrementó 85%, en tanto los

vencimientos a menos de un año se multiplicaron por más de cuatro veces con respecto a los existentes doce meses antes. (Véase el cuadro 25.)

El notable aumento de la deuda externa en 1982 se originó mayoritariamente en el sector financiero, por préstamos que debió obtener el Banco Central para afrontar la demanda de divisas que presionaba su caja de trabajo en moneda extranjera. Asimismo aumentó el endeudamiento del Banco de la República y del Banco Hipotecario, por razones de índole operativa.

A su vez, el incremento de la carga de la deuda se debió, por una parte, a los préstamos financieros obtenidos por el Banco Central y, por otra, al cambio radical que se produjo en los mercados internacionales de capital. En efecto, la evaluación de los bancos comerciales internacionales acerca de la conveniencia relativa de seguir ampliando sus colocaciones fuera de los países industrializados se vio afectada primero por la crisis de Polonia y luego por la de México. La percepción de que América Latina representaba una zona de alto riesgo se acrecentó a raíz de la confrontación bélica entre Argentina y el Reino Unido, cambio que afectó especialmente a Uruguay. Así, préstamos a mediano plazo que estaban siendo negociados e incluso otros que estaban a punto de ser otorgados para Palmar y el Banco Hipotecario se tornaron inviables. Ello hizo que, para no paralizar obras ya iniciadas, se contrataran préstamos de corto plazo.

Cuadro 24

URUGUAY: INDICADORES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

(Millones de dólares)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Total externa total	1 031	1 135	1 320	1 240	1 682	2 155	3 129	4 255	4 589	4 688
Deuda pública	861	962	1 028	910	1 012	1 182	1 464	2 705	3 197	3 180
Sector financiero	335	328	336	165	177	186	267	1 088	1 565	1 497
Sector no financiero	526	634	692	745	835	996	1 197	1 617	1 632	1 683
Deuda privada no garantizada por el Estado	170	173	292	330	670	974	1 665	1 520	1 392	1 508
Servicio de la deuda	295	229	168	343	165	270	279	512	536	545
Amortizaciones	224	150	93	248	58	105	59	168	186	96
Intereses	71	79	75	95	106	165	220	344	350	449
Porcentajes sobre exportaciones de bienes y servicios										
Servicio de la deuda	53.50	32.90	20.80	37.60	13.80	17.60	16.40	33.30	38.00	42.30
Deuda externa sector público	1.56	1.38	1.27	1.00	0.85	0.77	0.86	1.76	2.27	2.47
Deuda externa total	1.87	1.63	1.63	1.36	1.41	1.41	1.84	2.77	3.25	3.64

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aCifras al 30 de septiembre de 1984.

Cuadro 25

URUGUAY: VENCIMIENTOS DE LA DEUDA DE CORTO PLAZO DEL SECTOR PÚBLICO

(Saldos en millones de dólares a fines de año)

1981	1982	1983	1984
172.7	780.5	382.5	322.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

Frente a tal situación se hizo imprescindible la renegociación de la deuda externa. Ella se basó en la refinanciación del 90% de las deudas de corto plazo y de las de largo plazo que vencían entre principios de marzo de 1983 y fin de 1984. La operación llegó a un monto de 693 millones de dólares con un plazo de 7 años y 2 años de gracia y una tasa de interés de 2 1/4 puntos sobre la tasa LIBOR o de 2 1/8 puntos sobre la tasa *prime* a opción de los acreedores.

El crecimiento de la deuda externa se redujo sustancialmente durante 1983 —cuando ésta aumentó 8%— y de nuevo en 1984 —cuando se incrementó apenas 2%. Sin embargo, la baja de las exportaciones de bienes y servicios determinó que la relación deuda-exportaciones continuara subiendo. De hecho, el coeficiente respectivo fue de 3.6 en 1984 y dobló así con holgura el valor de 1.4 registrado apenas cuatro años antes. (Véase nuevamente el cuadro 24.)

El principal factor determinante de la evolución de la deuda total entre 1982 y 1984 fue el endeudamiento del sector público financiero, el cual aumentó casi 38%. En cambio, la deuda externa del sector público no financiero se incrementó apenas 4% en ese lapso y la del sector privado se contrajo ligeramente.

El crecimiento de la deuda del sector financiero oficial ocurrió, empero, exclusivamente en 1983, cuando aumentó casi 480 millones de dólares, lo que significó un alza de 44% con respecto al saldo de fin de 1982. En 1984, en cambio, la deuda externa del sector financiero disminuyó 4.5%. No obstante ello, su nivel al finalizar el año fue de casi 1 500 millones de dólares, cifra equivalente a más de cinco veces y media el saldo existente al término de 1981.

Así, a fines de 1984 el endeudamiento externo del país fue de casi 4 700 millones de dólares, de los cuales las dos terceras partes correspondían al sector público. El servicio de la deuda representó el 42% de las exportaciones de bienes y servicios, proporción mucho más alta que las registradas en los ocho años anteriores, pero inferior a la correspondiente a 1975. El 80% del servicio correspondió a pago de intereses y el 20% restante a amortizaciones.

C. LOS PRECIOS Y LAS REMUNERACIONES

1. Los precios

La estabilización del nivel de precios constituyó un objetivo prioritario de la política económica de los años ochenta. Las políticas aplicadas con este propósito tuvieron éxito en los primeros años de la década, de modo que el ritmo de aumento de los precios al consumidor presentó una tendencia decreciente hasta el momento que se liberó el tipo de cambio a fines de 1982.

A su vez, la política de ajuste del programa 1983-1984 implicaba aceptar que inicialmente se produciría un impacto inflacionario de naturaleza correctiva, el cual se esperaba fuese seguido por un retorno a una situación en que el crecimiento de los precios internos estaría determinado por la inflación internacional y la evolución de la paridad cambiaria. No obstante, y a pesar de la política monetaria restrictiva seguida durante esos dos años, la inflación fue bastante mayor a la prevista: durante 1983 los precios al consumidor se elevaron 51.5% frente a un aumento programado de 29%, y en 1984 ellos se incrementaron a un ritmo todavía más alto (66%), que superó nuevamente la meta prevista (45%). Los aumentos de los precios al por mayor fueron aún más intensos: 75% en 1983 y 84% en 1984. Los rubros correspondientes a vestuario y alimentación fueron los que se incrementaron más aumentando 90% y 77%, respectivamente; la vivienda fue, por el contrario, el que subió menos (39%). (Véase el cuadro 26.)

El alto ritmo de aumento de los precios de la alimentación se debió en gran parte a la elevación de los precios de la producción pecuaria. Esto se puede observar más claramente a nivel mayorista: el índice de precios de los productos nacionales aumentó 220% entre diciembre de 1982 y diciembre de 1984, en tanto los precios de la producción pecuaria crecieron 354% en el mismo período. Dentro de estos últimos, el precio de la carne de vacuno mostró el mayor incremento: 403%.

La diferente evolución de los precios se observó principalmente durante 1983, en tanto que en 1984 los aumentos de precios fueron más equilibrados, con 84% a nivel general, 82% para los bienes manufacturados y 90% para los agropecuarios. Dentro de estos últimos, los pecuarios crecieron bastante más que el nivel general (103%) mientras que los agrícolas se elevaron mucho menos (70%).

2. Las remuneraciones

Los salarios reales medios, luego de caer continuamente entre 1974 y 1980 —lapso en que ellos se redujeron en un tercio— y de incrementarse 7.5% en 1981, sufrieron una nueva y acentuada baja de alrededor de 30% en el período 1982-1984. Como consecuencia de ello, su nivel en 1984 equivalió a apenas algo más de la mitad del registrado diez años antes. (Véase el cuadro 27.)

El agudo descenso de las remuneraciones reales durante el decenio pasado constituyó en buena medida una consecuencia de la política económica. En efecto, el salario real fue utilizado, en primer término, como una variable de la política antiinflacionaria; en segundo lugar, como mecanismo para elevar la rentabilidad de las actividades exportadoras y, por último, como un instrumento para elevar el ahorro interno mediante una redistribución de la renta nacional a favor de los grupos de ingresos altos.

Por otra parte, el análisis de las evoluciones del producto, el salario real y la ocupación permite distinguir varios períodos con comportamientos diferenciados. (Véase el gráfico 4.) Entre 1976 y fines de 1979 se combinaron un fuerte crecimiento del producto y una caída sustancial de la desocupación con una baja de salarios en términos reales. Durante 1980 y hasta mediados de 1981, el producto siguió creciendo y la desocupación continuó descendiendo, pero el salario real se incrementó. Este siguió aumentando hasta el segundo semestre de 1982, no obstante que el nivel de actividad había empezado a caer con fuerza. Ambos factores contribuyeron a generar así un rápido crecimiento de la desocupación. En estas circunstancias, durante la segunda mitad de 1982 comenzó un agudo proceso

Cuadro 26

URUGUAY: EVOLUCION DE LOS PRECIOS INTERNOS

(Porcentajes)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Variación media anual										
Indice de precios al consumidor	81.4	50.6	58.2	44.5	66.8	63.5	34.0	19.0	49.2	55.3
Alimentación	70.8	47.7	64.0	44.5	70.9	57.9	25.6	11.7	54.1	68.8
Indumentaria	67.3	47.7	46.8	39.6	72.5	52.3	23.3	9.8	50.7	65.2
Vivienda	97.9	56.8	59.3	54.7	58.9	77.8	57.9	30.9	34.3	31.2
Varios	93.7	52.0	52.4	37.6	64.5	65.6	35.9	21.3	59.4	56.5
Indice de precios al por mayor (nacionales)	72.4	50.6	50.3	48.6	80.4	41.8	23.4	12.9	73.5	77.4
Productos agropecuarios	47.4	37.8	52.1	78.0	102.6	18.7	9.8	7.6	89.2	90.2
Agrícolas	75.9	24.7	35.5	81.5	58.8	49.9	14.0	12.4	84.9	65.4
Pecuarios	26.5	51.2	65.9	75.7	133.5	3.8	6.9	4.1	92.5	109.1
Productos manufacturados	82.1	54.6	49.8	40.2	72.4	51.6	28.0	14.4	69.3	71.6
Variación diciembre a diciembre										
Indice de precios al consumidor	66.8	39.9	57.2	46.0	83.1	42.8	29.4	20.5	51.5	66.1
Alimentación	53.1	38.5	59.5	48.4	86.0	33.5	25.2	13.3	59.7	77.5
Indumentaria	68.0	36.4	46.6	39.5	95.2	27.7	18.8	8.0	64.7	89.6
Vivienda	88.6	43.6	66.5	45.6	78.8	63.7	42.9	28.8	30.9	38.9
Varios	77.2	41.1	50.1	44.9	76.9	47.9	26.3	27.9	59.8	68.1
Indice de precios al por mayor (nacionales)	65.0	45.1	44.8	59.6	77.1	28.6	14.9	33.5	73.8	84.0
Productos agropecuarios	35.8	45.3	55.8	92.0	63.4	16.7	5.2	17.9	118.6	90.3
Agrícolas	43.6	10.8	51.0	86.2	39.3	68.3	14.2	-5.5	111.1	70.5
Pecuarios	27.9	84.1	59.1	95.6	78.0	-7.9	-2.7	41.9	123.8	103.0
Productos manufacturados	75.9	45.0	41.7	49.3	82.7	32.9	18.1	37.9	62.9	82.0

Fuente: Banco Central del Uruguay y División General de Estadísticas y Censos.

Cuadro 27

URUGUAY: EVOLUCION DE LOS SALARIOS^a*(Variación media anual)*

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Salarios nominales	79.5	65.4	42.0	39.0	39.6	52.6	64.4	43.6	18.3	18.3	41.0
Sector público	...	...	45.1	40.6	40.4	54.5	74.6	42.7	18.6	16.9	35.3
Sector privado	...	...	39.4	37.6	38.9	50.8	54.6	44.6	17.8	20.0	47.5
Salarios reales	1.3	-8.8	-5.8	-11.9	-3.6	-8.1	-0.4	7.5	-0.3	-20.7	-9.2
Sector público	...	...	-3.7	-10.9	-3.0	-7.1	5.9	7.1	-0.1	-21.6	-12.9
Sector privado	...	...	-7.4	-12.8	-4.1	-9.0	-6.3	7.9	-0.7	-19.7	-5.0

Fuente: División General de Estadísticas y Censos.

^aCalculados sobre la base de los aumentos mínimos decretados por el gobierno hasta octubre de 1980 y de los salarios efectivamente pagados a partir de esa fecha.

de deterioro del salario real en tanto que la desocupación continuó elevándose. En 1984 el salario real experimentó una nueva y fuerte baja en el marco de una situación de estancamiento productivo y de una ligera disminución de la altísima desocupación registrada el año anterior. En estas circunstancias, las autoridades nacionales decretaron en diciembre un incremento de 22% de las remuneraciones del sector público y del salario mínimo nacional del sector privado, con lo cual los reajustes de salarios otorgados durante todo el año fueron algo mayores a la magnitud del alza de los precios al consumo (66%). Aún así, el salario real medio anual descendió 9%.

La evolución de los salarios reales efectivamente pagados en la industria manufacturera siguió, en general, la trayectoria descrita anteriormente, si bien ella fue más favorable durante los años iniciales del decenio actual. En efecto, como puede verse en el cuadro 28, el salario real efectivo pagado en la industria decayó fuertemente entre 1976 y 1979, recuperó casi toda esa pérdida entre 1980 y 1982, para disminuir luego en mayor medida en los últimos años.

Los dos períodos mencionados de reducción de salario real presentaron, sin embargo, una diferencia sustancial. En efecto, la caída que se observó entre 1976 y 1979 coincidió con un período de fuerte crecimiento de la producción y el empleo, con lo cual la masa real de los salarios llegó a incrementarse. En cambio, en los dos últimos años, el descenso del salario efectivo real coincidió con un aumento de la desocupación, lo que hizo que la masa de los salarios descendiera abruptamente por el efecto combinado de ambos factores. Así, un índice de ingresos reales percibidos por los asalariados de la industria, construido sobre la base de las cifras del salario efectivo real y de la ocupación industrial muestra un crecimiento de 10% en la masa real de salarios entre 1976 y 1981 y una caída de 45% entre 1981 y 1984. (Véase otra vez el cuadro 28.)

D. LA EVOLUCION MONETARIA Y FISCAL

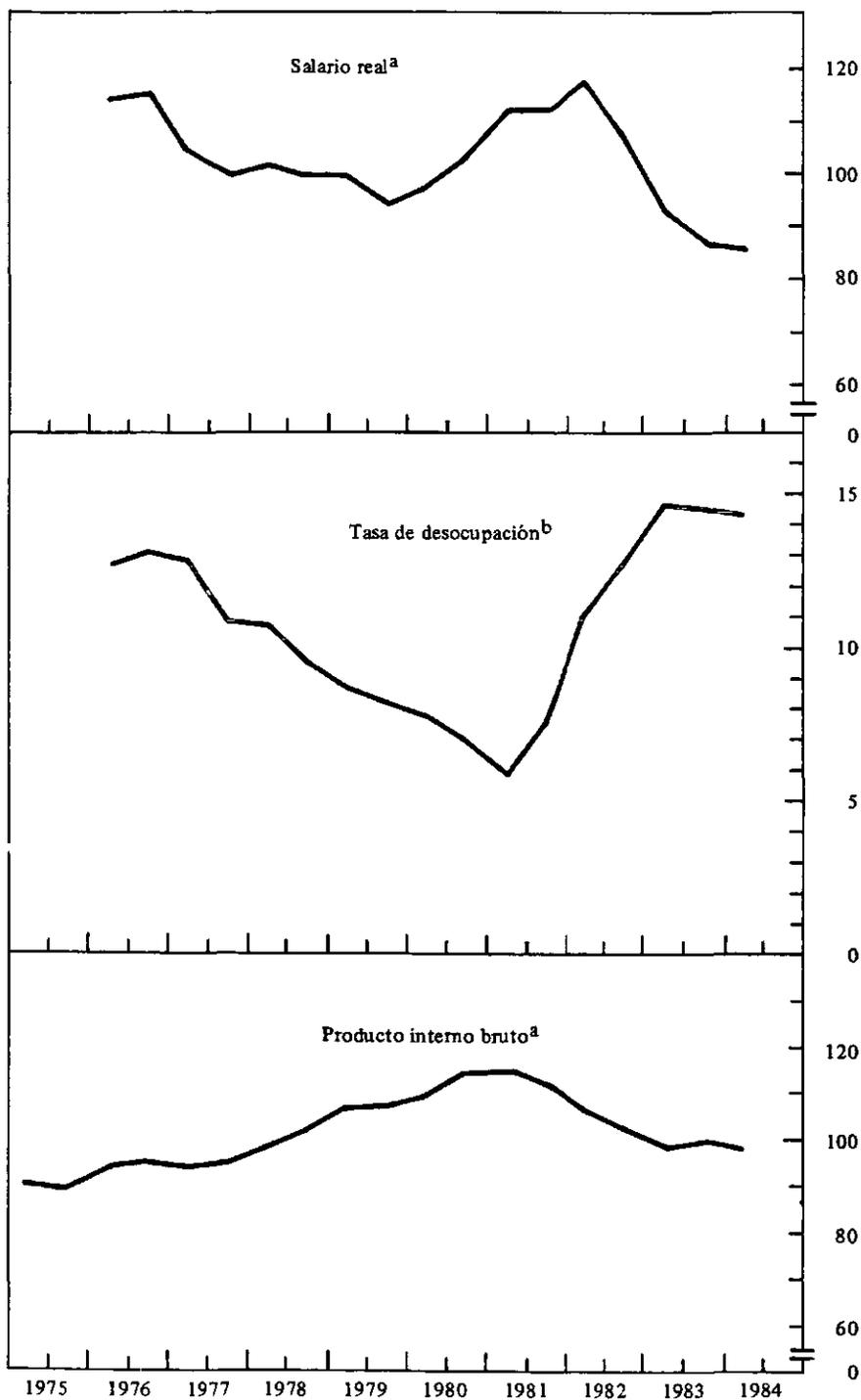
1. La evolución monetaria

Como ya se mencionó, el programa de ajuste 1983-1984 buscaba la corrección del déficit externo en base a la reorientación de la demanda interna desde los bienes comerciables a los no comerciables y el aumento en la producción de aquellos, mediante la utilización de los recursos que se esperaba fuesen liberados por los sectores productores de bienes domésticos como consecuencia del cambio de los precios relativos inducido por la corrección de la paridad cambiaria. La política monetaria debía apoyar este proceso mediante una acción contractiva orientada a reducir la demanda global y a evitar un proceso inflacionario que reconstituyera la estructura de precios relativos existente al momento de la devaluación.

Los principales instrumentos utilizados en el manejo de la política monetaria durante el bienio 1983-1984 fueron los encajes, las operaciones de mercado abierto, la colocación compulsoria de Letras de Tesorería en el sistema bancario privado, y la fijación de un nivel máximo en la posición neta de moneda extranjera de cada banco privado.

Gráfico 4

URUGUAY: INDICES DEL SALARIO REAL Y DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO Y TASA DE DESOCUPACION



Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.
^a1978 = 100. ^bMontevideo.

Cuadro 28

**URUGUAY: EVOLUCION DE LA MASA DE SALARIOS PAGADOS
EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA**

	Indice de salario real efectivo		Indice de ocupación industrial	Indice de la masa real de salarios
	Indice	Variación		
	(1)	(2)		
1976	113.4		89.6	101.6
1977	101.7	-10.3	95.4	97.0
1978	100.0	-1.7	100.0	100.0
1979	95.4	-4.6	110.1	105.0
1980	101.2	6.0	108.6	109.9
1981	111.2	10.0	100.8	112.1
1982	111.5	0.3	75.2	83.8
1983	88.5	-20.6	71.6	63.4
1984	81.7	-7.7	75.8	61.9

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

Cuadro 29

URUGUAY: PRINCIPALES VARIABLES MONETARIAS

(En miles de millones de nuevos pesos)

A fines de	Efectivo en poder del público	Depósitos en cuenta corriente	Dinero $M_1 =$ (1) + (2)	Depósitos a plazo m/n	Subtotal $M_2 =$ (3) + (4)	Depósitos m/e	Total $M_3 =$ (5) + (6)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1975	0.5	0.4	0.9	0.4	1.3	0.3	1.6
1976	0.8	0.5	1.3	0.9	2.2	1.0	3.2
1977	1.1	0.7	1.8	1.3	3.1	2.6	5.7
1978	1.8	1.3	3.1	3.4	6.5	4.7	11.2
1979	3.2	2.6	5.8	7.8	13.6	8.0	21.6
1980	5.1	3.6	8.7	14.9	23.6	12.5	36.1
1981	6.1	3.5	9.6	18.5	28.1	24.4	52.5
1982	7.9	3.6	11.5	20.4	31.9	59.4	91.3
1983	8.4	4.4	12.8	24.4	37.2	66.6	103.8
1984	12.1	7.7	19.8	38.0	57.8	109.6	167.4

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

Durante todo el año 1982 el sector público no financiero y el Banco Hipotecario del Uruguay habían sido activos demandantes de crédito del Banco Central. En consecuencia, a principios de 1983 la liquidez era excesiva, lo que presionaba fuertemente el mercado cambiario. En razón de ello, se aplicó un encaje de alrededor del 14% sobre los depósitos en moneda nacional y el Banco Central emitió títulos de absorción monetaria a tasas de interés de alrededor de 100% anual. Estas medidas contribuyeron a atenuar la presión sobre el tipo de cambio, pero alimentaron una rápida elevación de la tasa de interés, que subió desde alrededor de 65% en noviembre de 1982 a 105% en enero del año siguiente.

Por otra parte, el cambio en las expectativas incidió directamente en todas las variables monetarias durante 1983, causando una reducción de la demanda de dinero. Ello originó, a su vez, descensos significativos en el valor real de los principales agregados monetarios; así, entre fines de 1982 y fines de 1983 el valor nominal de los medios de pago se incrementó apenas 11%, lo que implicó una baja real de 25%. (Véase el cuadro 29.)

Con posterioridad a las medidas de noviembre de 1982 se produjo asimismo un importante descenso de los depósitos en moneda extranjera. En efecto, la modificación de la política cambiaria generó severas dudas entre el público sobre el mantenimiento de la libertad cambiaria y la convertibilidad de la moneda nacional en moneda extranjera. En estas circunstancias, se produjo un retiro masivo de depósitos en dólares, los que se redujeron en alrededor de 560 millones de dólares (25%) durante diciembre y enero.

Sin embargo, el sistema financiero dio muestras en este período de una adecuada solvencia, principalmente en base al respaldo que le otorgaron los bancos privados extranjeros vinculados a las empresas financieras que operan en Uruguay. Sin embargo, algunos bancos, que ya venían manifestando dificultades, fueron negociados mediante la intervención del Banco Central del Uruguay que se hizo cargo de la cartera de mayor riesgo.

El deterioro de la cartera de los bancos se debió en buena medida a que la recesión de 1982 colocó a gran parte de las empresas privadas del país en una situación financiera difícil. El alza abrupta de la cotización del dólar durante los primeros meses de 1983 reforzó dichos problemas, en particular en las empresas que venden sus productos en moneda nacional pero que se habían endeudado en moneda extranjera. De esta forma, la cartera del sistema financiero mostró una gran pesadez, al mismo tiempo que se acortaba rápidamente el plazo medio de los depósitos. En este contexto, el Banco Central adoptó un conjunto de medidas tendientes a apoyar al sistema financiero y a proporcionar un plazo suficiente a las empresas productoras para que pudieran recomponer su situación económica y pudieran hacer frente a sus compromisos crediticios.

Los instrumentos utilizados con este fin fueron de tres tipos:

- i) Una refinanciación general;
- ii) La compra de cartera con cierto grado de dificultad a empresas bancarias, las cuales debieron, sin embargo, conseguir en sus casas matrices préstamos en moneda extranjera para el Banco Central por alrededor del doble de la compra de documentos que éste les hacía, y
- iii) La adquisición de títulos de crédito de difícil cobro como modo de incentivar la compra de bancos locales por capitales extranjeros interesados en incorporarse a la plaza financiera uruguaya.

En el primer caso, la banca privada otorgaba a sus deudores una refinanciación por siete años con dos de gracia; durante estos dos años las empresas deudoras sólo debían pagar el 60% de los intereses en tanto que el 40% restante se capitalizaba; a su vez, el Banco Central adelantaba ese importe a la banca privada, con intereses. En los otros dos casos, el Banco Central entregó a los bancos documentos en dólares a cinco años plazo a la tasa LIBOR más 1.5%. El monto de la cartera adquirida por el Banco Central alcanzó a poco más de 600 millones de dólares, de los cuales 386 millones correspondieron a la operación de venta de cinco bancos. Dado que los préstamos externos recibidos por el Banco Central al realizar estas operaciones fueron mayores que la cartera comprada, las obligaciones emitidas por la autoridad monetaria sumaron alrededor de 820 millones de dólares.

Durante el segundo trimestre de 1983, el otorgamiento de un préstamo del FMI por una suma equivalente a 378 millones de Derechos Especiales de Giro y la refinanciación de la deuda externa del sector público por un valor de 693 millones de dólares contribuyeron a crear un clima de mayor confianza.

En el área monetaria, el programa convenido con el FMI incluía una proyección de la emisión del Banco Central con un crecimiento de enero a diciembre similar al previsto para los precios internos (29%). Si bien esta variable no se consideraba como meta del programa, su evolución, junto a la de las reservas internacionales netas del Banco Central, determinaban el límite máximo del crédito interno neto del Banco Central. Como se proyectaba una reducción de reservas de 100 millones de dólares, la meta de variación de los activos domésticos netos del Banco Central significaba un crecimiento de 41% sobre los saldos de diciembre. Los principales factores de expansión serían el crédito al sector público no financiero y al Banco Hipotecario del Uruguay, el financiamiento a sectores productivos privados por compra de carteras al sistema bancario, y la prefinanciación de exportaciones. A su vez, los principales factores de absorción eran los préstamos externos que se recibirían (240 millones de dólares de "fondos frescos" obtenidos en el marco de la refinanciación de la deuda externa)¹⁰ y el incremento de los encajes del sistema bancario.

¹⁰Este monto incluía los créditos vinculados a la compra de cartera ya mencionada.

A inicios del segundo semestre de 1983 se produjo una modificación de importancia en el campo monetario a raíz de la decisión del Banco de la República de intervenir en el mercado cambiario. Como ya se comentó, dicha intervención significó, en la práctica, que entró a operar un mecanismo de minidevaluaciones diarias a un ritmo anual de 45%. Además, como la moneda nacional que recibía el Banco de la República como contrapartida de sus ventas de divisas en el mercado fue esterilizada a través de depósitos en el Banco Central, se produjo una importante contracción de la emisión que éste debía efectuar para financiar al sector público.¹¹ Este comportamiento del BROU permitió que la evolución del crédito interno neto del Banco Central se mantuviera por debajo de las metas del programa acordado con el FMI.

Así, los principales elementos que definían el escenario económico hacia fines de 1983, y que debían tenerse en cuenta para la formulación del programa monetario para 1984, eran:

i) El sector público no financiero parecía haber llegado a su máximo ajuste, lo que significaba un déficit de alrededor del 4% al 5% del producto interno bruto.

ii) Las autoridades habían decidido reducir la demanda de crédito del Banco Hipotecario al Banco Central.

iii) El sector privado se mantenía en una posición expectante. Aun cuando los petitorios de crédito barato y de refinanciación se mantenían, la situación de hecho era de una refinanciación general. Al mismo tiempo el previsible cambio de gobierno comenzaba a influir en las expectativas empresariales.

iv) El escaso dinamismo de la demanda externa no permitía aprovechar el incremento de la competitividad generada por el alza del tipo real y, por tanto, la evolución de la actividad exportadora era inferior a la prevista.

v) La situación del mercado financiero internacional no permitía proyectar un crecimiento del crédito externo.

vi) La demanda de dinero en moneda nacional había seguido disminuyendo.

En este contexto, las nuevas autoridades del área económica que asumieron a fines de 1983 anunciaron que mantendrían los objetivos incluidos en el programa bianual acordado con el FMI en materia de políticas fiscal, monetaria y de balance de pagos.

El sistema cambiario que regiría durante 1984 sería de flotación limpia. En el programa monetario se estableció una pauta de crecimiento del dinero con una meta de variación mensual del dinero de 3% lo que significaba un incremento anual de 42.5%, que se entendió compatible con un objetivo de aumento de los precios internos de 45%. Con miras a cumplir dicho objetivo se adoptaron diversas medidas entre las cuales las principales fueron la eliminación de la remuneración por depósitos del sistema bancario en el Banco Central, el manejo de los encajes, y la imposición a la banca privada de la obligación de mantener en títulos gubernamentales el equivalente a ciertas proporciones de sus depósitos en moneda nacional y extranjera.

La primera de estas medidas se orientó a reducir un factor expansivo que había comenzado a cobrar importancia en las obligaciones de la autoridad monetaria; las restantes buscaron, a su vez, mantener la creación de dinero dentro de la pauta anunciada, para lo cual se fueron adoptando disposiciones en función de la liquidez imperante en la plaza. La adquisición obligatoria de Letras de Tesorería apuntó, además, al financiamiento del déficit fiscal mediante un mecanismo de crédito dirigido.

Por otra parte, se fijaron topes máximos a la posición neta en moneda extranjera de los bancos privados, de modo que tuvieran que vender su excedente diario en el mercado de divisas.

El comportamiento real de las variables monetarias se mantuvo, en general, dentro del programa durante los nueve primeros meses de 1984, especialmente como consecuencia de la vigilante actitud que mantuvo el Banco Central con respecto al nivel de liquidez. Esta actitud se tradujo en sucesivas —y sorpresivas— disposiciones que aumentaron la esterilización de fondos, mediante alzas de los encajes y colocación de Letras de Tesorería. Como contrapartida, ello incidió en un comportamiento algo errático del tipo de cambio. Al respecto, los agentes económicos privados "sentían" que nuevamente la autoridad monetaria estaba vigilando el tipo de cambio con su intervención monetaria y que se estaba produciendo un cierto rezago cambiario, habida cuenta que la evolución de precios de los últimos meses marcaba un ritmo anual muy superior al programado, de cerca de 70% anual.

¹¹ Los depósitos del BROU en el BCU representaron el equivalente a 60% de la emisión existente a fines de 1983.

Sin embargo, en el último trimestre aumentaron los requerimientos financieros del sector público al Banco Central, en tanto la política monetaria mantuvo los lineamientos anteriores, buscando que la restricción monetaria redujera los efectos negativos sobre los precios y el tipo de cambio del mayor déficit fiscal.

Como resultado de todo lo anterior, la emisión del Banco Central aumentó en N\$ 6 400 millones. Dicho aumento se debió enteramente al crecimiento de N\$ 8 200 millones en el crédito interno neto ya que las reservas internacionales se redujeron en N\$ 1 800 millones.

La variación de la emisión (60%) fue así menor que el incremento de los precios (66%) de modo que ella nuevamente se contrajo en términos reales. Dicha merma fue más evidente si se tiene en cuenta que hasta el 15 de diciembre la emisión había crecido solamente 32%, en tanto que en la quincena final del año ella aumentó 22%.¹²

En general, la pauta monetaria de crecimiento mensual de los medios de pago se cumplió también hasta noviembre. Sin embargo, el fuerte incremento de la emisión en la última quincena del año impulsó un sustancial aumento del dinero. Con ello el aumento de los medios de pago durante todo el año fue de 56% y superó con cierta amplitud el límite máximo de 47% previsto inicialmente.¹³

Por otra parte, como consecuencia del incremento de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, en 1984 continuó el proceso de desmonetización de la economía. Así, la relación entre dinero y producto interno bruto que alcanzaba a 8.2% en 1982 fue sólo de 5.5% en 1984. (Véase el cuadro 30.) El cuasi-dinero mostró un comportamiento similar en estos tres últimos años, aunque su relación con el producto en 1984 dobló aún la que se registraba a mediados de la década anterior. Por su parte, el equivalente en pesos de los depósitos en moneda extranjera ha evolucionado de modo diferente, ya que se observa una reducción mucho menor de su relación con el producto y ésta continúa en niveles que superan en cinco veces y media los computados a mitad de la década anterior. Esta creciente dolarización de la economía reflejó claramente el enorme aumento —de 35% en 1980 a 65% en 1984— de la participación de los depósitos en moneda extranjera en relación a M_3 , agregado monetario que incluye el dinero, el cuasi-dinero y los depósitos en moneda extranjera. (Véase nuevamente el cuadro 30.)

Por otra parte, la tasa de interés real se redujo notoriamente en 1984. Ello se debió a que mientras la tasa nominal de interés se mantuvo en torno al 82% durante la mayor parte del año —en razón de un convenio tácito entre la banca rivada y la autoridad monetaria— los precios internos

Cuadro 30

URUGUAY: PRINCIPALES RELACIONES MONETARIAS

(Porcentaje del producto interno bruto)^a

	Efectivo en poder del público	Dinero	Depósitos a plazo m/n	Depósitos m/e	Porcentajes de M_3	
					Depósitos a plazo m/n	Depósitos m/n
1976	5.2	8.7	5.2	5.2	27.1	27.1
1977	4.8	7.8	5.5	9.0	24.7	40.4
1978	4.7	7.9	7.6	11.8	27.8	43.2
1979	4.3	7.7	9.7	11.0	34.1	38.7
1980	4.5	7.9	12.3	11.1	39.3	35.5
1981	4.6	7.5	13.6	15.1	37.7	41.6
1982	5.4	8.2	15.1	32.6	27.1	58.3
1983	4.4	6.5	12.0	33.8	23.0	64.6
1984	3.5	5.5	10.6	29.8	23.0	65.0

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aSobre la base de promedios anuales calculados mediante la semisuma de los datos a fines de cada año.

¹²En términos absolutos, ello significó que de los N\$ 6 400 millones en que se incrementó la emisión en el año, N\$ 3 000 millones correspondieron a la expansión ocurrida en los últimos quince días de diciembre. En parte, esto reflejó un patrón estacional.

¹³El programa admitió una desviación de más menos 0.25%, en torno al crecimiento mensual de 3%, con lo cual el crecimiento máximo previsto para todo el año alcanzaba a 47%.

aumentaron a un ritmo de alrededor de 66%. De estas circunstancias, la tasa de interés real fue menor al 10%, nivel muy inferior al de más de 40% registrado en los años anteriores. Por otra parte, hacia fines de año, el Banco Central fijó la tasa de interés nominal activa máxima en 87%, poniéndose fin así a un quinquenio de tasas libres.

2. La evolución fiscal

Luego de haber equilibrado sus cuentas en el trienio 1979-1981, el gobierno central cerró el año 1982 con un déficit equivalente a casi 9% del producto bruto interno y a 36% de sus gastos totales. El fuerte incremento de sus egresos —cuya significación en el producto subió de menos de 18% en 1981 a 24% en 1982— y la reducción de los ingresos —que cayeron 8% en términos nominales— determinaron este cambio sustancial en el resultado de las finanzas.

El brusco aumento de los gastos se debió fundamentalmente al incremento de las remuneraciones y de las transferencias al sistema de seguridad social, los que, en conjunto, se elevaron 58% en términos nominales. En cambio, el resto de los gastos creció sólo 15%. En los ingresos, la contracción del nivel de actividad y de las importaciones afectaron la base imponible de los principales tributos.

En estas circunstancias, la reducción del desequilibrio fiscal a niveles compatibles con los objetivos de producción, estabilización y balance de pagos constituyó una meta prioritaria del programa de acción acordado con el Fondo Monetario Internacional a principios de 1983.

Durante los primeros nueve meses del programa se produjo un dramático ajuste, que redujo el déficit del gobierno central a apenas 2% del producto interno bruto. Sin embargo, este comportamiento no pudo ser mantenido y a partir del último trimestre de ese año el desequilibrio fiscal equivalió a 4% o 5% del producto interno bruto.

Las restricciones para una nueva reducción del déficit operaron tanto del lado de los ingresos como de los egresos.

Como ya se ha señalado, el sistema tributario tiene una alta participación de impuestos internos indirectos y de tributos sobre el comercio exterior: si se eliminan los ingresos extraordinarios, aquellos significan alrededor del 54% del total de ingresos y éstos, un 20%; el resto corresponde a tributos sobre ingresos y patrimonio. De este modo, la contracción de la actividad económica global y la disminución aún más pronunciada del comercio exterior en los últimos años contribuyeron a reducir la base imponible e hicieron que la recaudación bajara en términos reales.

El gasto fiscal declinó también en términos reales durante 1983, con lo cual en 1984 parecía haber llegado a un nivel muy difícil de reducir. En efecto, por una parte, el 56% de los egresos totales del gobierno central consolidado corresponden a salarios y pasividades; por otra, dichos gastos sufrieron una caída real de alrededor de 30% durante el bienio 1983-1984; por último, en años recientes ha aumentado fuertemente la participación del pago de los intereses de la deuda pública, que, en general, deben pagarse en moneda extranjera.

A fin de reducir el déficit fiscal al nivel establecido en el programa de ajuste, se recurrió a modificaciones tributarias y a ingresos extraordinarios. Los principales cambios consistieron en un aumento de la tasa del impuesto al valor agregado —que pasó de 18% a 20%—, en un incremento del gravamen a los derivados del petróleo, y en la creación de un impuesto sobre las transacciones cambiarias. Se dispuso también la vigencia de un tributo sobre la renta de base agropecuaria, al mismo tiempo que se redujo la imposición sobre las exportaciones tradicionales. Por último, se eliminó la devolución de los impuestos indirectos a los exportadores.

Pese a estos cambios, en 1984 los ingresos aumentaron sólo 35% en valores nominales, lo que implicó una caída real de 13%. Dentro de esta evolución tuvo importante participación el descenso de los ingresos extraordinarios, que habían representado más del 20% de los ingresos totales de la Administración Central en 1983. (Véase el cuadro 31.)

Los impuestos sobre el comercio exterior disminuyeron en términos reales en mayor proporción (17%) que el total de los ingresos. Ello se debió, en primer término, a que la evolución del tipo de cambio fue menos rápida que la de los precios internos durante buena parte del año; en segundo lugar, a que la imposición sobre las exportaciones se vio reducida tanto por una contracción de la base imponible —debida principalmente a la menor exportación de carne— como por un descenso de la tasa —que bajó de 15% en 1983 a 5% a fines de 1984. Por el contrario, las modificaciones introducidas en los impuestos internos permitieron que la recaudación proveniente de ellos se mantuviera al nivel del año anterior en términos reales.

Los gastos corrientes se redujeron 2% en moneda constante, en tanto su estructura interna cambió: hubo un aumento de la participación de los intereses de la deuda pública —la cual subió de 7% en 1983 a 10.5% en 1984— y de las transferencias a empresas públicas y al Banco Hipotecario del Uruguay. Dichas alzas fueron en detrimento de las remuneraciones y las transferencias a la seguridad social, que representaron 74% en 1983 y 62% en 1984. Los gastos de capital perdieron participación en el gasto total, ya que constituían 10.5% de éste en 1982 y representaron apenas 8.8% en 1984.

Un aspecto de singular relevancia durante 1984 fue el modo de financiamiento del déficit fiscal. Tanto en 1982 como en 1983 éste había sido financiado principalmente con crédito de la autoridad monetaria, monetizándose así el déficit y aplicando el impuesto inflacionario. El programa monetario aplicado durante 1984 procuró reducir al mínimo posible el uso de este mecanismo, de forma que se procedió a obtener financiamiento mediante la captación de ahorro, principalmente interno, mediante la colocación de Letras de Tesorería en dólares. A principio de año se captó una importante masa de fondos con este instrumento, ofreciendo una tasa que resultaba interesante para los

Cuadro 31

URUGUAY: INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Ingresos corrientes	2 938	4 350	8 424	14 955	21 260	19 552	29 486	39 797
Impuestos internos	2 092	3 256	5 704	10 695	14 804	13 487	18 214	28 187
Sobre producciones y transacciones	2 046	3 067	5 221	9 287	13 514	12 758	16 753	27 259
Valor agregado	1 002	1 526	2 751	5 676	8 515	7 970	9 718	15 942
Combustibles	431	582	973	1 661	2 117	1 997	3 609	5 908
Tabacos	204	297	459	912	1 251	1 535	2 046	2 672
Otros indirectos	409	662	1 038	1 038	1 631	1 256	1 380	2 737
Sobre ingresos	349	569	1 038	2 363	2 427	2 028	3 147	2 942
Sobre patrimonio	171	211	282	725	1 094	1 293	2 074	1 935
Otros	56	59	81	116	116	134	113	169
Menos: documentos recibidos	-377	-527	-717	-1 475	-2 235	-2 414	-2 964	-4 021
Ajustes	-153	-122	-198	-320	-111	-311	-909	-97
Impuestos al comercio exterior	424	550	1 597	2 753	3 199	2 669	4 582	5 917
Sobre importaciones	301	374	1 200	2 212	2 567	2 281	2 357	4 337
Sobre exportaciones	18	13	17	6	3	-	1 951	1 066
Aduana y otros	105	163	380	536	630	388	274	515
Otros ingresos	422	544	1 123	1 507	3 257	3 396	6 690	5 693
Gastos corrientes	2 796	4 024	7 260	13 081	18 817	27 503	33 159	50 560
Remuneraciones	1 836	1 948	3 282	5 980	8 800	21 573	24 522	31 420
Aportes y asistencia al S.S.S.		665	1 117	3 464	4 866			
Compra de bienes y servicios	457	765	1 397	2 466	3 766	3 526	4 112	6 944
Intereses de deuda pública	202	263	360	325	407	810	2 236	5 285
Otros	311	383	1 104	846	978	1 594	2 289	6 911
Ahorro corriente	142	307	1 163	1 874	2 443	-7 951	-3 673	-10 763
Inversiones	382	708	1 040	1 799	2 559	3 258	3 738	4 913
Gasto total	3 178	4 751	8 301	14 880	21 377	30 761	36 897	55 473
Déficit (-) o superávit (+) global	-241	-401	123	75	-117	-11 210	-7 411	-15 676
Financiamiento	241	401	-123	-75	117	11 210	7 411	15 676
Interno	275	433	-90	-14	212	11 410	7 854	16 612
Crédito neto BCU/BROU	287	159	206	-168	396	8 915	5 765	7 470
Colocación neta de valores	78	151	-287	-220	54	1 680	1 557	9 413
Otros	-90	123	-9	374	-238	815	532	-271
Externo	-34	-32	-33	-61	-95	-201	-444	-936

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay y Ministerio de Economía y Finanzas.

inversionistas (LIBOR + 2 3/4) con pago adelantado de intereses y a seis meses de plazo. Sin embargo, la cercanía del proceso electoral afectó la colocación neta de letras hacia mediados del año, por lo que se procedió a reducir su plazo a tres meses para hacer más atractiva su adquisición. No obstante, hacia fines de año la renovación se fue haciendo pesada y la colocación neta de estos valores en el sector privado fue reduciéndose.

Por otra parte, el desequilibrio financiero del gobierno central tuvo una repercusión mayor a la programada sobre el crédito interno neto del Banco Central, con lo cual la expansión monetaria fue también mayor a la prevista. A efectos de reducir esta expansión y, al mismo tiempo, aportar financiamiento al gobierno central, se adoptaron sucesivas disposiciones que obligaron al sistema financiero a tomar Letras de Tesorería hasta determinados porcentajes de sus depósitos totales (en moneda nacional y extranjera), excluidas las operaciones *off-shore*. De hecho, la colocación neta de valores públicos durante el año constituyó el principal instrumento de financiamiento del déficit presupuestal ya que aportó 60% del total, en tanto el conjunto BCU-BROU aportó 48% y hubo una contracción de crédito externo equivalente a 6% del desequilibrio total.

III. ALGUNOS PROBLEMAS MACROECONOMICOS BASICOS

A. LA SUBUTILIZACION DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA

La subutilización simultánea de la capacidad productiva y de la fuerza de trabajo constituye en la actualidad el problema central en la esfera real de la economía uruguaya.

Ello es así, en primer término, por sus consecuencias negativas sobre el nivel de vida de la población. En efecto, como ya se vio, a partir de 1981 disminuyeron marcadamente tanto la ocupación como las remuneraciones reales, que son los dos elementos que determinan en forma más directa el nivel de consumo de la población. En estas circunstancias, el consumo privado se contrajo más de 22% en el último trienio y cayó en 1984 a un nivel similar al que se había alcanzado ya en 1970.

La subutilización de la capacidad productiva representa también un problema fundamental si se consideran las perspectivas del crecimiento económico en el mediano plazo. Este, como se sabe, depende en medida considerable —aunque por cierto no exclusivamente— de la acumulación de capital. Y, como también es conocido, la inversión es precisamente el componente de la demanda interna que cae en forma más marcada durante los períodos de contracción de la actividad económica. En este aspecto, la reciente experiencia uruguaya es elocuente: durante los últimos cuatro años el nivel real de la formación de capital cayó 60% en tanto que la inversión en maquinaria y equipo efectuada en 1984 equivalió a apenas la cuarta parte de la realizada en 1980. A raíz de ello, el coeficiente de inversión, que entre 1974 y 1980 había subido continuamente y que en 1979-1980 fue de más de 17%, apenas sobrepasó el 8% en 1984, proporción que probablemente es insuficiente para mantener el acervo de capital. Así, la crisis económica reciente, además de deteriorar las condiciones de vida de la población en el presente, ha comprometido las posibilidades de mejorarlas vigorosamente en el mediano plazo.

Por último, la subutilización de la capacidad productiva constituye un problema crucial por sus repercusiones negativas sobre el equilibrio fiscal y, por ende, sobre las posibilidades de reducir el alto ritmo que ha adquirido el proceso inflacionario. Como se explica con mayor detalle más adelante, el déficit del gobierno central continúa siendo muy alto, a pesar que en los últimos dos años las remuneraciones de los funcionarios del gobierno, las transferencias al sistema de seguridad social y la inversión pública han caído drásticamente en términos reales. En estas circunstancias, es evidente que en el futuro próximo la reducción del déficit fiscal no podrá lograrse mediante recortes adicionales en los gastos del gobierno, sino que deberá basarse principalmente en el incremento de sus ingresos. Sin embargo, a causa de la estructura tributaria existente, dichos ingresos dependen, a su vez, estrechamente de los niveles de la actividad económica interna y del comercio exterior. Por lo tanto, en la medida que aquélla no se recupere, tampoco aumentará en forma importante la recaudación tributaria y, en consecuencia, será también difícil reducir el saldo negativo de las cuentas del gobierno y la presión inflacionaria que éste tiende a generar.

Sin embargo, la trascendencia que tiene la actual subutilización de la capacidad instalada no deriva sólo de los efectos negativos que ella ha provocado en los niveles de consumo, empleo e inversión, sino que se debe también a su extraordinaria dimensión. Si bien es difícil calcular con

exactitud el grado de subutilización de la capacidad productiva existente a comienzos de 1985, se lo puede estimar en una primera aproximación teniendo en cuenta la magnitud de las caídas sufridas por la actividad económica y el empleo desde 1980. Al respecto, cabe recordar que entre ese año y 1984 el producto interno bruto disminuyó 14% mientras que la producción industrial se contrajo 24% y la construcción experimentó una baja de 45%. A su vez, la tasa de desocupación se elevó de menos de 6% en el primer semestre de 1981 a más de 14% en 1984. En consecuencia, la sola recuperación de los niveles alcanzados antes de que se desencadenara la crisis significaría lograr incrementos de 16% del producto interno bruto, de 30% en la industria manufacturera y de más de 80% en la construcción.

Por cierto, las cifras anteriores constituyen apenas una primera y muy gruesa estimación del orden de magnitud de la subutilización de recursos productivos existentes a fines de 1984. En efecto, durante crisis tan largas y profundas como la sufrida por Uruguay en los últimos años muchas empresas paralizan sus actividades y no pocas de ellas quiebran o desaparecen por completo; al mismo tiempo se desintegran los equipos humanos que las dirigían y una proporción de los trabajadores calificados opta por emigrar. Todo ello significa que a medida que la recesión se prolonga no disminuye sólo la producción sino que se va contrayendo también la capacidad productiva. Esto último es aún más probable que haya ocurrido en Uruguay si se tiene en cuenta que las escasas inversiones efectuadas en los últimos años pueden haber sido insuficientes para compensar el desgaste del acervo de capital existente.

Dicho fenómeno puede haber estado compensado, empero, en cierta medida por dos características que tuvo el proceso de formación de capital en el período que antecedió a la crisis. La primera fue la considerable inversión realizada en infraestructura —y especialmente en la generación de energía hidroeléctrica— durante la segunda mitad del decenio pasado; la segunda, la extraordinaria expansión que tuvieron las importaciones de bienes de capital a partir de 1976 y especialmente en el bienio 1980-1981. Durante este último lapso el valor de las importaciones de bienes de capital más que duplicó el promedio registrado en el período 1976-1978, el cual, a su vez, dobló también con holgura el correspondiente al trienio anterior. Ello significa que en la práctica una parte considerable de la maquinaria y los equipos importados fueron instalados y estaban en condiciones de empezar a producir precisamente en los momentos en que se desencadenó la crisis y disminuyó drásticamente la demanda y que, por ende, ellos jamás llegaron a utilizarse plenamente. En consecuencia, es probable que la capacidad productiva que había alcanzado la economía hacia fines de 1981 haya excedido por un margen no despreciable al producto efectivamente logrado en 1980 y que, por lo tanto, la caída de la producción a partir de ese año subestime el margen de subutilización de la capacidad instalada que existía a comienzos de 1985.

Con todo, cualquiera sea su dimensión exacta, es indudable que en la actualidad el grado de utilización de los recursos productivos disponibles es bajo y que sería posible lograr incrementos importantes de producción sin que para ello fuese necesario ampliar significativamente la inversión en capital fijo.

Sin embargo, ello no significa que esos aumentos de producción puedan obtenerse de hecho en el corto plazo simplemente a través de medidas orientadas a ampliar la demanda interna. En efecto, una política de reactivación que se basara sólo en acciones de ese tipo enfrentaría, a lo menos, tres restricciones fundamentales.

La primera de éstas deriva del ritmo muy alto que ha alcanzado la inflación en la actualidad y de la existencia de un considerable déficit en el sector público, el cual, por las razones que se explican en la sección siguiente de este informe, tenderá a seguir generando en 1985 fuertes presiones inflacionarias.

La segunda está vinculada al excesivo endeudamiento interno de la mayoría de las empresas productivas, al deterioro que dicho endeudamiento ha causado en el sistema financiero, y a los efectos restrictivos que esta situación ha tenido sobre el suministro de crédito al sector privado.

Por último, la tercera, pero, por cierto, no la menos importante de las restricciones que enfrenta una política de reactivación basada en la expansión inicial de la demanda interna, es el estrangulamiento externo. En efecto, como se explica en la sección final de este estudio, una política de ese tipo, en la medida que tuviera éxito en incrementar la producción y el ingreso internos, presionaría de inmediato sobre las importaciones y tendería, por tanto, a acentuar el desequilibrio externo, con las consiguientes consecuencias negativas sobre las reservas internacionales y el nivel del tipo de cambio. De allí, entonces, que, como también se analiza en dicha sección, para poder aprovechar la oportuni-

dad que para la recuperación de la actividad económica representa la existencia simultánea de una subutilización considerable de la capacidad instalada y de una alta desocupación de la fuerza de trabajo sea indispensable, entre otras condiciones esenciales, incrementar en forma significativa la capacidad para importar a través tanto de una reprogramación de los compromisos de la deuda externa como de una vigorosa expansión de las exportaciones.

B. INFLACION, DEFICIT PUBLICO Y DESEQUILIBRIO MONETARIO

Uno de los desafíos más importantes que enfrenta la economía uruguaya en la actualidad y que limita las posibilidades de aplicar políticas expansivas orientadas a incrementar rápidamente el nivel de la actividad económica global son los altos y crecientes ritmos que ha adquirido el proceso inflacionario. En efecto, el índice anual de precios de consumo, subió de 20.5% en 1982 a 51.5% en 1983 y superó el 66% en 1984. El deterioro de las finanzas públicas que se gestó en el segundo semestre de 1981 y que se manifestó con extraordinaria fuerza en 1982, unido al quiebre del plan de estabilización vinculado a la evolución de la "tablita" y la posterior flotación del peso explican en buena medida esta aceleración del proceso inflacionario.

Como se verá a continuación, este incremento del ritmo de aumento de los precios resulta especialmente inquietante dadas la significativa magnitud que tiene aún el desequilibrio del sector público y las modalidades peculiares y en buena medida no repetibles, que se utilizaron en 1984 para financiarlo.

1. El desequilibrio financiero del sector público¹⁴

a) *El déficit fiscal*

Pese al notable progreso logrado en 1983 en la reducción del déficit fiscal —el cual representó ese año 4% del producto interno bruto en comparación con casi 9% durante el año anterior—, el desequilibrio de las cuentas del gobierno central continúa siendo elevado. En efecto, en 1984 el déficit fiscal fue del orden de N\$ 16 000 millones, cifra que más que dobló el monto del saldo negativo registrado en 1983 y que representó alrededor de 5% del producto interno bruto.

Si se tiene en cuenta, además, la estructura del gasto fiscal —en el cual tienen una participación muy importante las remuneraciones y los pagos al sector pasivo y una creciente significación el servicio de la deuda pública— y la fuerte caída real que ya han tenido las primeras, resulta evidente que en el próximo futuro será difícil reducir el déficit fiscal a través de nuevas contracciones en el gasto. De hecho, como proporción del producto bruto interno, este último bajó ya drásticamente en los últimos años: desde 24% en 1982 a 20% en 1983 y a aproximadamente 19% en 1984. (Véase el cuadro 32).

Entre los gastos, los rubros que disminuyeron en 1984 en términos reales fueron los correspondientes a remuneraciones y previsión social —que cayeron 17%— y la inversión —que se redujo 15%. Por el contrario, los pagos de intereses de la deuda pública aumentaron en forma extraordinaria, con lo cual ellos sobrepasaron ampliamente el gasto en inversión.

Por cierto, el hecho que el ajuste fiscal se haya basado en la caída del salario real y de las pensiones, así como a costa del proceso de acumulación de capital, es preocupante, tanto por sus implicaciones sobre el nivel de vida actual y las posibilidades de crecimiento económico futuro, como por las rigideces que ello introduce en las posibilidades de continuar avanzando hacia el logro.

La estructura del gasto fiscal. La tendencia ascendente de la participación de los gastos del gobierno en relación al producto bruto interno entre los primeros años de la década de 1970 y 1981 puede explicarse por el monto y peso relativo crecientes de las transferencias a la Seguridad Social, por la importancia que tuvo el gasto en inversiones hasta 1980, y por la carga cada vez mayor representada por los intereses de la deuda pública.

Remuneraciones y Seguridad Social. Pese a su reciente declinación, los gastos en remuneraciones y previsión social absorben todavía una parte muy considerable del gasto fiscal: representaron el 70% de los egresos totales en 1982, 66% de éstos en 1983 y aproximadamente 57% en 1984. (Véase el cuadro 33.) La fuerte baja de la participación relativa de estos gastos en los últimos años, si bien refleja

¹⁴El sector público incluye el gobierno central, las empresas públicas y las instituciones financieras oficiales.

el importante esfuerzo de ajuste realizado en el sector fiscal, revela también la marcada caída sufrida por los salarios y pensiones en términos reales.

Como también puede observarse en el cuadro 33, una de las características más notorias de la evolución de la estructura de gastos del gobierno central en los últimos 10 años, ha sido el enorme crecimiento de las transferencias al sistema de seguridad social. En efecto, dichas transferencias equivalieron a menos de 14% de los egresos totales del gobierno hasta fines de la década pasada, pero se incrementaron con extraordinaria intensidad a partir de 1980, llegando a representar en el bienio 1982-1983 alrededor de 30% de los gastos totales, magnitud equivalente al 80% del total de las remuneraciones pagadas por el gobierno central.

El peso creciente de las transferencias al sistema de seguridad social tuvo su origen en la reforma tributaria de 1979, que implicó la sustitución parcial de los aportes directos que aquél recibía hasta entonces por tributación indirecta recaudados por el gobierno central.¹⁵ Dicha modificación implicó a

Cuadro 32

URUGUAY: RESULTADOS DE CAJA DEL GOBIERNO CENTRAL

Ejercicio	Miles de N\$			Porcentaje del PIB		
	Ingresos	Egresos	Saldo	Ingresos	Egresos	Saldo
1970	82	92	-9	13.8	15.4	-1.6
1971	103	145	-42	14.3	20.2	-5.9
1972	167	196	-29	13.5	15.8	-2.3
1973	370	398	-28	14.5	15.6	-1.1
1974	587	788	-200	12.9	17.3	-4.4
1975	985	1 348	-362	12.1	16.5	-4.4
1976	1 719	2 031	-311	13.6	16.1	-2.5
1977	2 937	3 163	-225	14.8	15.9	-1.1
1978	4 349	4 722	-372	14.1	15.3	-1.2
1979	8 423	8 257	166	14.6	14.3	0.3
1980	14 955	14 848	107	16.2	16.1	0.1
1981	21 260	21 369	-109	17.6	17.7	-0.1
1982	19 552	30 761	-11 209	15.2	23.9	-8.7
1983	29 285	36 855	-7 570	15.7	19.7	-4.0
1984	39 797	55 473	-15 676	13.5	18.8	-5.3

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos de la Contaduría General de la Nación.

Cuadro 33

URUGUAY: ESTRUCTURA DEL GASTO DEL GOBIERNO CENTRAL

(Porcentajes)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^a
Gastos	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Remuneraciones y aportes	62.0	62.2	57.7	55.3	53.3	48.3	39.1	37.8	37.3	26.4
Transferencias seguridad social	16.7	14.4	11.8	13.2	13.7	18.5	24.9	32.3	29.3	30.2
Intereses	5.6	7.2	6.4	5.6	4.4	2.2	1.9	2.6	6.1	9.5
Transferencia sector público	2.4	2.8	1.8	1.9	2.6	2.5	2.0	2.5	2.7	} 12.2
Transferencia intencional	0.7	0.6	-	-	-	-	0.4	0.7	0.4	
Gasto de capital	10.4	11.5	12.4	15.6	17.8	17.1	16.4	9.6	9.7	8.9
Resto	2.2	1.3	9.8	8.3	8.2	11.5	15.3	14.5	14.6	12.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos de SEPLACODI y Contaduría General de la Nación.

^aCifras a septiembre.

¹⁵El aporte patronal se redujo de 28% a 17% en enero de 1980 y bajó a 14% en junio del mismo año, en tanto la contribución personal bajó de 12% a 10%.

Cuadro 34

URUGUAY: EVOLUCION DE LOS INGRESOS Y EGRESOS DE LA SEGURIDAD SOCIAL

(Como porcentaje del PIB a precios de mercado)

	1973- 1976	1977- 1979	1980	1981	1982	1983
Ingresos corrientes	8.2	8.3	6.7	6.2	7.4	7.0
Egresos	8.7	8.4	8.8	11.0	13.2	11.4
Resultado financiero	-0.5	-0.1	-2.1	-4.8	-5.8	-4.4
Déficit como porcentaje de los egresos	5.2	1.1	23.5	43.8	43.8	39.1

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos de DGSS y SEPLACODI.

Cuadro 35

URUGUAY: BENEFICIARIOS DE LA SEGURIDAD SOCIAL^a*(Miles)*

	Jubilados (1)	Pensionistas (2)	Total (3)	PEA ^b (4)	Porcentaje (3) : (4) (5)
1964	174.9	102.1	277.0	1 003.0	28
1967	208.0	195.0	403.0	1 022.8	39
1978	279.0	267.0	546.0	1 098.7	50
1980	303.0	275.0	578.0	1 113.1	52
1983	340.0	285.0	625.0	1 135.1	55

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos de DGSS y SEPLACODI.

^aNo incluye Fuerzas Armadas. A partir de 1975 no incluye Caja Policial, por lo que las cifras a partir de esa fecha subestiman el total en aproximadamente 20 000 beneficiarios. ^bPoblación económicamente activa. Se parte de los datos censales de 1963 y 1975 y se aplica la tasa de crecimiento que surge de la interpolación de ambas cifras.

su vez, el compromiso para el gobierno de financiar parte de los gastos de seguridad social mediante transferencias.

Si bien la reforma tributaria fue positiva en la medida que sustituyó lo que en esencia era un impuesto al empleo de mano de obra por un tributo como el IVA, que es neutro desde el punto de vista de sus efectos sobre la utilización de los distintos factores productivos, al independizar el financiamiento del sistema de seguridad social de los ingresos generados por los aportes sobre los salarios, ella estimuló una política de prestaciones incompatibles con las posibilidades de financiamiento. De hecho, antes de la reforma el sistema básicamente se equilibraba por el lado de los gastos: las prestaciones no podían superar lo recaudado por el propio sistema. La reforma tributaria quebró esta atadura fundamental.¹⁶

Así, entre 1979 y 1982 los gastos de seguridad social se multiplicaron por más de siete en valores nominales, lo que significó un aumento anual de 16.5% en términos reales. La contrapartida de esta enorme expansión de los gastos fue un aumento muy rápido del déficit del sistema de seguridad social, que subió de apenas 1% de sus gastos en el período 1977-1979 a más de 23% en 1980 y a sobre 40% en el trienio 1981-1983. El incremento del déficit de la seguridad social como proporción del producto fue igualmente espectacular: de un porcentaje insignificante en los años finales de la década pasada a un promedio de alrededor de 5% entre 1981 y 1983. (Véase el cuadro 34.)

¹⁶Este argumento se refiere estrictamente al aspecto presupuestario. El no niega los efectos positivos de la reforma tributaria en términos de orientar los precios de los factores en función de su escasez relativa y, por esa vía, contribuir a aumentar el empleo.

Así, durante los últimos años el desequilibrio financiero del sistema de seguridad social ha adquirido una dimensión similar al del gobierno central y ha pasado a constituir un factor de gran importancia en el déficit global del sector público. Por otra parte, el desequilibrio financiero de la seguridad social constituye, en parte, la proyección monetaria de un desequilibrio real que las cifras del cuadro 35 muestran claramente: en la actualidad el número de beneficiarios del sistema equivale al 55% de la población económicamente activa.

La inversión. A partir de 1975, los gastos de inversión del gobierno central aumentaron a niveles que en el período 1978-1981 superaron muy holgadamente el promedio registrado en los diez años anteriores. Esta considerable expansión constituyó uno de los factores que explican el aumento de la participación de los gastos del gobierno central en el producto interno bruto que tuvo lugar en la década de los setenta. Sin embargo, como porcentaje de sus egresos, las inversiones del gobierno central disminuyeron sistemáticamente desde 1979 —cuando alcanzaron casi 18%— a 16.5% en 1981, a menos de 10% en el bienio 1982-1983 y a apenas 8.5% en 1984.

Intereses. Otra característica notoria de la evolución reciente de la estructura de gastos del Fisco ha sido el crecimiento de los gastos por intereses, especialmente a partir de 1983. En el período 1973-1980, los intereses representaron en promedio, un 4.5% de los egresos totales del gobierno central y, como proporción de esos gastos, siguieron una trayectoria claramente descendente entre 1976 y 1981. Esta tendencia se revirtió, empero, en 1982 y adquirió contornos dramáticos en los dos años siguientes. Así, entre 1981 y 1984 la proporción de los egresos totales representada por los pagos de intereses subió de menos de 2% a más de 9%. De hecho, en 1984 los pagos de intereses fueron 10% mayores que la inversión y aumentaron alrededor de 50% en términos reales en comparación con 1983.

El aumento notable de los pagos de intereses constituyó una consecuencia de los desequilibrios financieros del gobierno en los últimos tres años y de la política de financiar parte de ellos con endeudamiento a través de la colocación de bonos y Letras de Tesorería a tasas de interés muy altas.

b) *El déficit para-fiscal*

Como se ha visto, a pesar de los ajustes y progresos realizados en los últimos tres años, la evolución del déficit fiscal y de la estructura de los gastos del gobierno central continúan ejerciendo fuertes presiones sobre sus fuentes alternativas de financiamiento: las reservas internacionales, el endeudamiento interno y externo, y la expansión monetaria.

Sin embargo, como consecuencia de la recesión de 1982 y de las políticas monetarias, crediticias y de endeudamiento público aplicadas en el último trienio, la magnitud del denominado déficit para-fiscal ha alcanzado niveles extraordinarios,¹⁷ que superaron, incluso, el monto del desequilibrio del gobierno central. Es por ello que, para tener una apreciación adecuada respecto de la magnitud y efectos del desequilibrio global del sector público —que es, en definitiva, el que incide sobre las presiones inflacionarias, el saldo del balance de pagos y las tasas de interés— se requiere sumar al déficit fiscal tradicional, el déficit para-fiscal. De hecho, en 1982 y 1983 la magnitud de este último fue mayor al que registran las cuentas del gobierno central y estimaciones preliminares indican que en 1984 él equivalió a aproximadamente 90% del déficit fiscal.

El desequilibrio para-fiscal del último trienio se originó principalmente en la brecha financiera del Banco Hipotecario del Uruguay y en el servicio de la deuda que contrajo el Banco Central para apoyar al sistema bancario privado y evitar así la quiebra de numerosos bancos y en los pagos de intereses de los bonos que el instituto emisor entregó a los bancos al adquirir la cartera vencida que éstos le vendieron.¹⁸

El déficit del Banco Hipotecario del Uruguay. A partir de 1980, el Banco Hipotecario desarrolló un ambicioso programa de préstamos. Esta política no respondió únicamente a la expansión de las actividades normales del banco, sino que cumplió finalidades de tipo social y de mantenimiento de la actividad económica de acuerdo a consideraciones de política general. Como consecuencia de ella, entre el trienio 1977-1979 y el período 1980-1982, el crédito del Banco Hipotecario al sector privado aumentó casi 90% en términos reales. (Véase el cuadro 37.)

¹⁷El déficit para-fiscal incluye los déficit del Banco Central y del Banco Hipotecario.

¹⁸El déficit del sector público incluye además el de las empresas públicas no financieras. Sin embargo, a diferencia de lo que sucede en otros países de la región, dichas empresas no han constituido, en general, fuentes importantes de desequilibrio financiero en Uruguay. Con la importante excepción de 1982 —año en que su déficit conjunto alcanzó una magnitud de cierta importancia— en los últimos diez años éste ha sido en promedio, inferior a 1% del producto interno bruto. (Véase el cuadro 36.)

Cuadro 36

URUGUAY: RESULTADO DE EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL ESTADO

(Porcentaje del PIB)

	AFE	ANCAP	ANP	ANTEL	INC	OSE	PLUNA	UTE	Total
1973	-0.61	0.07	-0.06	0.09	-0.01	-0.16	-0.10	0.35	-0.43
1974	-0.55	-0.80	0.05	-0.23	0.01	-0.11	-0.01	-0.47	-2.08
1975	-0.28	0.81	0.19	0.02	-	-0.04	-0.01	-0.65	0.04
1976	-0.52	-0.32	0.05	-0.10	-	-	-0.01	0.11	-0.76
1977	-0.81	-1.41	0.27	-0.10	0.07	0.01	0.02	0.15	-1.83
1978	-0.40	0.11	0.06	-0.16	0.01	0.01	-0.23	0.14	-0.47
1979	-0.40	-0.47	0.12	-0.11	0.01	-0.03	-0.03	0.37	-0.53
1980	-0.39	-0.08	0.17	-0.15	-	-0.04	0.03	0.25	-0.13
1981	-0.47	0.13	0.14	-0.25	-	-0.02	-0.04	-0.77	-1.29
1982	-0.56	-1.49	-0.06	0.06	-	-0.11	-0.87	-0.80	-3.23
1983	-0.42	0.25	-0.03	0.12	0.01	-	-0.21	-0.97	-1.25

Fuente: SEPLACODI: Ahorro-Inversión y Financiamiento del Sector Público.

AFE: Administración de Ferrocarriles del Estado; ANCAP: Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland;

ANP: Administración Nacional de puertos; ANTEL: Administración Nacional de Telecomunicaciones; INC: Instituto Nacional de Colonización; OSE: Obras Sanitarias del Estado; PLUNA: Primeras Líneas Uruguayas de Navegación Aérea; UTE: Usinas y Transmisiones Eléctricas.

Cuadro 37

URUGUAY: BANCO HIPOTECARIO DEL URUGUAY, PRINCIPALES INDICADORES DE CREDITOS Y OBLIGACIONES

(Millones de UR)^a

	Crédito al sector público	Crédito al sector privado	Derechos interbancarios netos	Títulos y bonos	Depósitos en m/n	Depósitos en m/e ^b
1977	1.3	45.4	5.8	24.9	15.4	-
1978	2.7	39.7	13.2	29.6	13.8	-
1979	1.2	40.2	22.2	33.8	12.4	-
1980	2.9	58.0	10.9	30.0	15.0	-
1981	4.0	76.8	-6.0	28.4	19.3	5.8
1982	5.9	100.9	-49.9	25.4	16.4	67.1
1983	6.7	109.5	-108.1	23.8	19.8	66.1
Junio 1984	5.2	107.6	-113.1	24.7	23.3	80.2

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central.

^aLa UR (unidades reajustables) evoluciona de acuerdo al índice medio de salarios elaborado por SEPLACODI.^bLas cifras de depósitos en moneda extranjera son en millones de dólares.

La expansión de los desembolsos del BHU coincidió, además, con un período en que disminuyó su capacidad para captar fondos en el mercado a través de sus dos instrumentos principales: las obligaciones hipotecarias reajustables y los depósitos indizados a la evolución de dichas obligaciones. Ello se debió en parte a que en 1981 las obligaciones hipotecarias ofrecieron una rentabilidad menor que activos financieros como los depósitos bancarios en moneda nacional y extranjera, con lo cual perdieron su atractivo para los inversionistas. Además, como parte de su política general de sustitución de los impuestos a los salarios por el IVA, el gobierno derogó en enero de 1980 el impuesto del 2% que gravaba a los salarios y que estaba destinado al financiamiento de las operaciones del Banco Hipotecario, con lo cual los recursos de éste sufrieron una nueva disminución.

La brecha que se generó a raíz de esos cambios en la gestión bancaria de la institución obligó al BHU a recurrir a instrumentos de deuda cuyo costo resultó mayor que el ingreso obtenido a través de sus colocaciones. Con ello ocurrió, asimismo, una transformación en la estructura de los pasivos de la

institución —desde obligaciones hipotecarias a préstamos externos y depósitos en moneda nacional y en dólares— que repercutió negativamente sobre sus resultados operativos.

A fin de reducir el déficit de la institución, en 1982 se decidió reducir el programa de préstamos. Sin embargo, dadas las características de la construcción de viviendas, la decisión recién comenzó a reflejarse significativamente en el monto de los desembolsos de la institución en 1984. En el periodo intermedio, el Banco Hipotecario hizo frente a sus desequilibrios financieros mediante el aumento de su endeudamiento en moneda extranjera (tanto interno como externo), a través del crédito recibido del Banco Central, y con el apoyo de Tesorería. Naturalmente sólo este último componente se reflejó en las cuentas del gobierno central. Los demás, así como el servicio de su deuda, contribuyen en cambio, a incrementar el déficit para-fiscal.

Como se observa en el cuadro 38, la asistencia financiera que el Banco Central y la Tesorería han brindado en el último trienio al BHU ha sido muy cuantiosa. En 1982, dicha asistencia financiera —cuyo monto, empero, no es idéntico al del déficit del Banco Hipotecario— equivalió a 7.5% del producto interno bruto y a alrededor de 85% del déficit fiscal. Sin embargo, la importancia relativa de esa ayuda se redujo casi a la mitad en 1983 y se estima que, gracias a la mayor disciplina en el gasto y en el financiamiento del BHU, las necesidades financieras de éste equivalieron en 1984 a alrededor de 1.5% del producto bruto interno.

El déficit del Banco Central del Uruguay. Durante los años 1982 y 1983 el Banco Central del Uruguay efectuó operaciones de asistencia al sector financiero que le significaron un endeudamiento externo de más de 800 millones de dólares.

Esta asistencia tuvo dos modalidades y procuró atender dos objetivos diversos. La primera fue la compra de cartera a ciertos bancos que se encontraban en una situación económica difícil, a fin de evitar su quiebra y hacer posible su venta ulterior. Para financiar este tipo de operaciones, el Banco Central se endeudó en un monto de algo más de 280 millones de dólares. (Véase el cuadro 39.)

La otra operación fue la compra de cartera de difícil realización a instituciones bancarias, las cuales debieron obtener de sus casas matrices préstamos de largo plazo para el Banco Central por un monto superior a aquel en que éste compró dicha cartera. Las operaciones por esta última modalidad generaron un endeudamiento del Banco Central por 540 millones de dólares. Al mismo tiempo, el instituto emisor entregó, a cambio de las carteras adquiridas de los bancos comerciales, bonos en dólares. El servicio correspondiente a los créditos externos que recibió el Banco Central y el correspondiente a los bonos que él entregó a la banca privada constituyen las dos fuentes principales del déficit del Banco Central. Ellas constituyen, asimismo, uno de los componentes importantes del déficit global del sector público.

c) *El déficit del sector público*

La importancia que ha adquirido el déficit del sector público en el último trienio justifica un intento de cuantificación. En esta sección se intenta dicho cálculo, midiendo el déficit a través de su financiamiento. Debe tenerse en cuenta, empero, que se trata de una metodología aproximada y que ella no ofrece información alguna sobre el origen de los desequilibrios.

Cuadro 38

URUGUAY: FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT DEL BANCO HIPOTECARIO

	1982		1983		1984	
	Millones N\$	Porcentaje PIB	Millones N\$	Porcentaje PIB	Millones N\$	Porcentaje PIB
Financiamiento de tesorería	-	-	-	-	2 793	0.9
Financiamiento del Banco Central	9 665	7.5	7 208	3.9	1 420	0.5
Financiamiento total	9 665	7.5	7 208	3.9	4 213	1.4

Fuente: Vegh Villegas, Alejandro. "Fiscalidad y Para-fiscalidad". *El País*, 22 de diciembre de 1984.

Cuadro 39

URUGUAY: COMPRAS DE CARTERA POR EL BANCO CENTRAL EN 1982-1983

(Millones de dólares)

	Cartera comprada	Préstamos recibidos
Vinculada a préstamos	215.0	540.4
Vinculadas a venta de bancos	413.2	280.8
Total	628.2	821.2

Fuente: CEPAL, sobre datos del informe de la comisión interpartidaria "Deuda Externa Uruguaya".

Cuadro 40

URUGUAY: VARIACION DEL ENDEUDAMIENTO EN
MONEDA EXTRANJERA DEL SECTOR PUBLICO*(Millones de dólares)*

	Deuda m/e	Fondos de trabajo			Deuda neta	Variación endeuda- miento en m/e
		BCU	BROU	Total		
1977	1 282	233	89	322	960	
1978	1 142	232	120	352	790	-170
1979	1 155	323	130	453	702	-89
1980	1 382	384	148	531	850	149
1981	1 881	409	129	539	1 342	493
1982	3 267	76	102	178	3 088	1 745
1983	3 967	174	112	287	3 680	592
Junio 1984	4 149	202	108	309	3 840	160

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

Con este fin, en el cuadro 40 se presenta la inflación que el Banco Central elabora sobre la evolución del endeudamiento en moneda extranjera del sector público, tanto con residentes como con no residentes. Debido a que parte del endeudamiento en moneda extranjera pudo haber sido destinado a la constitución de reservas, en la última columna del cuadro 40 se corrige la variación del endeudamiento en moneda extranjera por los cambios con los fondos de trabajo del Banco Central y del Banco de la República.

Por otra parte, los instrumentos con que cuenta el sector público para obtener financiación en moneda nacional están constituidos por: la emisión del Banco Central; los depósitos a la vista de la banca privada en moneda nacional en el Banco Central (los cuales están constituidos mayoritariamente por el encaje); los depósitos en moneda nacional en el Banco de la República y en el Banco Hipotecario del Uruguay; la emisión de títulos y bonos del Banco Hipotecario del Uruguay y las Letras de Tesorería en moneda nacional. La información sobre la captación de financiamiento por parte del sector público a través de todos estos instrumentos se resume en el cuadro 41.

Sin embargo, como parte de dicho endeudamiento constituye una contrapartida de los créditos que las instituciones financieras oficiales suministran al sector privado en el curso de sus operaciones bancarias normales, a fin de estimar la magnitud del déficit del sector público es preciso sustraer a la variación de su endeudamiento, los cambios en el crédito otorgado al sector privado por el BHU y por el

BROU. Ello se hace en el cuadro 42. En él se corrigen, asimismo, las variaciones del endeudamiento total del sector público por los cambios en la disponibilidad de oro del Banco Central y del Banco de la República.¹⁹ El resultado final de estas operaciones constituye una estimación del déficit del sector público y se presenta en la última columna del cuadro 43 como proporción del producto interno bruto de cada año.

Cuadro 41

URUGUAY: VARIACION DEL ENDEUDAMIENTO EN
MONEDA NACIONAL DEL SECTOR PUBLICO

(Millones de nuevos pesos)

	Emisión	Depósitos a la vista banca privada BCU	Emisión bonos BHU	Depó- sitos m/n en BHU	Depó- sitos m/n en BROU	Letras de tesorería en m/n	Total	Variación del en- deuda- miento en m/n
1977	1 369	358	535	328	379	229	3 200	
1978	2 065	457	1 078	498	761	405	5 266	2 066
1979	3 736	207	2 116	765	1 405	150	8 381	3 144
1980	5 953	174	2 951	1 465	2 395	251	13 193	4 811
1981	7 148	197	3 642	2 470	3 449	20	16 929	3 736
1982	8 805	328	3 624	2 141	4 227	454	19 582	2 652
1983	9 453	1 867	4 599	3 347	6 253	176	25 798	6 215
Junio 1984	10 362	541	5 781	4 543	9 646	2 217	33 092	7 293

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

Cuadro 42

URUGUAY: VARIACION DE DEUDA TOTAL DEL SECTOR PUBLICO CORREGIDA
POR EL CREDITO AL SECTOR PRIVADO DEL BROU Y BHU Y POR
LA VARIACION DE LA DISPONIBILIDAD DE ORO

(Millones de N\$)

	Variación de la deuda total del sector público	Variación del crédito al sector privado del BROU- BHU	Variación de deuda (excluido crédito al sector privado) (1) - (2)	Variación a las te- nencias de oro (-) sig- nifica compra	Total (3) + (4)	Total como porcentaje del PIB (-) significa superávit
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1978	1 033.3	1 426.9	-393.6	-14.5	-408.1	-1.3
1979	2 419.4	3 186.0	-766.6	-356.4	-1 123.0	-1.9
1980	6 165.4	5 980.8	184.6	-778.1	-593.5	-0.6
1981	9 056.1	6 344.5	2 711.6	116.9	2 828.5	2.3
1982	26 967.7	6 361.6	20 606.1	2 731.3	23 337.4	18.2
1983	26 662.6	8 376.0	18 286.6	4 983.4	23 270.0	12.5
Junio 1984	15 385.7	5 557.4	9 828.3	11.2	9 839.5	9.0 ^o

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.
* Anualizado.

¹⁹Ello es indispensable debido a que las ventas de oro fueron significativas tanto en 1982 como en 1983. Dichas variaciones están valoradas al precio medio del oro en los respectivos años.

Cuadro 43

**URUGUAY: EVOLUCION DEL DEFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL Y
DEL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO**

(Como porcentaje del PIB)

	Déficit del Gobierno Central ^a	Déficit del resto del sector público ^a	Endeudamiento del sector público ^b
1978	-1.2	2.5	-1.3
1979	0.3	1.6	-1.9
1980	0.1	0.5	-0.6
1981	-0.1	-2.2	2.3
1982	-8.7	-9.5	18.2
1983	-4.0	-8.5	12.5
1984 ^c	-5.0	-4.0	9.0

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aSigno (-) significa déficit.

^bSigno (-) significa amortización de deuda.

^cEstimaciones preliminares.

Cuadro 44

**URUGUAY: DEUDA A CARGO DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL
BANCO CENTRAL^a**

	Millones de dólares
Deuda total	4 427
Deuda del Banco de la República	623
Deuda del Banco Hipotecario	296
Deuda de las empresas públicas	827
Deudas del Gobierno Central y del Banco Central	2 681

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^aA fines de 1983.

La primera conclusión que surge del análisis de las cifras se refiere a los cambios extraordinarios que ha experimentado la situación financiera del sector público en lo que va corriendo del decenio actual. En efecto, luego de obtener un pequeño superávit en 1980, el sector público cerró el año siguiente con un saldo negativo equivalente a 2.3% del producto interno bruto. Dicho vuelco se acentuó en forma dramática en 1982, cuando el déficit del sector público equivalió a más de 18% del producto bruto interno. Sin embargo, como resultado de las políticas de ajuste aplicadas a partir de 1983, el desequilibrio global del sector público se redujo tanto ese año como en 1984. Con todo, aun en este último año se estimaba que él equivalía a aproximadamente 9% del producto.

Una segunda conclusión es la enorme diferencia que ha existido en años recientes entre el déficit global del sector público y el déficit del gobierno central, diferencia que muestra la importancia creciente que ha tenido en esos años el déficit para-fiscal. Dicha tendencia y su contraste con la situación imperante hasta 1980 se destacan claramente en el cuadro 43. En efecto, en el período 1978-1980, el resto del sector público generó excedentes que permitieron que el sector público en su conjunto amortizara deuda e incrementara sus reservas en cada uno de esos tres años. A partir del año 1981, en cambio, no sólo se produce un vuelco de superávit a déficit en las cuentas del resto del sector público, sino que el desequilibrio de éste pasa a ser mucho mayor que el déficit de la Tesorería (salvo en 1984) y alcanza magnitudes muy importantes en relación al producto interno bruto.

Luego de su espectacular aumento en 1982, en los años siguientes ha habido una reducción del déficit del sector público equivalente a casi 10 puntos del producto interno bruto. Dicha baja se explica, principalmente, por la contención de los egresos del sector fiscal —que, como ya se vio, condujo a una fuerte caída real de la inversión, los salarios y las jubilaciones y pensiones; por una política realista de precios y tarifas de las empresas públicas, y por el ordenamiento de las actividades del Banco Hipotecario.

d) *La deuda pública*

Conforme a las cifras de los cuadros 40 y 41, a fines de 1983 la deuda total del sector público ascendía al equivalente de casi 4 430 millones de dólares. (Véase el cuadro 44.) De este total, aproximadamente el 90% correspondía al endeudamiento en moneda extranjera, el cual en los últimos tres años ha crecido mucho más rápidamente que la deuda en moneda nacional. A su vez, las tres cuartas partes de la deuda en moneda extranjera del sector público es deuda externa, esto es, ha sido contraída con no residentes. (Véase el cuadro 45.)

Este último hecho tiene gran importancia ya que el servicio de la deuda externa que no esté financiado por nuevos préstamos externos exige efectuar una transferencia real de recursos al exterior, lo que implica que un monto equivalente de ahorro generado en el país, en lugar de financiar la formación interna de capital, financia gastos en el resto del mundo. Por otra parte, el alto monto de la deuda global del sector público crea también la necesidad de financiar un flujo considerable de intereses.

Así, si se supone una tasa de interés media de 10%, la cuenta de intereses del sector público sería del orden de 440 millones de dólares en 1984, cifra que representa más del 8% del producto interno bruto. Ello revela que la dimensión que tiene el pago de intereses del conjunto del sector público es

Cuadro 45

URUGUAY: OBLIGACIONES EN MONEDA EXTRANJERA DEL SECTOR PÚBLICO

(Millones de dólares)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Obligaciones totales en moneda extranjera del sector público	921.2	1 078.2	1 281.7	1 142.3	1 154.9	1 382.1	1 881.4	3 266.5	3 956.6	4 216.0
Deuda externa bruta del sector público	860.5	961.8	1 027.9	909.7	1 011.9	1 182.2	1 464.6	2 705.1	3 197.5	3 180.4
Obligaciones en moneda extranjera con el sector privado residente	60.7	116.4	253.8	232.6	143.0	199.9	416.8	561.4	759.1	1 035.6
Banco Central	25.4	36.8	165.8	131.9	27.8	37.4	91.5	166.7	422.5	573.5
Con bancos privados	25.4	36.8	165.8	131.9	27.8	37.4	91.5	166.7	422.5	573.5
Con sector privado no bancario	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco de la República	13.4	35.3	61.2	75.2	98.8	142.5	245.2	207.9	199.1	263.0
Con bancos privados	1.2	0.3	0.3	0.4	0.6	2.0	0.5	1.6	0.5	0.2
Con sector privado no bancario	12.2	35.0	60.9	74.8	98.2	140.5	244.7	206.3	198.6	262.8
Banco Hipotecario	-	-	-	-	-	-	55.8	139.1	66.1	99.3
Con bancos privados	-	-	-	-	-	-	50.0	72.0	-	0.2
Con sector privado no bancario	-	-	-	-	-	-	5.8	67.1	66.1	99.1
Sector público no financiero	21.9	44.3	26.8	25.5	16.4	20.0	24.3	47.7	71.4	159.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

muy superior a la que se desprende del hecho que los pagos de intereses del gobierno central representan alrededor del 10% de sus egresos totales. En efecto, en términos de dichos egresos, los pagos globales de intereses del sector público equivalen a alrededor de 45%. En otras palabras, los intereses de la deuda pública global, exceptuados aquellos de responsabilidad del gobierno central, equivalían en 1984 a tres y media veces el monto de estos últimos.

Es importante, asimismo, distinguir el servicio de la deuda a cargo del gobierno central y del Banco Central del que corresponde a la deuda del resto del sector público. En efecto, el servicio de esta última puede financiarse mediante una adecuada política de precios y tarifas de los bienes y servicios que producen las empresas del Estado. En cambio, los intereses que debe pagar el Fisco o el Banco Central sólo pueden financiarse con impuestos, con emisión, con la liquidación de reservas internacionales y/o venta de oro, o con mayor endeudamiento. Así, independientemente de la contabilización de las obligaciones asumidas por el Banco Central y de su ubicación jurídica dentro del patrimonio del Estado, los efectos económicos que derivan de su endeudamiento y las restricciones que éste impone a la política económica son iguales a los que existirían en caso que hubiesen sido contraídas por el gobierno central.

Dichos intereses son, además, considerables. De hecho, dada la deuda que tenían a fines de 1983 la Tesorería y el Banco Central, se puede estimar que ellos debieron alcanzar unos 270 millones de dólares en 1984, cifra que supera el 28% de los gastos totales del gobierno central y que equivale a aproximadamente 5% del producto interno bruto.

La trascendencia de este hecho radica en dos elementos de importancia. Por un lado, la mayor parte de los intereses deben pagarse en moneda extranjera y la inflación, por tanto, no sirve para reducirlos en términos reales. Esto contrasta con lo que ocurría cuando los desequilibrios financieros del gobierno estaban vinculados principalmente a los aumentos nominales de los salarios públicos. En efecto, en ese caso la propia inflación inducida por el déficit fiscal terminaba reduciendo en términos reales la carga que representaba para el Fisco el aumento nominal de los salarios y pensiones.

El otro elemento de importancia derivado de la creciente significación de los intereses dentro del gasto público global es que ellos corresponden principalmente a intereses sobre la deuda externa y suponen, por lo tanto, una transferencia de recursos reales al exterior, con el consiguiente efecto negativo sobre la disponibilidad interna de bienes y servicios.

2. Los desequilibrios monetarios

a) *El déficit del sector público y la política monetaria en 1984*

Conforme a cálculos preliminares, se estima que el déficit global del sector público ascendió en 1984 a aproximadamente N\$ 26 000 millones, monto equivalente a 2.5 veces la emisión existente a comienzos del año. Por lo tanto, resulta, en principio, sorprendente que en 1984 no hayan existido ni una inflación más intensa ni un desequilibrio más agudo del sector externo. Dicho en otra forma, es difícil comprender que un déficit público equivalente al 250% de la emisión no haya provocado una inflación de tres dígitos ni un alza del tipo de cambio mucho mayor que la de 70% ocurrida en 1984.

En esencia, la explicación de esta aparente paradoja radica en la forma en que se financió el déficit del sector público. En efecto, dicho financiamiento, si bien provino en parte del Banco Central, descansó en forma más importante en otras fuentes de recursos. De hecho, durante 1984 la emisión creció 61%, es decir, en N\$ 6 400 millones, suma de la cual algo menos de la mitad correspondió al aumento que tuvo lugar tan solo en el mes de diciembre. Así, la emisión financió menos de la cuarta parte del déficit global del sector público. A su vez, la pérdida de reservas internacionales, el endeudamiento externo y otras partidas menores, financiaron aproximadamente N\$ 5 000 millones, es decir, otro 19% del déficit global.

En la práctica el principal mecanismo de financiamiento del déficit fue la colocación de letras y bonos de la Tesorería, en buena medida en el sistema bancario privado y que éste adquirió en parte de manera voluntaria y en parte en cumplimiento de disposiciones obligatorias del Banco Central. El financiamiento por estas vías fue del orden de los N\$ 9 600 millones y contribuyó a incrementar significativamente el endeudamiento interno del sector público.

Por último, las sucesivas alzas de los encajes legales y los excedentes de encaje que la banca privada y el Banco de la República mantuvieron en el instituto emisor allegaron recursos por un total aproximado de N\$ 5 000 millones.

En suma, el financiamiento interno —excluyendo el proveniente del Banco Central— proporcionó en 1984 más del 55% de las necesidades de recursos del sector público.

La política de aumento de los encajes y de colocación obligatoria de valores públicos en la banca comercial contribuyó además a mantener hasta mediados de diciembre el ritmo de aumento de los medios de pago dentro de los límites programados y permitió, asimismo, al sector público obtener la moneda extranjera requerida para cubrir sus compromisos.

En la práctica, cuando la expansión monetaria superó la programada, o el tipo de cambio tendió a subir con cierta rapidez, o el sector público requería de financiamiento adicional, la autoridad económica tomó medidas que obligaron al sistema bancario a incrementar su tenencia de letras y bonos emitidos por la Tesorería.

Sin embargo, como se verá más adelante, la magnitud a que alcanzó el endeudamiento interno durante 1984 y la naturaleza de la política monetaria utilizada ese año no sólo hacen difícil que en 1985 el déficit pueda financiarse a través de las mismas modalidades, sino que introducen también severas restricciones al manejo de la política monetaria en el futuro.

Al parecer, el argumento que pesó de manera decisiva en la decisión de la autoridad económica para acudir significativamente al financiamiento interno bancario y no bancario provino de su evaluación respecto de lo que estaba ocurriendo tanto en el sector real como en el sector financiero de la economía. En efecto, como el sector real estaba estancado y el sistema financiero seguía una política restrictiva de crédito en relación con las actividades productivas, las autoridades consideraron que el financiamiento del sector público vía el endeudamiento interno no afectaría mayormente la actividad privada y contribuiría, por el contrario, a evitar una recesión y una inflación mayores que las existentes.

b) *La política monetaria en 1985: restricciones básicas*

El énfasis dado en el último tiempo al endeudamiento interno como mecanismo de financiamiento del sector público, junto a otras características de la situación fiscal, monetaria y de balance de pagos del Uruguay, como son el alto grado de dolarización de la economía, las elevadas y crecientes tasas de inflación, y los ingentes compromisos fiscales y del Banco Central en moneda extranjera, imponen un conjunto de importantes limitaciones al diseño de la política macroeconómica, en general, y a la monetaria, en particular.

En primer lugar, el servicio de la deuda pública gravita ya en forma significativa sobre los presupuestos del Fisco y del Banco Central y la carga que él representa se hará aún más pesada en el próximo futuro. Como ya se vio, las estimaciones preliminares disponibles indican que el déficit del sector fiscal alcanzó en 1984 a 5% del producto interno bruto. Esta cifra es muy similar a la proporción del producto interno bruto representada por la emisión, lo que refleja las graves implicaciones que sobre el presupuesto monetario tiene dicho déficit. Para apreciar los efectos potenciales sobre la evolución monetaria del desequilibrio fiscal, basta con recordar que si en 1985 se mantuviera el monto nominal del déficit fiscal de 1984 —que fue de cerca de N\$ 16 000 millones— y éste se financiara en su totalidad a través del Banco Central, la emisión aumentaría tan solo por este concepto casi 95%. Si, como parece más adecuado, se considera que el déficit que sería preciso solventar es el déficit del conjunto del sector público y se supone nuevamente que él permanece constante en términos nominales, financiarlo enteramente con emisión implicaría que ésta debería crecer en 1985 en alrededor de 150%.²⁰

En estas circunstancias, resulta evidente que si no se desea exacerbar el proceso inflacionario, la financiación del desequilibrio del sector público no podrá provenir exclusivamente del aumento de la emisión y que sería necesario recurrir también al endeudamiento público interno y/o externo, a la pérdida de reservas, o lograr un incremento de la recaudación tributaria. El ya excesivo endeudamiento interno y la actual posición de reservas internacionales sugieren que el financiamiento proveniente de esas fuentes será limitado.

Un segundo hecho que restringe fuertemente el campo de acción de la política macroeconómica es que la mayor parte del déficit del sector público se ha financiado a través de la colocación de valores que generan compromisos en moneda extranjera. De hecho, las dos terceras partes de los 300 millones de dólares que representaron las necesidades de financiamiento del sector público en el

²⁰Sobra agregar que la suposición de que la magnitud *nominal* del desequilibrio fiscal del sector público permanece inalterada supone una enorme caída *real* de los respectivos déficit.

primer semestre del año 1984 fueron cubiertas con endeudamiento en moneda extranjera. Como en ese lapso la deuda externa del sector público disminuyó en 34.4 millones de dólares, el endeudamiento adicional en moneda extranjera del sector público fue contraído íntegramente con residentes. A su vez, la posibilidad de obtener este financiamiento derivó de la existencia de un importante volumen de depósitos en moneda extranjera en los bancos y de la disposición del público para adquirir títulos denominados en dólares a tasas de interés competitivas internacionalmente.

La dolarización de los compromisos del sector público y su abultado déficit, junto al hecho de que la mayor parte de la deuda pública en moneda extranjera sea deuda externa, indican que una tercera importante área de preocupación en el futuro próximo estará vinculada con lo que se ha dado en llamar el "problema presupuestal" y el "problema de la transferencia".

El problema presupuestal se refiere a la necesidad que tiene el sector público de conseguir los recursos requeridos para servir su deuda. A su vez, el problema de la transferencia se relaciona con la necesidad que hay de transformar los recursos obtenidos en moneda local en moneda extranjera para poder efectuar así los pagos de la deuda externa.

Si bien la magnitud del problema presupuestal existe para el sector público en su conjunto, él es especialmente complejo en los casos del gobierno central y del Banco Central, ya que la posibilidad de allegar los recursos para servir su deuda sólo puede provenir del logro de un superávit en el resto de sus operaciones, del "impuesto-inflación" o de un mayor endeudamiento interno.

Como ya se ha visto, en los últimos años se ha hecho un importante esfuerzo de ajuste en el sector público, principalmente a través de la reducción del gasto del gobierno central. No parece posible que pueda continuar en esa línea, debido, por una parte, a la magnitud del ajuste ya realizado —que ha conducido a fuertes caídas de las remuneraciones, pasividades e inversiones— y, por la otra, a la rigidez que impone la actual estructura del gasto fiscal. En consecuencia, es fundamental incrementar la recaudación del gobierno central, posibilidad que, por la naturaleza del sistema impositivo, está íntimamente vinculada al crecimiento de la actividad económica interna y del comercio exterior.

A su vez, la posibilidad de obtener recursos para el sector público mediante el impuesto-inflación son muy restringidas debido al elevado grado de dolarización y de desmonetización (en moneda nacional) de la economía uruguaya y a las altas y crecientes tasas de inflación registradas durante el último trienio. En efecto, como porcentaje del producto interno bruto, la emisión fue de 4.7% en 1984 y este coeficiente ha venido cayendo a un ritmo promedio de 17% en los últimos dos años. De hecho, los recursos recaudados a través de los incrementos de la emisión no han sobrepasado, como promedio, el 1.5% del producto interno bruto en el último trienio.²¹ A menos que haya una importante recuperación de la actividad económica, en caso de elevarse aún más el ritmo inflacionario, lo más probable es que continúe cayendo la demanda por dinero nacional y, por ende, se restrinja aún más la captación de recursos para el sector público a través del impuesto-inflación.

La dificultad de solucionar el "problema presupuestal" sugiere la necesidad de avanzar con más decisión en la reducción del déficit del Banco Central —lo que requiere, a su vez, incrementar la recuperación de los activos adquiridos por el Banco Central a raíz de sus operaciones de compras de cartera a la banca privada, de mantener una estricta vigilancia sobre el gasto fiscal, y sobre todo, de crear las condiciones para elevar el nivel de la actividad económica para, por esa vía, aumentar la recaudación tributaria y disminuir la brecha fiscal.

Con todo, aun en el caso que el "problema presupuestal" estuviere en vías de solución, subsistiría el "problema de transferencia".

Al respecto, existen, básicamente tres opciones. La primera de ellas sería obtener las divisas necesarias recurriendo a las reservas internacionales o mediante ventas de oro. Sin embargo, esta posibilidad, además de difícil de repetir, limitaría la viabilidad y magnitud de la recuperación de la actividad económica. En efecto, ésta requeriría, inevitablemente, un incremento de cierta magnitud en el monto de las importaciones, posibilidad que se vería restringida en caso que las reservas disminuyeran en forma apreciable.

La segunda opción consistiría en incrementar el superávit de la cuenta comercial, lo que exigiría que se adoptaran políticas de demanda agregada y de precios relativos orientadas a fomentar la producción de bienes comerciables internacionalmente y a desestimular el gasto interno en ellos. Sin

²¹El "impuesto-inflación" pagado por los agentes económicos sobre el dinero ha sido superior, del orden de 2.5% a 3% del producto interno bruto. Sin embargo, la diferencia no ha sido captada por el gobierno, sino por el sistema bancario oficial y privado, a través de la creación de depósitos en moneda nacional.

embargo, dada la enorme caída que han tenido desde 1981 las importaciones de bienes, ello requeriría una expansión extraordinaria del valor de las exportaciones, hecho que, si bien no imposible en el mediano plazo, es difícil de lograr a corto plazo.

La tercera opción sería obtener las divisas necesarias mediante un mayor endeudamiento externo neto. Si se tienen en cuenta las actuales circunstancias de los mercados internacionales de capitales, ello exigiría, por una parte, lograr un mayor aporte de los organismos financieros públicos internacionales y, por otra, obtener un alivio en el servicio de los compromisos externos a través de un proceso de renegociación de la deuda externa con la banca privada internacional.²²

Dadas las dificultades existentes para generar el superávit necesario en las cuentas fiscales y del Banco Central, si no se obtuviera un alivio en el servicio de la deuda externa, las presiones de la Tesorería y/o del Banco Central sobre el mercado de cambio y los precios serían muy marcadas. Por ejemplo, si las necesidades de recursos para financiar tan solo los pagos de intereses del gobierno central y del Banco Central —que ascienden a alrededor de 270 millones de dólares— se intentaran satisfacer recurriendo al mercado cambiario a través de un aumento de la emisión, al tipo de cambio de fines de 1984, ésta tendría que expandirse en un monto de aproximadamente 20 000 millones de pesos. Ello representaría un incremento de 115% en relación a la emisión existente al término de 1984.

Por lo demás, aun en el caso que el sector público lograra captar el volumen requerido de divisas a través de una acelerada expansión de la emisión, lo haría a costa de reducir el saldo de divisas que quedaría disponible para satisfacer las necesidades de moneda extranjera del sector privado, sea para importaciones, sea para el servicio de su deuda externa.

En resumen, para poder enfrentar los problemas del presupuesto y de la transferencia en forma eficaz y reducir los costos del ajuste, se requieren dos elementos fundamentales: por una parte, una reactivación económica, que genere un significativo excedente de bienes comerciables internacionalmente y, por otra, un alivio en el servicio de la deuda externa.

Una cuarta restricción de importancia derivada de la modalidad de financiamiento del sector público en 1984 se vincula con el efecto que ella ha tenido sobre la estructura de los activos del sistema bancario y el rol de éste como intermediario financiero.

Como ya se señaló, cerca de la mitad del déficit global del sector público se financió en 1984 con recursos obtenidos del sistema bancario mediante la venta voluntaria o forzosa de bonos y letras de Tesorería y el alza de los encajes. Dichas medidas tienden a reducir las posibilidades de otorgar créditos a los sectores productivos, o desnaturalizar la función del sistema financiero interno, y a rigidizar excesivamente la composición de sus activos.

Tales limitaciones resultan especialmente graves si se considera la necesidad que existe de lograr en el futuro cercano una elevación importante de la actividad económica y una expansión considerable de la producción de bienes comerciables internacionalmente. Para lograr esos objetivos es indispensable liberar recursos crediticios que faciliten la reactivación y crecimiento de los sectores que deben encabezar el proceso de recuperación económica. Y para que ello sea posible, sin que al mismo tiempo exista una expansión exagerada de los medios de pago, es indispensable que el gobierno reduzca su demanda de financiamiento bancario.

Finalmente, hay dos elementos adicionales que limitan la efectividad de la política monetaria en el futuro cercano.

Por un lado, la desmonetización que enfrenta Uruguay y el rol preponderante que cumple la moneda extranjera, unido a las altas y crecientes tasas de inflación recientes, ha contribuido a que la velocidad de circulación del dinero sea muy elevada. La magnitud que ha alcanzado este fenómeno es tal que en 1984 por cada peso en que aumentó la emisión, se generaron más de 21 pesos adicionales de gasto. Apenas dos años antes dicha relación era de 14.5. Por cierto, en caso que las expectativas prevalecientes fueran de una inflación mayor en 1985 que la de 1984, cabría esperar una nueva disminución de la demanda de dinero nacional, con lo cual se reforzaría el efecto inflacionario de cualquier aumento dado de los medios de pago. Naturalmente, dicho cambio no se produciría o sería menor en la medida que simultáneamente se recupere la actividad económica con el consiguiente aumento en la demanda de dinero.

²²Por cierto, este alivio podrá provenir también de un descenso de las tasas internacionales de interés. Esta baja sería especialmente favorable para Uruguay en razón de su muy elevada relación entre deuda externa y exportaciones. Sin embargo, y como es obvio, los cambios en las tasas internacionales de interés son independientes de la política económica de Uruguay.

Por otra parte, debido a la política monetaria aplicada en 1984 que, como ya se mencionó, elevó sustancialmente las tasas de encaje que están obligadas a mantener las instituciones bancarias, la posibilidad de controlar a través de ese mecanismo la creación secundaria de medios de pago tiende a hacerse cada vez más difícil.

En suma, es evidente que en 1985 será mucho más difícil financiar el déficit fiscal a través de las modalidades utilizadas en 1984, gracias a las cuales fue posible evitar que dicho financiamiento condujera a una expansión muy intensa de la emisión. En efecto, dado que la posibilidad de incrementar la deuda pública y los encajes obligatorios de los bancos tiene límites, los mecanismos "no inflacionarios" mediante los cuales se financió el déficit público en 1984 no estarán disponibles en 1985 o podrán utilizarse en mucho menor medida. En consecuencia, a menos que se logre un alivio importante por el lado de la disponibilidad de recursos externos mediante la renegociación de la deuda externa o se logre elevar significativamente el nivel de la actividad productiva con los consiguientes efectos favorables sobre la demanda de dinero y la recaudación tributaria, la economía uruguaya se verá enfrentada al dilema de efectuar un nuevo y penoso ajuste del sector público o de requerir un crecimiento de la emisión de magnitud tal que difícilmente podrá evitarse una aceleración del ritmo ya muy alto de la inflación.

C. EL SECTOR FINANCIERO Y EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS

1. La reforma financiera y la crisis del sistema bancario

A partir de 1974 la economía uruguaya comenzó un proceso de liberalización y profundización financiera, interna y externa. Ello se vio reflejado en una creciente integración del mercado de capitales doméstico con el mercado financiero internacional y en la desregulación del sistema financiero interno.

La apertura financiera externa se llevó a cabo eliminando controles cambiarios, permitiendo la libre convertibilidad del peso, y legalizando el uso de la moneda extranjera para transacciones o inversiones, así como permitiendo a los inversionistas y financistas externos la libre repatriación de capitales, créditos, utilidades e intereses.

A su vez, la desregulación financiera se implementó liberando las tasas de interés y flexibilizando o eliminando controles cuantitativos y selectivos, las reservas legales obligatorias (encaje) y los impuestos especiales a los bancos, y disminuyendo las restricciones al establecimiento de nuevos intermediarios financieros.

Hacia fines de 1981 el sistema financiero estaba liberalizado casi por completo: estaba permitido mantener depósitos en dólares en bancos uruguayos, circulaban pesos y dólares libremente, las tasas de interés se fijaban en el mercado, y se habían eliminado los impuestos específicos a las utilidades bancarias así como los encajes marginales sobre los depósitos.

Hasta el tercer trimestre de 1981 los efectos favorables previsibles del proceso de reformas, junto a una abundancia de crédito internacional y a una fuerte dosis de confianza en el sistema financiero uruguayo, se dejaron sentir a través de un incremento en el ahorro financiero y en la tasa de inversión real.

Sin embargo, como ya se comentó, el país comenzó a sufrir una fuerte recesión económica a partir de fines de 1981. Ella obedeció a causas de origen interno y externo y afectó fuertemente a los sectores productivos y a los ingresos de las familias, lo que repercutió, a su vez, sobre la situación del sistema financiero.

Entre las causas externas de la crisis cabe destacar las bruscas oscilaciones de los flujos internacionales de capital y los cambios también muy marcados que caracterizaron a las políticas económicas de Argentina y Brasil. En particular, las modificaciones de las políticas monetarias y cambiarias en los dos grandes países vecinos afectaron adversamente a la competitividad comercial y a los ingresos netos provenientes del turismo así como a la rentabilidad relativa de los depósitos e inversiones financieras mantenidos en Uruguay.

A su vez, entre las causas internas es preciso distinguir las de carácter macroeconómico de las vinculadas al sector financiero. Entre las primeras, tuvieron un rol decisivo ciertas políticas que exacerbaban el flujo de capitales de corto plazo. El exceso de liquidez consecuente permitió la

emergencia de dos auges ("burbujas") en los precios de los activos en un corto período de tiempo. El primero de dichos auges ocurrió en el sector agrícola y alcanzó su punto máximo en el bienio 1978-1979. Cuando entró a su fase recesiva —a comienzos de 1980— él afectó fuertemente la situación de los bancos, debido al efecto de la baja del precio de la tierra sobre el valor real de las garantías de los préstamos otorgados al sector agropecuario. El otro auge de importancia se concentró principalmente en el sector de la construcción y arrastró en su fase recesiva no sólo a los deudores hipotecarios sino que también a las empresas constructivas e industriales, muchas de las cuales no pudieron cumplir oportunamente sus compromisos con el sistema financiera. Esta última situación, que se produjo fundamentalmente entre abril de 1982 y comienzos de 1984, se vio agravada por la política cambiaria y las maxidevaluaciones efectuadas en Argentina a mediados de 1982, así como por la elevación de las tasas activas de interés, fenómeno este último que reflejaba las crecientes expectativas de quiebre de la "tablita" del tipo de cambio.

A los efectos producidos por estos factores se agregaron los generados por la falta de coordinación entre la política cambiaria y la política fiscal, el riesgo cambiario y, en términos más generales, cierta inconsistencia entre los precios de algunas variables macroeconómicas de importancia como las tasas de interés, el tipo de cambio y los salarios reales dentro de la economía uruguaya, así como en relación a los vigentes en Argentina y, en menor medida, en Brasil. Todo esto contribuyó a magnificar los efectos tanto de la fase ascendente como de la etapa contractiva del segundo auge.

Hubo también problemas importantes vinculados al manejo del sistema financiero: la insuficiencia de la inflación y supervisión pública del sector financiero y la relativa falta de experiencia de algunos bancos, que en cierta medida facilitaron un endeudamiento generalizado y excesivo de las empresas y de las familias a través de políticas crediticias liberales. La inadecuada política crediticia seguida por algunos bancos se reflejó, asimismo, en un análisis de los riesgos que descansó en buena medida en una visión simple y de corto plazo del valor real de los activos que los deudores ofrecieron para garantizar sus obligaciones.

Al origen de la crisis contribuyó también la asimetría en los riesgos vinculados a los activos y pasivos en moneda extranjera de los bancos. Mientras en el período 1976-1978 sólo el 11% de los depósitos del sector privado era en dólares, en 1980 dicha proporción había subido a 39%, en 1981 se elevó a 50%, y ella tendió a estabilizarse en torno a 70% en los años posteriores. Hubo también una creciente dolarización en los créditos del sistema, que, más que responder a un cambio en la composición de los préstamos bancarios en favor del sector de bienes de exportación, reflejó la política del sistema financiero de traspasar el riesgo cambiario a sus deudores.

Finalmente, parece evidente que existieron conductas inadecuadas tanto por parte de los oferentes (depositantes) como de los demandantes (empresas) de crédito. En parte ello reflejó elementos de inercia vinculados a la experiencia histórica previa al proceso de reformas financieras. En efecto, ésta se había caracterizado por tasas reales de interés negativas, el control cualitativo y cuantitativo del crédito por parte de la autoridad económica, y un relativo desconocimiento del manejo financiero de recursos denominados en moneda extranjera. En estas circunstancias, la concurrencia de los depositantes al sistema bancario había sido escasa —excepto en las cuentas corrientes—, el análisis de riesgo por parte de los intermediarios financieros y de los deudores era más simple, y la actitud de las empresas se orientaba hacia la maximización del cociente deuda-capital para beneficiarse en la mayor medida posible del subsidio implícito en las tasas de interés real negativas.

El proceso de liberalización financiera cambió bruscamente las reglas del juego históricas y exigió nuevas modalidades de conducta de todos los agentes económicos vinculados al sistema financiero.

Todos estos factores contribuyeron a que cuando el precio de los activos empezó a declinar y se inició la fase recesiva del ciclo económico, se generara una espiral de endeudamiento interno que envolvió crecientemente a los sectores productivos y a las familias y que puso en peligro la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, en un principio, este creciente endeudamiento —el crédito al sector privado fue 140% mayor en términos reales en 1984 que en 1974— no pareció problemático, debido a la sobrevaloración de las garantías reales durante la fase expansiva de las "burbujas".

2. La respuesta de la política económica

A mediados de 1981 empezó a ser evidente que el influjo de capitales y los gastos de turismo —principalmente de argentinos— comenzaban a decaer con gran rapidez. Ello contribuyó a generar

desconfianza en la "tablita", la que fue agravada por el creciente déficit fiscal. A ello se agregó la pérdida de competitividad que sufrieron las empresas uruguayas luego que Argentina abandonó su propia "tablita" en marzo de 1981.

Comenzó así un proceso recesivo que se manifestó con particular fuerza en 1982 y que creó serios problemas a las empresas y familias para servir sus deudas. Como la contrapartida del endeudamiento interno de las empresas y personas corresponde principalmente a los activos del sistema financiero, las dificultades del sector real de la economía se fueron trasladando al sector financiero y se tradujeron en un rápido crecimiento del índice de morosidad de los activos de las instituciones bancarias.

En estas circunstancias, los bancos tuvieron dificultades crecientes para recuperar sus préstamos y para obtener una adecuada rentabilidad sobre ellos, lo que terminó por generar situaciones de insolvencia en algunas instituciones financieras.

A esta situación contribuyó, asimismo, el alto riesgo del sistema bancario debido al descalce de monedas y plazos y, en menor medida, de tasas de interés entre activos y pasivos. Ello se debió, en parte, a la carencia formal (aunque no real) de préstamos de mediano y largo plazo y a la creciente dolarización de los pasivos.

El deterioro de la situación de los bancos hizo necesaria la intervención del Banco Central, el cual, junto con tratar de mejorar el perfil de los activos del sistema bancario privado, reimpuso algunas regulaciones, especialmente en relación a la proporción máxima aceptable de deuda bancaria (depósitos) a capital propio. De hecho, el instituto emisor realizó con este fin dos operaciones de rescate.

a) *La primera operación de rescate*

La primera de estas operaciones se originó en el temor de las autoridades económicas que el quiebre generalizado de empresas causara fugas masivas de capital.²³ Frente a esta situación, la autoridad económica optó por enajenar o liquidar las empresas bancarias que fueron evaluadas como no viables. Sin embargo, para poder efectuar estas operaciones el Banco Central debió suministrar apoyo financiero a dichos bancos.

En la práctica esta operación de rescate tomó la forma de una "compra" de las carteras más comprometidas de los seis bancos con mayores problemas. Uno de ellos fue liquidado y los otros cinco fueron vendidos a bancos comerciales extranjeros, al no presentarse compradores internos. Esta operación significó que el Banco Central compró carteras comprometidas por un monto de 413 millones de dólares y entregó a cambio de ellas títulos por un valor de 386 millones. De acuerdo al instituto emisor, debido a la recuperación de 127 millones de dólares, el monto neto de esta operación significó que el aporte de recursos efectuado por el Banco Central equivalió a 259 millones de dólares.

b) *La segunda operación de rescate*

Sin embargo, el paso del tiempo no contribuyó a aliviar la situación del sistema financiero y a partir del mes de octubre de 1982 se acentuó el desequilibrio global de la economía y en especial el déficit en moneda extranjera de responsabilidad del sector público. La pérdida de reservas del Banco Central y el desequilibrio fiscal, sumados a la demanda de divisas del gobierno general y a la brusca retracción del crédito internacional, llevaron a la autoridad monetaria a intentar recomponer su situación de divisas a través de dos mecanismos principales: la venta de oro y —lo que constituyó la segunda operación de rescate del sistema financiero— la compra de carteras a la banca privada a cambio del otorgamiento de préstamos externos por parte de sus casas matrices al Banco Central.

Esta compra de cartera vinculada a los préstamos externos incluyó a 18 bancos privados y casas bancarias. Algunos bancos privados no participaron de la venta de cartera al Banco Central o sólo lo hicieron marginalmente debido, en buena medida, a su dificultad para conseguir créditos externos.²⁴

Los préstamos externos requeridos como contrapartida de la compra de cartera se determinaron en función inversa del porcentaje estimado de recuperación de la cartera vendida al Banco Central.²⁵

²³Las reservas internacionales netas del Banco Central eran de aproximadamente 200 millones de dólares y sólo los depósitos en dólares en el sistema bancario alcanzaban a 2 700 millones de dólares. Esta cifra subestima, empero, el nivel efectivo de las reservas ya que en ella el oro estaba valorado a 155 dólares la onza troy.

²⁴Tampoco participaron en esta operación de venta de cartera el BROU ni el BHU.

²⁵Este rechazó aquellas carteras cuyo porcentaje de recuperación, a su juicio, era inferior al 66%.

Este procedimiento significó que los bancos tuvieron que armonizar los intereses de recuperabilidad de cartera con la disponibilidad de recursos frescos provenientes del exterior, por lo que no pudieron deshacerse, en los montos deseados, de sus créditos morosos.

Entre octubre de 1982 y febrero de 1984 las operaciones efectuadas significaron compras de carteras por un total de 215 millones de dólares y un endeudamiento externo del Banco Central por 540 millones de dólares, a 7 años de plazo con tres semestres de gracia y a una tasa LIBOR + 1 1/2%.

Después de las dos operaciones de rescate que se orientaron a recomponer principalmente la situación de la banca privada, la autoridad económica procuró aliviar el problema del endeudamiento interno de las empresas a través de dos mecanismos principales: el refinanciamiento de sus deudas y la fijación de las tasas activas máximas de interés.

3. La crisis del sistema financiero y sus implicaciones para la política económica

El período 1974-1981 mostró no sólo un proceso de creciente dolarización de la economía uruguaya sino que también de incremento del crédito otorgado por el sistema financiero. Así, en tanto que la relación entre el crédito bancario y el producto interno bruto subió de 16% en 1974 a 39% en 1981 la participación del crédito en moneda nacional descendió entre esos años de 82% a 52%. (Véase el cuadro 46.)

El abandono del sistema de prefijación del tipo de cambio y la modificación abrupta de la paridad cambiaria a fines de 1981 hicieron que se produjera una violenta variación de la relación entre el monto total de crédito obtenido por el sector privado interno y el producto interno bruto. Así, el coeficiente crédito-producto pasó de 39% en 1981 a 65% en 1982, en tanto la participación relativa de los préstamos en dólares subió de 48% a cerca de 75%. Este creciente endeudamiento de las empresas se reflejó en un deterioro en la rentabilidad y solvencia del sistema bancario.

En esencia, las dificultades actuales del sector financiero derivan de la existencia de un elevado grado de morosidad y de la asimetría entre la iliquidez de sus activos y la estructura de corto plazo de sus pasivos. Ello tiende a aumentar el costo real de la intermediación financiera, con la consiguiente contracción de la oferta de crédito al sector privado.

Para hacer frente a esta situación en el último tiempo los bancos han competido agresivamente en la captación de nuevos depósitos, con miras a compensar parcialmente el menor flujo de retornos proveniente de sus préstamos. Además de las implicaciones que tienen sobre la propia situación del

Cuadro 46

URUGUAY: CREDITO DEL SISTEMA BANCARIO AL SECTOR PRIVADO^a

(Porcentajes)

	Crédito en relación al producto	Composición porcentual del crédito sobre el total ^b	
		Moneda nacional	Moneda extranjera
1975	15.0	73.9	26.1
1976	17.0	66.0	34.0
1977	19.4	56.2	43.8
1978	22.3	53.9	46.1
1979	24.2	54.9	45.1
1980	28.9	45.6	54.4
1981	33.4	51.9	48.1
1982	57.3	26.3	73.7
1983	56.5	26.9	73.1
1984	48.0	25.4	74.6

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos del Banco Central del Uruguay.

^a Excluye Banco Hipotecario del Uruguay.

^b Cifras a fines de cada año.

sistema financiero, los procedimientos de este tipo tienden a elevar la tasa de interés activa cobrada a aquellos deudores solventes que están en situación de pagar. A su vez, esta situación tiende a retardar la recuperación económica, al no dejar margen a las empresas viables para reinvertir en capital productivo y, desde la perspectiva de los bancos, limita seriamente la posibilidad de ofrecer créditos nuevos a las actividades rentables.

Por otra parte, el Banco Central enfrenta en la actualidad dificultades derivadas de los problemas que tiene para la recuperación de la cartera en su poder. Ello le ha significado tener que recurrir al endeudamiento interno y a la emisión para servir su deuda externa y las obligaciones en moneda extranjera que contrajo como contrapartida de la operación de compra de cartera. Dada la modalidad, analizada anteriormente, a través de la cual se obtuvo parte importante de dichos recursos, el acceso al crédito bancario del sector privado se vio más limitado en 1984.

El principal problema que se deriva de la situación actual del sistema financiero es que el incremento de la deuda interna pública y la política monetaria reciente del Banco Central han provocado una rigidez en la estructura de activos de aquél, que traba sus posibilidades de incrementar los flujos frescos de crédito interno a las empresas productivas viables.

Al respecto, cabe recordar que el crédito interno al sector privado como porcentaje del producto interno bruto se triplicó tan solo entre 1976-1977 y 1982-1983. Sin embargo, este aumento, que en una visión simplista podría reflejar los beneficios provenientes de la "profundización financiera", representa, en rigor, una realidad muy diferente, a saber, la acumulación de préstamos incobrables y la capitalización de buena parte de los intereses correspondientes, con el consiguiente efecto sobre la carga financiera de los agentes económicos. Esta última, definida como el cociente entre el valor *ex-ante* de los intereses de la deuda interna como porcentaje del producto interno bruto, ha crecido sistemáticamente desde aproximadamente 6% en 1976-1978, a 11% en 1980-1981, a más de 15% en 1982, y a sobre 18% en 1983. Esta situación afecta los márgenes de utilidad de las empresas y las posibilidades reales de servir la deuda por parte de las personas. En buena medida, ella influyó para que durante 1984 el sistema financiero no ofreciera créditos frescos importantes al sector privado ni éste estuviese aparentemente dispuesto a tomarlo.

En 1984 la inflexibilidad del sistema financiero se vio acrecentada por las necesidades de divisas del sector público y del Banco Central, las cuales, como ya se observó, condujeron a aplicar una política monetaria que, conjuntamente con las compras de carteras anteriormente señaladas, contribuyó a rigidizar la estructura de los activos del sistema bancario. En efecto, a través de diferentes modalidades de lo que, de hecho, constituyen políticas de encaje, los bancos financiaron las necesidades de recursos del Banco Central y del sector público. La tenencia obligatoria por parte de la banca privada de letras y bonos de la Tesorería, la mayor parte de los cuales están denominados en moneda extranjera, significa para los bancos que ellos reciben una remuneración interesante por adquirir activos que prácticamente carecen de riesgo. Sin embargo, ello significa también que se reduce su capacidad de otorgar préstamos al sector productivo privado. En otras palabras, el sistema financiero se está transformando crecientemente en un intermediario que capta fondos de residentes y no residentes y los traspasa al sector público mediante la adquisición de los valores emitidos por éste para financiar el desequilibrio entre sus ingresos y gastos.

Un último problema significativo se refiere al impacto sobre el presupuesto —principalmente en moneda extranjera— del sector público que están teniendo los compromisos derivados de las compras de carteras efectuadas por el Banco Central y de la actual política monetaria al no ser recuperados los créditos del Banco Central con el ritmo que sería deseable.

La deuda del sector privado con el sistema bancario (incluido el BHU) ascendía a mediados de 1984 a casi N\$ 160 000 millones, cifra equivalente a alrededor de 2 960 millones de dólares. De esta deuda, en la actualidad el 55% es con acreedores oficiales, proporción que cuatro años antes no superaba el 37%. Este aumento es, principalmente, el resultado de las operaciones de compra de cartera por parte del Banco Central. En efecto, si de la deuda total se resta la deuda con el Banco Central, se concluye que la deuda privada con el BROU alcanzaba a fines de junio de 1984 a 23% del total y la deuda con el BHU el 16% del total, lo que refleja un alza muy leve en relación a los respectivos porcentajes en 1980-1981.

En definitiva, a la especial situación de la banca privada uruguaya —íntimamente vinculada al problema del excesivo endeudamiento interno de las empresas— se debe agregar el deterioro de la banca oficial. En cuanto al Banco Central, dicho deterioro se debe a que la compra de carteras vencidas

se realizó generando pasivos en moneda extranjera. Por lo tanto, si el Banco no obtiene fondos provenientes de la recuperación de la cartera que adquirió que le permitan pagar el servicio de la deuda contraída, tendrá que acrecentar su endeudamiento externo o interno en moneda extranjera, como ya lo hizo en 1984.

D. EL ESTRANGULAMIENTO EXTERNO

Como en otros países latinoamericanos, el estrangulamiento externo constituye en Uruguay una de las restricciones principales que enfrentan las políticas encaminadas a reactivar la economía y a elevar el ritmo del crecimiento económico.

A primera vista, ello puede parecer sorprendente, si se consideran los resultados globales del balance de pagos en los últimos años. En efecto, en el bienio 1983-1984 la pérdida total de reservas internacionales no alcanzó a los 200 millones de dólares en tanto que el déficit de la cuenta corriente fue de apenas 60 millones de dólares en 1983 y de 124 millones en 1984. El saldo negativo de las operaciones corrientes equivalió así a 4.2% del valor de las exportaciones de bienes y servicios en 1983 y a 9.6% de éstas en 1984. El siguió, además, una trayectoria descendente después de 1980, año en que alcanzó un monto sin precedentes de más de 700 millones de dólares, equivalente a casi 47% del valor global de las exportaciones. Es evidente, por tanto, que en los últimos cuatro años se realizó un avance importante para reducir el desmesurado desequilibrio externo que se registró en 1980.

Sin embargo, ello no significa que se haya superado la restricción externa al desarrollo. En efecto, la drástica disminución del saldo negativo de la cuenta corriente se debió íntegra y exclusivamente a la reducción espectacular de las importaciones de bienes y servicios, cuyo valor cayó de un promedio de más de 2 100 millones de dólares en el bienio 1980-1981 a apenas algo más de 1 060 millones en 1984. Durante ese lapso se redujo también a la mitad el volumen de las importaciones de bienes. (Véanse nuevamente los cuadros 20 y 21.)

Por el contrario, las exportaciones no realizaron aporte alguno para cerrar la brecha externa. De hecho, su valor declinó sistemáticamente de 1 700 millones de dólares en 1981 a menos de 1 300 millones en 1984. Al mismo tiempo, los pagos netos de intereses y utilidades se cuadruplicaron, subiendo de un promedio de algo menos de 90 millones de dólares en el bienio 1980-1981 a 360 millones en 1984.

En suma, de no haber sido por la enorme contracción del volumen de las importaciones, el déficit de la cuenta corriente, en lugar de reducirse, se habría ampliado en forma considerable.

La merma de las importaciones fue acompañada, además, de un cambio significativo en su estructura. En efecto, entre 1981 y 1984 la participación relativa de las importaciones de bienes de capital disminuyó de 15% a 9% y la de los bienes de consumo cayó en forma aún más marcada: de 16% a 7%. La contrapartida de estas bajas fue naturalmente la elevación del peso relativo de las compras de materias primas y bienes intermedios, de menos de 70% en 1981 a 84% en 1984. A pesar de ello, el valor absoluto de las importaciones de materias primas y bienes intermedios fue 47% menor en 1984 que en 1980.

Las implicaciones de estos cambios del monto y estructura de las importaciones para las posibilidades de llevar a cabo una reactivación significativa de la economía son claras. La primera de ellas es que, debido a que el ajuste del sector externo se basó exclusivamente en la contracción violenta de las importaciones, él tenía que causar una caída también significativa de la actividad económica interna. La segunda —y más crucial— es que, a menos que se logre incrementar con rapidez las exportaciones o disminuir el peso del servicio de la deuda externa, el relativo equilibrio que se ha logrado en los últimos años en las cuentas externas sólo podrá mantenerse si persisten los bajísimos niveles actuales de producción, ingreso y empleo.

En efecto, en razón del muy reducido monto absoluto que tienen actualmente las importaciones y de la enorme proporción que representan en ellas las compras de materias primas y bienes intermedios, cualquier intento de ajuste adicional del sector externo por la vía de una disminución de las importaciones causaría nuevas bajas de la actividad económica interna. Por esas mismas razones, en la medida que la política económica tuviera éxito en elevar los niveles internos de producción e ingreso sería indispensable incrementar de manera significativa las compras externas, con lo cual tendería a ampliarse el desequilibrio del balance de pagos. Dicho en otros términos, la reactivación de la economía y, sobre todo, la reanudación de un proceso sostenido de crecimiento requieren indispen-

sablemente de un aumento significativo de las importaciones. De allí la significación crucial que tienen en la actualidad las políticas orientadas a incrementar las exportaciones, a reducir el servicio de la deuda externa, y a captar un mayor monto neto de préstamos e inversiones extranjeras.

En el futuro inmediato, la posibilidad de elevar marcadamente las importaciones se ve limitada por la elevada proporción de las exportaciones que está comprometida por el servicio de la deuda. Como ya se señaló, debido al extraordinario crecimiento que tuvo el endeudamiento externo en el trienio 1981-1983, a las elevadas tasas de interés vigentes en los mercados financieros internacionales, y a la baja persistente del valor de las exportaciones, los pagos de amortizaciones e intereses absorbieron en 1984 alrededor del 45% del valor global de las ventas externas de bienes y servicios. En caso de mantenerse los actuales calendarios de pago, dicha proporción continuaría siendo muy alta en los próximos años, lo cual limitaría la posibilidad de incrementar las importaciones y, por ende, de elevar el ritmo del crecimiento económico.

Sin embargo, como alrededor de 80% de la deuda externa está contratada a tasas variables de interés, el monto efectivo del servicio de la deuda dependerá de la evolución que tengan en el futuro las tasas internacionales de interés. De hecho, en la actualidad cada punto en que bajan (o suben) dichas tasas tiene un efecto equivalente a un aumento (o disminución) de aproximadamente 3.5% del valor de las exportaciones de bienes.²⁶ De allí que en caso que la reciente baja de cerca de tres puntos que han registrado las tasas de interés se mantuviera por todo un año, el país ahorraría en la forma de menores pagos de interés un monto equivalente a aproximadamente 10% del valor de las exportaciones de bienes. Como, además, éstas son mayores que las importaciones, éstas últimas podrían incrementarse en tal evento en una proporción aun mayor, sin agravar con ello el déficit de la cuenta corriente.

Como es evidente, empero, la evolución de las tasas internacionales de interés depende de factores externos que no pueden ser afectados por las decisiones de las autoridades económicas uruguayas. Por otra parte, la experiencia reciente revela el carácter errático y difícilmente previsible de las variaciones de las tasas internacionales de interés. De allí que no sería razonable confiar en su eventual descenso como el mecanismo principal para reducir el servicio de la deuda.

Es por ello que para reducir el peso de éste y ampliar con ello el monto de las divisas disponibles para financiar más importaciones, resulte indispensable renegociar en el corto plazo la deuda externa. Dicha renegociación debería tener como objetivos esenciales reprogramar las amortizaciones que vencen en los próximos años y obtener que los bancos acreedores refinancien una fracción considerable de los pagos de interés. Si ello se lograra, el país no necesitaría generar un superávit comercial tan considerable para cubrir los pagos de interés y podría, por ende, elevar el monto de las importaciones, sin incurrir con ello en un mayor déficit de balance de pagos y sufrir una pérdida más cuantiosa de reservas internacionales.

Con todo, es evidente que la solución definitiva del estrangulamiento externo y, a la postre, la única compatible con un desarrollo más estable, eficiente y autónomo de la economía uruguaya, radica en la expansión y diversificación de las exportaciones.

En efecto, por las razones ya señaladas, cualquier reactivación basada en la ampliación de la demanda interna, que no fuese acompañada de un aumento de las exportaciones o de una reducción significativa del servicio de la deuda, causaría un rápido deterioro en el sector externo y tendría, por lo tanto, que ser seguida por un programa de ajuste que deprimiría nuevamente los niveles de producción, remuneraciones y empleo.

Por otra parte, debido a sus reducidas dimensiones, una condición necesaria —aunque por cierto no suficiente— para que la economía uruguaya pueda crecer con eficiencia es su amplia inserción en el mercado internacional sobre la base de una oferta dinámica y diversificada de exportaciones.

Por último, es evidente que, entre otras condiciones, el incremento del grado de autonomía del desarrollo nacional requiere reducir la muy alta proporción de los ingresos de exportación que en la actualidad deben destinarse al servicio de la deuda. Como ya se vio, ello puede lograrse en el corto plazo a través de negociaciones con los bancos acreedores. Sin embargo, dichas negociaciones —si bien permiten diferir en el tiempo los pagos de amortización de modo que éstos puedan efectuarse en períodos en que, se supone, existirán condiciones más favorables— no alteran, por sí mismas, la

²⁶Estrictamente el efecto de una baja de la tasa de interés es más favorable desde el punto de vista del balance de pagos que el del aumento de las exportaciones señalado ya que, en la medida que este último se deba a un crecimiento del volumen, él requerirá también algún incremento de las importaciones.

naturaleza del problema. De hecho, la gravedad de éste puede persistir, o incluso acentuarse, dado que una parte considerable de los intereses se paga contrayendo nueva deuda. De allí, entonces, que, en definitiva, la forma más eficaz de reducir el peso del servicio de la deuda sea mediante la expansión significativa de las exportaciones.

