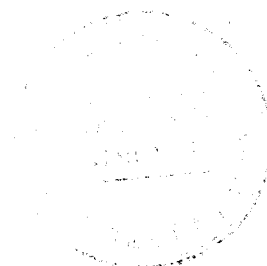


A

CEPAL
Comisión Económica para América Latina



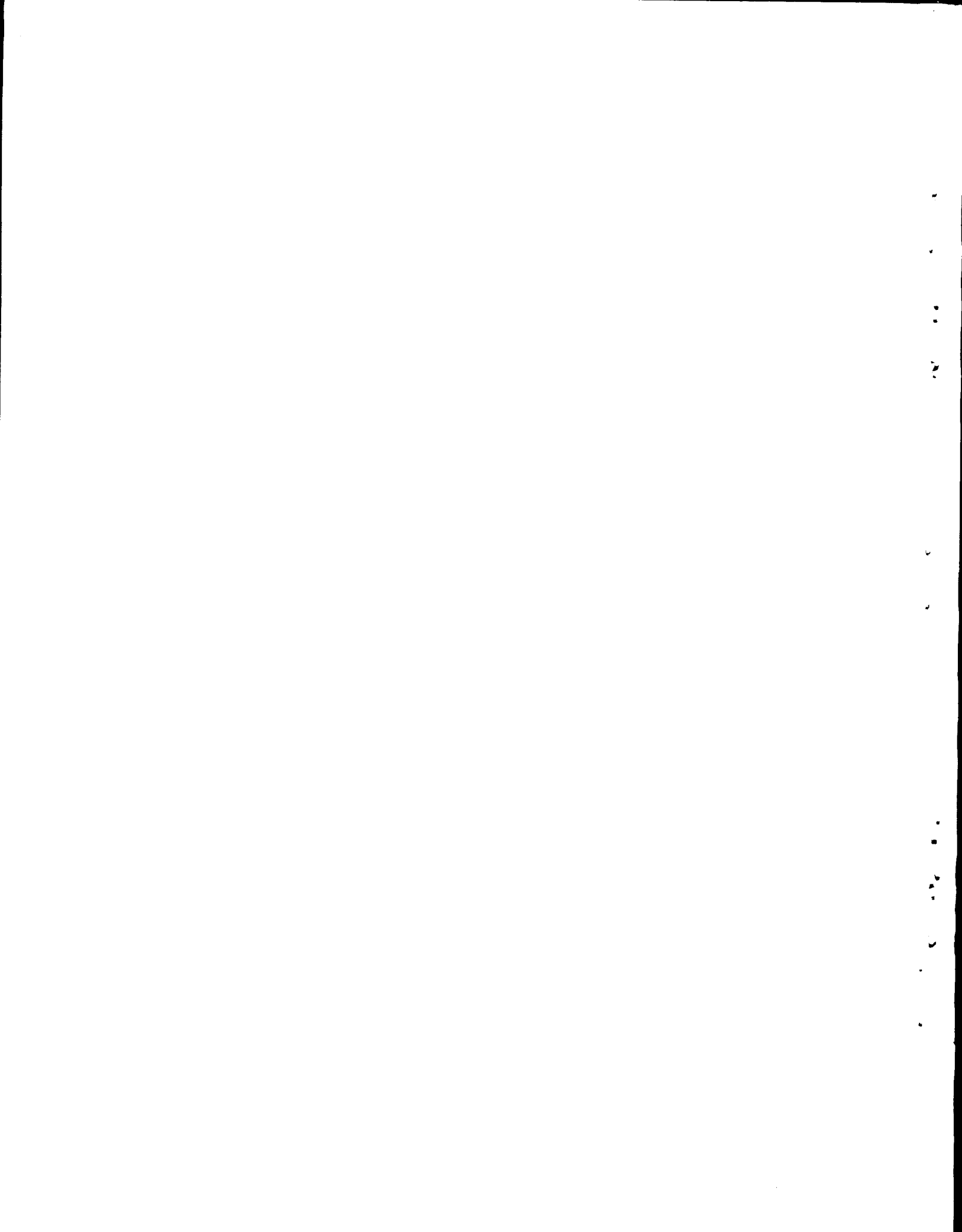
LA APERTURA FINANCIERA */

Israel Wonssewer
Darío Saráchaga



y029 88100706 S

*/ Este documento fue preparado en Montevideo, en octubre 1980, por los consultores señores Israel Wonssewer y Darío Saráchaga, a solicitud de la División de Desarrollo Económico. Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.



I N D I C E

	<u>pág.</u>
I. SITUACION INICIAL	1
i. Antecedentes Institucionales	1
ii. Período Previo a la Apertura Financiera.	
Equilibrios macroeconómicos básicos	9
iii. Relación del Sistema Financiero Interno	
con el Mercado Internacional de Capitales	16
II. POLITICAS	19
i. Principios Básicos de la Apertura Financiera.	19
ii. La Crisis Petrolera	22
iii. La Liberalización Financiera Interna y Externa. Las Medidas Adoptadas	23
iv. Normas y Restricciones Generales para el Ingreso de Capitales	31
v. El Tratamiento de la Intermediación Financiera en Relación a los Demás Agentes Económicos	33
III. RESULTADOS Y PERSPECTIVAS	36
i. Evolución y Perspectivas del Endeudamiento Externo	36
ii. Las Políticas de Estabilización y las Presiones Inflacionarias. Independencia y Control de la Oferta Monetaria.	43
iii. Evolución de la Política Cambiaria	48

iv. Evolución y Perspectiva del Ahorro Interno y Externo y sus Factores Determinantes	56
v. Evolución y Perspectiva de la Tasa de Interés y el Volumen y Asignación de la Inversión	62
vi. Efectos Redistributivos	73a
IV. ANALISIS Y CONCLUSIONES	74
i. El Proceso de la llamada Apertura Financiera	74
ii. Síntesis de las Etapas del Proceso	76
iii. La Liberalización Financiera	83
iv. La Opción Cambiaria y la Compatibilización del Equilibrio Externo, el Crecimiento y la Inflación	95
v. Conclusiones	102
ANEXO ESTADISTICO	

I. SITUACION INICIAL

i. Antecedentes Institucionales

La principal norma legal que rige el funcionamiento del mercado cambiario se remota al año 1959, no habiendo sido objeto de modificaciones de significación hasta el presente. Resulta de interés un breve comentario sobre la misma, ya que constituye un antecedente válido de la presente conducción neoliberal.

El gobierno electo para el período 1959/62 preconizaba una apertura de la economía que obligase a una asignación racional de recursos, de forma tal que el sector agropecuario, de mayores ventajas comparativas en el comercio internacional, se expandiera creando saldos exportables importantes y arrastrase a la actividad económica del país.

Se sostenía que la política de industrialización sustitutiva de importaciones y la intervención del Estado en la dirección de la economía había impedido el libre juego de los factores del mercado y una asignación óptima de los recursos.

La estrategia era expandir la actividad agropecuaria, especialmente la ganadera, a través de un aumento efectivo del tipo de cambio y de los precios relativos del sector. La industria no sería artificial, se reequiparía produciendo eficientemente y podría acceder al mercado internacional en las ramas en que produjese competitivamente, superando la restricción impuesta por un consumo interno limitado. No obstante, se entendía necesario un leve proteccionismo, que tendría que ir desapareciendo gradualmente, concebido por razones de orden social más que económico. El tipo de cambio realista, fomentaría la entrada de capitales que

permitiría en el corto plazo compensar los saldos deficitarios de la cuenta comercial y especialmente completaría la inversión nacional en determinadas áreas productivas.

Los instrumentos utilizados para llevar a cabo la estrategia mencionada, se resumen en:

- eliminación de tipos de cambios diferenciales. A partir de 1960 existiría un mercado único de cambios determinado por la oferta y demanda de divisas.
- Elevación del tipo de cambio oficial de pesos 4.11 a pesos 11.00 precio de la moneda extranjera en el mercado financiero a ese momento.
- libre importaciones y exportación. Las importaciones podrían gravarse con recargos de hasta el 300 por ciento (suntuarias y/o competitivas con la industria nacional), mientras que a las exportaciones tradicionales se les fijaba detracciones que oscilaban entre el 25 y 30 por ciento, de manera de disminuir la traslación de ingresos derivada de la fuerte modificación del tipo de cambio.
- Asimismo, se postulaba: topes para el crédito estatal; eliminación de déficits presupuestales; política de tarifas de las empresas estatales que respondieran a sus costos de explotación y política de ingresos restrictiva en lo referente al factor mano de obra.

En la práctica, los postulados implícitos en la ley de 1959 no se concretaron. En efecto, si bien por sucesivos decretos del Poder Ejecutivo se fue ampliando la lista de mercaderías de libre importación, paralelamente se fue incrementando el porcentaje de

recargos y/o depósitos previos exigidos, con lo que se fue levantando una barrera casi infranqueable para muchas importaciones. Ya en julio de 1962 se llega por primera vez al tope del 300 por ciento de recargo que la ley preveía como máximo. A su vez progresivamente se fueron rebajando detracciones a las exportaciones de productos tradicionales.

Esta política fue en buena medida originada por la intervención del Banco de la República, entonces Autoridad Monetaria, limitando la preconizada flotación del tipo de cambio a una muy pequeña banda situada entorno a los once pesos por dólar fijados inicialmente.

La cotización se manejó con criterios políticos y el mantenimiento del tipo de cambio en el período fue un factor importante en las elecciones de 1962. Una idea de lo irreal de la cotización mantenida entre enero de 1960 y mayo de 1963, es que en ese período los precios internos crecen más de ochenta por ciento sin variaciones en la tasa cambiaria. La política del Gobierno que asume en marzo de 1963 y que se prolonga hasta febrero de 1967, se caracteriza por alternados períodos de control de cambios, con otros de libertad cambiaria de acuerdo a la situación del sector externo; con devaluaciones discretas para recomponer el valor erosionado de la moneda, con otros en que se permite la flotación del tipo de cambio; con mercados dobles o únicos en la organización del mercado, pero siempre alejada de los postulados de la ley del 59.

En marzo de 1967 asume el Gobierno electo en noviembre del año anterior. Su gestión puede dividirse en tres subperíodos que

presentan disímiles orientaciones económicas.

El primero puede decirse hasta junio de 1968. Se caracteriza fundamentalmente por una política gradualista de ajuste, ya iniciada a fines de 1965, manteniendo el Estado el papel de árbitro conciliador de las pujas intersectoriales.

El segundo período originado en los magros resultados obtenidos hasta el momento, se inicia con la congelación de precios y salarios en un enfoque de choque, de modo de combatir al mismo tiempo la inflación proveniente de la demanda y la originada por incrementos de costos e institucionalizada por una política monetaria flexible.

La tercer etapa se inicia a mediados de 1970, cuando fundamentalmente comienza a atrasarse el tipo de cambio con todos sus efectos iterativos sobre la economía.

La primera etapa se basa, como se expresó, en la continuación del tratamiento gradualista iniciado en octubre de 1965 que en 1966 había tenido un éxito parcial al reducir a la mitad la tasa inflacionaria del año anterior.

El razonamiento sobre el que se basó tal estrategia se apoyaba en el hecho que las finanzas del Estado se encontraban en acentuado desequilibrio, debiendo recurrirse a la creación de dinero primario para solventarlo.

Bajo tales condiciones, un tratamiento de choque exigiría una disciplina monetaria que determinara una abrupta contracción al crédito al sector privado, con efectos directos sobre la actividad y el empleo.

En lo que tiene que ver con la política de tipo de cambio, se preconiza el mantenimiento de un tipo de cambio realista. Sin embargo, el acentuamiento de la crisis externa caracterizada por un alto endeudamiento con fuertes vencimientos de corto plazo y nivel mínimo de reservas internacionales determinaron demandas de divisas que sobrepasaban la capacidad de oferta. Ello tiene como consecuencia el cierre del mercado de cambios e instalación posterior de un doble mercado para desviar demanda al mercado financiero. El tipo de cambio en este mercado comienza a separarse del tipo comercial hasta diferenciarse en más de un 40 por ciento hacia fines de año, con todas las repercusiones que esto origina.

Para ajustar los desequilibrios externos se devalúa un cien por ciento, de forma de contar con un margen de seguridad para el manejo de las cuentas externas. Esta decisión permite cambiar por unos meses el panorama de la balanza de pagos, ya que fundamentalmente en los dos meses siguientes a la devaluación se producen entradas de capitales.

El segundo período a estudio se inicia en junio de 1968, cuando el nivel de precios internos se había incrementado en el semestre en 63.6 por ciento y en los doce meses anteriores en 182.8 por ciento. La evolución de precios durante los primeros meses del año había determinado un rápido agotamiento en el margen concebido para el tipo de cambio en noviembre anterior, determinando en abril una nueva devaluación de un 25 por ciento, cotización que se mantendrá oficialmente hasta la finalización del período de gobierno en marzo de 1972.

A partir del mes de junio se produjo una detención brusca del proceso de alza de precios, por la adopción de medidas de control directo por parte del Poder Ejecutivo.

Si bien la tasa de inflación se había acelerado, la situación de las finanzas públicas había mejorado, por lo que podía encararse una severa política monetaria. Se consideró necesario, además, implantar una política de ingresos, de modo de cortar la espiral salarios-precios, ya que sin esa política la monetaria tendría que haber sido de tal rigidez que habría afectado el empleo y el volumen real de la demanda, además de mantenerse por el tiempo suficiente para producir la reversión de las expectativas inflacionarias.

En consecuencia se acudió al control cuantitativo de precios e ingresos mediante la creación de la Comisión de Productividad, Precios e Ingresos, con facultad de fijar por vía administrativa los precios y salarios y con control práctico de la casi totalidad de los bienes.

En lo referente al sector externo, era propósito continuar reduciendo el pasivo a corto plazo de la autoridad monetaria, no apelando a restricciones directas de las transacciones cambiarias, tratando de impedir la formación de mercados paralelos que obstaculizarían el logro de la estabilización de precios y el del ingreso de capitales externos.

La política diseñada a mediados de 1968 se mantuvo en vigor durante dos años, con significativos logros en materia de precios internos y con un mejoramiento de la situación externa.

La tercer etapa se inicia a mediados del 70 y se prolonga hasta febrero de 1972. A medida que el tipo de cambio se aleja de su posición de equilibrio, originando el comienzo de presiones sobre el mercado, un conjunto de consideraciones económicas y políticas determinan la decisión de mantenerlo inalterable.

Tal decisión tuvo efectos inmediatos sobre las reservas internacionales. Durante los cinco primeros meses del año 1970 se habían incrementado en 37 millones de dólares, siguiendo la tendencia de tres años consecutivos de ganancia. A partir de junio y hasta fines de noviembre se pierden 66 millones, lográndose en diciembre un pequeño incremento debido al comportamiento estacional de las exportaciones y al resultado de la puesta en práctica de reglamentaciones regulando operaciones del mercado de cambios.

La presión sobre el mercado de cambios se acentúa debido a que coincidentemente con un tipo de cambio que se hacía cada vez más irreal, se adoptan medidas contra el mercado parabancario en moneda nacional, que canalizaba importantes ahorros domésticos. Ello determinó la canalización a ahorros en moneda extranjera y el incremento de demandas especulativas de stocks de mercaderías importadas.

Por su parte la presión de pagos con el exterior aumenta, debido a que el Banco Central para hacer frente a una demanda incrementada, recurre a la utilización de préstamos de corto plazo de sus corresponsales.

Es principalmente durante 1971 en que, para mantener el tipo de cambio, en un período previo a elecciones nacionales, debió recurrirse con cada vez mayor intensidad al uso de medidas restric-

tivas de diversa índole, utilizando para ello básicamente mecanismos que afectaron el precio de la moneda extranjera, sin devaluar formalmente y restricciones de tipo cuantitativo sobre la demanda.

Las consideraciones económicas dan paso a las políticas originando decisiones administrativas crecientemente restrictivas en el manejo del mercado cambiario.

En marzo de 1972 asume el Presidente electo y en su discurso anuncia una nueva política de ajustes cambiarios. En el mercado comercial, en el que se cursarían también las operaciones financieras del sector público, se utilizarían minidevaluaciones frecuentes y aperiódicas, de manera de mantener una adecuada relación con las restantes variables económicas externas e internas. En el mercado financiero donde se transarían el resto de las operaciones, primaría el juego de la oferta y demanda.

Se postulaba asimismo el equilibrio presupuestal, una política de tarifas públicas realista que contemplara los costos de explotación y una política monetaria-crediticia que determinara una provisión adecuada y fluida de recursos financieros sin que ello implicara alimentar presiones inflacionarias y sobre las reservas internacionales.

Los mayores esfuerzos se realizaron para afrontar la crisis externa. La política de minidevaluaciones permitió mantener un tipo de cambio real adecuado para estimular las exportaciones y limitar, con el uso de restricciones administrativas y frenos funcionales, las importaciones a las necesidades de la producción.

La coyuntura internacional favorable en los términos de intercambio, posibilitó la obtención de saldos positivos en la balanza comercial en los dos años 72/73, lo que permitió mejorar la imagen externa del país. Se cancelaron atrasos provenientes de deudas comerciales y se levantaron préstamos con garantía oro. En resumen, la coyuntura internacional y las políticas internas eran favorables para lograr un equilibrio adecuado de las cuentas externas. La crisis petrolera y los consiguientes cambios externos, invirtieron las tendencias.

ii. Período previo a la apertura financiera (1968/73). Equilibrios macroeconómicos básicos.

El análisis del comportamiento de las principales variables macroeconómicas en el período anterior a la crisis petrolera y puesta en práctica de la nueva línea de conducción económica, permite deducir que luego de la magra performance del 71, las finanzas públicas y el nivel de actividad, en 1972 y principalmente 1973, muestran una mejoría marcada en los mencionados campos, cuya consolidación queda afectada por el impacto de la suba en los precios de la energía.

1. Evolución del P.B.I.

El producto bruto interno crece a una tasa acumulativa de 1.4 por ciento, levemente superior a la de la población (1.2 por ciento). A la recuperación del sector real en el bienio 69/70, en los que la producción crece once por ciento, se continúan dos años de caída del producto (1.0 y 3.5 por ciento), originada en buena parte por el comportamiento de los sectores agropecuario e

industrial afectados por una combinación de un tipo de cambio sobrevaluado que dificultó la comercialización interna y externa de la producción pecuaria y de sus derivados, de precios en baja en los mercados internacionales de la lana y de factores climáticos adversos para el sector agrícola.

La tasa de inversión no ofrece señales de recuperación con respecto a la primera mitad de la década de los sesenta, mostrando su punto más bajo en el año 1973 (no debe olvidarse sin embargo que en la mayor parte del período, la importación de bienes de capital estuvo sujeta a trámites administrativos por lo que este indicador puede no ser fiel reflejo de las expectativas empresariales.

Cuadro 1

	<u>1968</u>	<u>1969</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>
P.B.I. tasas de variación	1.6	6.1	4.7	-1.0	-3.5	0.8
Inversión bruta fija. Tasa	11.4	13.7	14.0	14.8	12.5	10.7

Fuente: B.C.U.

2. Precios al consumo

Los precios al consumo crecen a una tasa acumulativa anual de 48.7 por ciento. El año 1968, como se comentó, mostró un corte abrupto del proceso inflacionario en razón de la política de congelación de precios y salarios. En efecto mientras que en 1967 los precios se incrementaron 135.9 por ciento y en el primer semestre de 1968 63.7 por ciento, que anualizado equivale a una tasa de 168 por ciento, en el segundo semestre sólo aumentaron

1.6 por ciento. Este comportamiento en los precios se mantiene prácticamente en 1969 y 70 (14.5 y 20.9 por ciento de aumento respectivamente). En el período el año en que se registra un mayor incremento es 1972 (94.7 por ciento) por efecto de la inflación correctiva motivada por el ajuste del tipo de cambio contenido durante el año y medio anterior y por la modificación de ciertos precios retrasados por razones de índole electoral, como por ej. el de la carne vacuna de fuerte ponderación en la canasta familiar.

Cuadro 2

Indice de los precios de consumo en Montevideo	<u>1968</u>	<u>1969</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>
(promedio/promedio)	115.3	20.9	16.4	23.9	76.5	97.0
(diciembre/diciembre)	66.3	12.5	20.9	35.7	94.7	77.5

Fuente: Dirección General Estadística y Censos

3. Finanzas públicas.

Las finanzas públicas de muy pobre comportamiento en el año 1967 (23 por ciento déficit/gastos), mejoraron sustancialmente durante 1968 colaborando significativamente con el programa antiinflacionario. Sin embargo tal disciplina no fue mantenida en los años siguientes, que muestra el 71 con un déficit cercano al 30 por ciento de los gastos, para progresivamente mejorar en 1972 y 1973; al adoptar el nuevo gobierno un programa de saneamiento financiero.

Cuadro 3

	<u>1968</u>	<u>1969</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>
Porcentaje de déficit/egresos	1.5	17.0	11.3	28.8	16.0	8.9

Fuente: En base a información del B.C.U.

4. Monetario crediticio.

A pesar de los variados instrumentos utilizados para regular los flujos crediticios del sistema bancario (topes de colocaciones, receptividad de depósitos, política de encajes), el crédito al sector privado crece a una tasa anual de 4.6 por ciento deflactado por precios al consumo. Solamente en los años 1968 y 1973 lo hace a un ritmo menor que el de precios.

La emisión por su parte con excepción de los años 70 y 72, crece en términos reales. El año 70 el mejoramiento de la actuación fiscal y la pérdida de reservas contribuyeron a que la creación primaria fuese inferior a la de los precios. En 1972 la gran liquidez de fines del 71, unido un financiamiento del Gobierno que no dependió en forma fundamental del crédito del Banco Central y que la ganancia de reservas del año proviniera de la venta de oro a precio de mercado superior al contable, no originando consecuentemente movimientos en la emisión, determinó también una creación primaria muy inferior a la de precios.

En lo que respecta a los pasivos del sistema bancario, crecieron en términos reales, salvo en el año 70 en que casi aumentaron como los precios y en el 72 en que se vieron enfrentados a la competencia de los papeles reajustables emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay.

Cuadro 4

Evolución de algunas variables monetarias en términos reales

	<u>1968</u>	<u>1969</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>
Crédito al S. Privado	-5.5	7.2	19.2	14.7	2.4	-7.5
Emisión	6.4	32.6	-6.0	9.0	-25.9	0.8
Dep. ahorro m/nal.	43.6	37.4	26.8	10.8	-32.7	6.4
Dep. ahorro m/ext.	15.0	-10.0	-25.9	-11.1	-25.5	67.6
13	6.9	29.0	1.4	11.3	-23.0	3.8

Fuente: En base a información del B.C.U.

Importa mencionar asimismo el crecimiento en términos reales de los depósitos en moneda extranjera en el año 1973, iniciando un proceso que continuará acentuadamente en los años sucesivos, como se verá oportunamente.

5. Balanza de pagos.

Como se indicó precedentemente 1971 fue el año en el que la utilización de instrumentos de represión financiera fue más intensa. Coincidentemente es el año de peor comportamiento en la balanza de pagos. La balanza comercial muestra el único saldo desfavorable en los seis años analizados, y el déficit mayor en cuenta corriente y en las reservas internacionales del Banco Central.

Cuadro 5

(millones de dólares corrientes)

	<u>1968</u>	<u>1969</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>
Saldo B. Comercial	21.8	3.0	1.8	-23.2	2.5	36.7
Saldo en cuenta corr.	23.4	-18.8	-45.1	-63.5	19.1	37.1
Variación reservas Banco Central	35.3	16.0	-26.3	-29.3	25.4	6.4
Errores y omisiones	25.0	-9.3	26.0	44.8	59.0	30.4

Fuente: En base a información del B.C.U.

Cabe mencionar que la ganancia de reservas por venta de oro ascendió a 27.8 millones, por lo que si no se cuenta esta operación que sólo significó la adecuación de parte de las reservas auríferas a los precios de mercado, 1972 había arrojado una pequeña pérdida de reservas.

Estimadas las fugas de capitales hacia la moneda extranjera, en función del ítem errores y omisiones, en el período las mismas ascienden a más de 175.0 millones de dólares, con los años 1971 y 1972 como los de máxima salida (44.8 y 59.0 millones), el primero de ellos por las razones anotadas y el segundo por el lento proceso de recomposición de la confianza en los agentes económicos.

Finalmente el endeudamiento externo crece en el período a una tasa del 6 por ciento anual que para los graves problemas afrontados por el país en su sector externo no parece exagerada.

Casi el noventa por ciento del incremento corresponde al sector público, fundamentalmente el no monetario (82.0 por ciento),

endeudamiento que corresponde casi por partes iguales a préstamos a largo plazo para obras de infraestructura y desarrollo y a endeudamiento con proveedores comerciales externos. La autoridad monetaria ve incrementada levemente su endeudamiento, ya que llega a un nivel máximo en 1972 que disminuye significativamente en 1973.

En lo que respecta al sector privado no bancario, su principal deuda externa lo constituye el diferido de importaciones, que se incrementa fuertemente en 1971 por el requerimiento de financiamiento externo mínimo obligatorio de seis meses, para disminuir también durante el último año analizado.

La banca privada disminuye en el período el uso de líneas de corresponsables, principalmente durante el año 1971, en que la crítica situación de las cuentas externas del país determinó una posición restrictiva de la banca internacional en el otorgamiento de créditos.

Globalmente el endeudamiento es ascendente durante todo el período, salvo en 1973 en que tanto el sector público como el privado lo disminuyen. Los puntos de máxima pueden visualizarse en 1971 y 1972 unidos a los períodos de mayores dificultades de balanza de pagos.

Cuadro 6

Endeudamiento externo del país (millones de dólares)

	<u>1968</u>	<u>1969</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>	<u>Total</u>
Sector Público							
exc. Banco Central	27.7	1.4	30.6	37.3	43.7	34.1	174.8
Banco Central	-18.5	-8.9	11.8	25.8	62.4	-56.8	15.8
Total	9.2	-7.5	42.4	63.1	106.1	-22.7	190.6
Sector Privado no banc.	-3.7	12.5	-1.3	75.7	3.5	-38.8	47.9
Sector Privado bancario	15.5	23.7	-13.1	-45.5	6.1	-12.1	-25.4
Total	11.8	36.2	-14.4	30.2	9.6	-50.0	22.5
Total General	21.0	28.7	28.0	93.3	115.7	-73.6	213.1

Fuente: B.C.U.

iii. Relación del Sistema Financiero Interno con el Mercado Internacional de Capitales

Los períodos alternados de lineamientos más o menos liberales con otros con dosis mayores o menores de intervencionismo estatal que pautaron el desenvolvimiento del mercado cambiario uruguayo, no constituían un marco propicio para la dinamización de una fluida corriente financiera entre el país y el exterior. Del análisis del endeudamiento externo surge que su incremento se originó por el desembolso de préstamos de organismos internacionales destinados al sector público y por el aumento de deudas comerciales con proveedores.

La inseguridad sobre la marcha normal de las prácticas del mercado determinó que los movimientos financieros fueran de menor entidad en el período. Ello no constituyó la única causa

ya que la evolución de las tasas de interés internas, desvinculadas de las internacionales, fue el otro motivo tan importante como el señalado previamente.

En efecto la tasa pasiva negativa en forma continuada impidió el ingreso de capitales financieros nominados en moneda extranjera, su pasaje a moneda nacional y su colocación en el sistema bancario para un posterior retorno en la moneda de origen. No sólo la inseguridad en cuanto al retorno sino también y fundamentalmente el cálculo económico impedían tal tipo de movimientos.

El impuesto implícito sobre el ahorrista en relación con el Producto Bruto Interno, alcanza en algunos años a casi un dos por ciento. Este impuesto tiene como contrapartida no sólo importantes beneficios a la intermediación bancaria, sino un fuerte subsidio a los tomadores de préstamos con todas sus consecuencias sobre la asignación de recursos.

Solamente en dos años del período la tasa real de interés activa bancaria se torna real, no por efecto de su adecuación, sino por la disminución de la tasa de inflación interna (1969 y 70). Bajo tales condiciones tampoco al prestatario doméstico podría interesarle recurrir a los mercados internacionales de capital en demanda de fondos.

En los cuadros que siguen puede observarse la evolución de las tasas reales pasivas y activas y la significación de los impuestos y subsidios implícitos.

Cabe mencionar que la tasa pasiva real fue negativa no sólo en el período bajo análisis, sino por lo menos desde 1960 año has-

ta el cual se cuenta información elaborada. En cuanto a la activa a los dos años mencionados debe agregarse el 1962 si ampliamos el estudio a toda la década de los sesenta.

Cuadro 7

Impuesto implícito al ahorrista

Años	Tasa real de interés pasiva bancaria (1) x	Tasa de impuesto implícito a depósitos (2) xx	Depósitos a interés Miles N\$ (3)	Monto impuesto implícito (4)=(2)x(3)	P.B.I. costo factores (5)	Impuesto implícito s/P.B.I. (6)=(4):(5)
1968	-44.9	51.3	10.277	5.272	332.052	1.59
1969	-7.2	17.0	16.979	2.886	447.852	0.64
1970	-3.0	11.5	23.385	2.689	531.630	0.51
1971	-10.2	16.8	32.947	5.535	642.432	0.86
1972	-36.0	41.5	49.106	20.379	1.026.091	1.99
1973	-40.2	49.4	69.585	34.375	2.222.916	1.55

x) Deflactada por variación promedio anual Índice Precio al Consumidor

xx) Obtenida adicionando a col. (1) en términos absolutos, y como rendimiento teórico nominal, la tasa anual promedio del mercado de euro-dólares de Londres. (Fuente I.F.S.)

Cuadro 8

Subsidio en el crédito al sector privado

Años	Tasa real de interés activa bancaria (1)	Tasa de subsidio implícita (2)	Préstamos al sector privado Miles N\$ (3)	Monto del subsidio implícito Miles N\$ (4)	Subsidio implícito s/PBI % (5)
1968	-42.7	49.1	22.204	10.902	3.28
1969	7.3	2.5	28.804	721	0.16
1970	5.2	-0.6	40.461	-243	-0.05
1971	-1.7	8.3	61.150	5.075	0.79
1972	-31.6	37.1	117.923	43.749	4.29
1973	-36.6	45.8	222.604	101.953	4.59

Similar metodología cuadro anterior

II. POLITICAS

i. Principios Básicos de la Apertura Financiera

La actual orientación económica tiene como punto de partida la aprobación entre agosto y setiembre de 1973 del Plan de Desarrollo y las "Definiciones de Políticas y Estrategias del Gobierno uruguayo 1973/77", que recién se comienzan a aplicar aceleradamente a mediados de 1974 a raíz de los efectos de la crisis petrolera.

El modelo económico de acuerdo con el Plan, considera primordial para la conformación futura de la sociedad uruguaya, la apertura de la economía hacia el exterior.

Los principios básicos que orientan las medidas de política económica son los siguientes:

- a) Prioridad al crecimiento económico mediante la utilización de los mecanismos del mercado y la rentabilidad de la empresa privada.
- b) Reasignación de los recursos productivos en función de su utilización más eficiente, mediante el sistema de precios. Para ello, dada la dimensión reducida del país, es indispensable su apertura hacia los mercados internacionales mediante la promoción activa de las exportaciones; de la radicación de capitales extranjeros especialmente en aquellas áreas que se consideren imprescindibles para el desarrollo: hidrocarburos, pesca, electrónica, turismo; y por último desmontando, en etapas sucesivas, las barreras proteccionistas que caracterizan la industrialización uruguaya desde la post-guerra hasta la crisis de fines del 60.

c) Reducción de las funciones del Estado en la actividad económica a los sectores considerados estratégicos para la seguridad nacional y el desarrollo de la economía y que por sus características no pueden ser realizados por la empresa privada.

En lo relacionado con el campo financiero, el Plan establece: "...En condiciones normales de abastecimiento, se considera que un nivel razonable de déficit fiscal, un tipo de cambio realista, un monto global de crédito adecuado a las reales necesidades del sistema, una tasa de interés positiva en términos reales, y, en fin una política salarial que concilie las posibilidades productivas de la economía, las exigencias de la inversión y los objetivos en el campo social, establecen las condiciones necesarias para un equilibrio general a partir del cual las decisiones individuales se orientarán normalmente hacia la búsqueda de mayores niveles de producción y eficiencia.^{1/}

Y más adelante menciona: "... Más concretamente: una evolución ordenada de la economía requiere un normal funcionamiento del sector importador, el que sólo podrá lograrse en tanto se fundamente en un tipo de cambio realista, en un nivel de protección que no encubre indiscriminadamente ineficiencias internas y en un régimen de importación que no congele indefinidamente el acceso al exterior de determinadas firmas..."^{2/}

Y finalmente transcribimos: "...Porque ni el énfasis en los sectores exportadores ni la apertura del resto de la economía ha-

^{1/} Oficina de Planeamiento y Presupuesto. Plan Nacional de Desarrollo 1973/77, Agosto 1973.

^{2/} O.P.P. Plan Nacional de Desarrollo 1973/1977, Agosto 1973

cia el exterior suponen un desplazamiento, un rezago o aún la quiebra del resto de los sectores de la economía uruguaya; precisamente aquél liderazgo se entiende como la única vía de crecimiento para el país, que habrá de impulsar con su dinamismo al resto de los sectores hoy estancados a través de mayores demandas intermedias, mayores niveles de consumo para la ocupación creciente, etc...."^{1/}

La filosofía del Plan a su vez fue ratificada por varios conclaves gubernamentales. A vía de ejemplo, el realizado en San Miguel en agosto de 1973, y en lo que se refiere a política cambiaria, se expresaba:

"La tasa de cambio será ajustada frecuentemente en forma esporádica de tal manera que ésta mantenga una adecuada relación con las restantes variables económicas; en particular los niveles internos y externos de precios."

"Es objetivo del gobierno unificar los mercados cambiarios y la liberalización de las operaciones financieras. Como parte de este proceso se abrirá inmediatamente el concepto de utilidades y se regularizarán progresivamente los atrasos de todos los conceptos."

Los lineamientos expuestos del Plan de desarrollo tardarán un año en ponerse en práctica, cuando la crisis energética determina un cambio en el Ministerio de Economía y en la Orientación económica gubernamental.

^{1/} Oficina de Planeamiento y Presupuesto. Plan Nacional de Desarrollo 1973/77, Agosto 1973.

ii. La Crisis Petrolera

Durante los años 1972 y 1973 el Uruguay se vio favorecido por la expansión del comercio mundial y por el aumento de los precios internacionales de sus productos de exportación. En el mercado internacional, el precio de la carne se duplicó, el del trigo aumentó dos veces y media y el de la lana se triplicó.

Estos aumentos permitieron que las exportaciones uruguayas estancadas en algo más de 200 millones de dólares anuales, en los últimos 20 años, superaran en 1973 los 300 millones de dólares USA.

Las perspectivas alentadoras sobre la evolución del mercado internacional y los precios de exportación se revertieron y agravaron a fines de 1973 como consecuencia de las repercusiones mundiales del aumento del precio del petróleo, a lo que se sumó en particular para el caso uruguayo, la política de autoabastecimiento de carne llevada a cabo por el Mercado Común Europeo, alentada por la expansión anterior de su producción de carne roja; la disminución del consumo provocada por la detención del crecimiento económico de esos países, y la liquidación de stocks a que se abocaron a raíz del gran aumento del precio de los granos.

Durante 1972/1973 el balance comercial arroja superávit, que acumulado se aproxima a los 40 millones de dólares. La relación de términos de intercambio mejora en 24.6 y 12.1 por ciento en 1972 y 1973 respectivamente.

A partir de 1974 el aumento del precio internacional del petróleo y el resto de los productos que el país importa determinaron la duplicación del valor de las importaciones.

El efecto combinado del encarecimiento de los productos de importación y la baja de precio en el mercado mundial de los principales rubros de exportación -carne y lana en 1975- explican la brusca caída de la relación de términos de intercambio que baja 50.0 y 28.0 por ciento en 1974 y 1975.

A partir de 1974, Uruguay, para continuar comprando en el exterior la misma cantidad de bienes que compraba en el período 1972-73, tenía que disponer anualmente de 300 millones de dólares más.^{1/} En 1974 el egreso de divisas por importaciones se duplica con respecto al promedio del período 72/73.

Debe destacarse para evaluar la magnitud del esfuerzo que se requería, que la cifra adicional necesaria para no comprimir las importaciones, era una vez y media el promedio de exportaciones totales del país en los veinte años previos, y que las exportaciones de carne vacuna, al momento principal renglón de exportación del país, que normalmente triplicaba la importación de petróleo, a partir de 1974 no llega a cubrir la misma.

iii. La Liberalización Financiera Interna y Externa. Las Medidas Adoptadas.

1. Introducción.

El análisis de las medidas relacionadas con la apertura financiera, puede dividirse en tres etapas diferenciadas por los objetivos perseguidos, que conllevan a un distinto énfasis en la utilización de instrumentos.

^{1/} Ana María Teja e Israel Wonsewer. El proceso de ajuste del balance de pagos en el Uruguay. Informe para UNCTAD. 1978.

Una primer etapa que comprende desde junio de 1974 hasta principios de 1976, tiene como objetivo prioritario superar la crítica situación del sector externo, mediante una rápida apertura externa.

Por una parte, se desmantela todo el sistema de regulaciones administrativas que se diseñaran para contener la demanda de divisas. Por otra, se impulsa una fuerte promoción al sector exportador, principalmente no tradicional, mediante el manejo del tipo de cambio, incentivos fiscales y tratamiento crediticio privilegiado.

La segunda etapa, de profundización del proceso, tiene como principal característica la atención puesta sobre el nivel de las tasas de interés, como forma de superar el largo período de represión financiera vivida por el país.

Finalmente, la tercer etapa que se inicia a fines de 1978, una vez reconstituidas las reservas internacionales, privilegia la lucha antiinflacionaria, teniendo como soporte de esta estrategia el manejo del tipo de cambio y el inicio de reformas en el campo arancelario.

2. El período inicial 1974-1975.

Los rasgos principales prevalecientes en el año 1974 en que el nuevo equipo económico inició su gestión (junio 1974) pueden caracterizarse por un aumento del PBI del 1.6 por ciento; incremento de precios del 107.3 por ciento; pérdidas de reservas internacionales del orden de los 80 millones de dólares y un déficit fiscal que alcanza a un 25.6 por ciento de los egresos.

El sector externo detonante de la crisis, se caracterizaba por un ordenamiento en que funcionaban dos mercados, uno para operaciones comerciales bajo un régimen de minidevaluaciones y otro financiero librado al juego de la oferta y demanda.

El régimen de minidevaluaciones había en cierto aspecto, normalizado el funcionamiento del mercado con respecto a la situación prevaleciente en períodos de ajuste del tipo de cambio por escalones largos.

En efecto bajo este último sistema los agentes económicos habían ido ganando experiencia en detectar señales indicativas de una sobrevaluación cambiaria. Cuando observaban la inminencia de un ajuste cambiario se producía retención de exportaciones, compras especulativas de importaciones, sobre y subfacturación de operaciones, demandas anormales de operaciones financieras, etc.

Todo ello acentuaba el desequilibrio de la balanza de pagos y obligaba a anticipar el ajuste con relación a lo que hubiera sido en situaciones normales y/o incrementar la tasa de dicha corrección.

El mecanismo de minidevaluaciones no sólo mitigó esta problemática, sino que además tuvo la virtud de despolitizar el manejo del tipo de cambio, acostumbrando a los agentes económicos a ver los ajustes en el valor de la moneda como la modificación de otro precio más en la economía.

Sin embargo, luego de dos años de vigencia del sistema ~~aplicado en marzo de 1972~~, el funcionamiento del mercado cambiario distaba de ser lo originariamente previsto. En lo que se refiere al comercio exterior, las importaciones estaban sujetas a

regímenes administrativos de cupos individuales por empresas, que por funcionar en base a antecedentes cristalizaban el comportamiento anterior del sector importador o dejaban en manos de decisiones administrativas las modificaciones en el monto de las compras permitidas.

Existía un requerimiento de financiamiento externo mínimo de 180 días para las importaciones, adoptado en 1971 como medida tendiente a aliviar las presiones sobre la caja de trabajo del Banco Central. En cuanto a la importación de bienes de capital estaba sujeta a una autorización previa.

En lo que respecta al mercado financiero, que teóricamente fuera creado para funcionar en el régimen de flotación, si bien el Banco Central no intervenía para regular el tipo de cambio, lo hacía indirectamente regulando la demanda, ya que la apertura de conceptos autorizados para entrar al mercado fue realizada en forma muy parsimoniosa.

Frente a esta realidad, la nueva orientación económica inicia un régimen de apertura en el ámbito financiero. Es así que en setiembre se establece la libertad total en el mercado financiero de cambios y con ello la libre convertibilidad del peso uruguayo para los movimientos de capital privado, conectando de esa manera el mercado interno con el internacional.

En materia de comercio exterior fueron sucediéndose medidas tendientes a la eliminación de las trabas que dificultaban su ~~funcionamiento~~, excepto las relacionadas con la política arancelaria cuyo diseño es posterior. Así se deroga el sistema de contingencia de importaciones, el financiamiento externo obligato-

rio y la autorización previa para la importación de bienes de capital.

Unido a ello se eliminan los topes máximos a la posición de cambios del sistema bancario; se autoriza el funcionamiento de las casas de cambio y la compra de divisas para posición propia.

La política monetaria en una etapa que abarca hasta fines de 1978, se diseña con la finalidad de controlar la oferta monetaria, bajo el convencimiento del papel preponderante que la creación de dinero había tenido en el proceso inflacionario anterior.

Se hace especial hincapié en el papel de la tasa de interés como instrumento para desarrollar el mercado financiero, la monetización de la economía, y la mejor asignación de recursos, elevando gradualmente las tasas máximas de interés a que estaba sujeto el sistema bancario.

En lo que se relaciona con el tipo de cambio en 1975 los ajustes de cambio acompañaron activamente la evolución de precios internos y externos en forma compatible con los propósitos de asignar al sector exportador un papel protagónico en el ajuste de la balanza de pagos.

3. El período 1976-1979.

Este período se caracteriza por una profundización en el desarrollo del esquema, basado en el intento de control del proceso inflacionario mediante el manejo restrictivo de la emisión monetaria y los medios de pago; racionalización de las finanzas públicas, apertura externa y liberalización interna de precios.

En el campo financiero la medida de mayor importancia fue tomada en marzo de 1976 al establecer, en los hechos, el Banco Central la libertad de la tasa de interés, cuyas consecuencias se analizarán en el apartado correspondiente.

El Banco Central avanza en su política de controlar los activos domésticos, eliminando todo tipo de redescuento al sistema bancario comercial al mismo tiempo que un mejor comportamiento fiscal va reduciendo las demandas crediticias del sector público.

El tipo de cambio continúa, principalmente durante los dos primeros años, siendo ajustado por sobre el diferencial de inflación interna-externa, lo que unido a políticas impositivas de apoyo y créditos a tasas preferenciales determinan un importante desarrollo del sector exportador no tradicional.

Finalmente cabe acotar con respecto a la unificación de los mercados cambiarios producida a fines de 1978, que de hecho por el proceso de correcciones en el tipo de cambio comercial y por intervenciones del Banco Central en el mercado financiero, ya en 1977 sus cotizaciones no diferían.

Es más, durante 1978 hubo momentos en que el tipo de cambio financiero estuvo por debajo del comercial. En tales situaciones el Banco Central monetizaba el exceso de oferta a través de menores ventas de divisas al sector importador.

La evolución de las cotizaciones de ambos mercados y su diferenciación puede observarse en el cuadro que sigue.

Cuadro 9

Cotizaciones promedio anuales de
los mercados comercial y financiero

	Comercial vendedor <u>(1)</u>	Financiero vendedor <u>(2)</u>	% Diferencia <u>(3) = (2) - (1) : (2)</u>
1974	1.20	1.62	25.9
1975	2.26	2.66	15.0
1976	3.34	3.69	9.5
1977	4.67	4.73	1.3
1978	6.06	6.09	0.5

Fuente: En base a información del B.C.U.

4. El Período Octubre 1978 en Adelante

El tercer período se inicia en octubre de 1978 cuando el Banco Central comunica al sistema bancario que compraba y vendía toda cantidad que se le solicitara, unificando así el mercado de cambios. Paralelamente puso en venta una letra de tesorería en moneda nacional a tres meses de plazo con la característica de que el comprador podía solicitar a su vencimiento su reembolso en moneda extranjera. De esta manera el Banco Central anunciaba anticipadamente el tipo de cambio. Posteriormente se hace conocer directamente día a día la tasa de devaluación.

En este período cambia asimismo el objetivo prioritario. El nivel de reservas internacionales que por años había constituido una importante restricción en el manejo económico, pasa a ser considerado de segunda prioridad, privilegiándose el papel de la lucha antiinflacionaria.

Sin embargo esta lucha se encarará bajo una óptica distinta a la mantenida hasta el momento. Las autoridades abandonan todo intento de control de la cantidad de dinero; el manejo del tipo de cambio es el instrumento clave en la estrategia contra la inflación.

El cambio de instrumental se fundamenta sobre la base en que a medida que la economía se va abriendo al exterior y bajo un sistema de cambio fijo, la emisión y los agregados monetarios se van tornando crecientemente endógenos al modelo, esterilizando todo esfuerzo de controlar la oferta de dinero.

Toda medida restrictiva por parte del Banco Central provocaba una suba en las tasas internas de interés, ampliando el diferencial con las externas e induciendo movimientos de capitales, que por el ordenamiento del mercado, el Banco monetizaba.

Bajo tal óptica, la acción del Banco Central pasa a limitarse al control de su propio crédito interno, de forma de emitir solamente contra variaciones de sus activos internacionales.

La defensa de las reservas internacionales quedan salvaguardadas, según el modelo de ajuste monetario de la balanza de pagos, por el control estricto del crédito interno y la relación inversa entre su variación y la de las reservas internacionales.

El papel del tipo de cambio en este contexto cambia sustancialmente. De factor dinamizador del sector externo y consecuentemente de la economía en su conjunto, se transforma en instrumento de lucha antiinflacionaria, vía su influencia sobre la formación de expectativas de los agentes económicos. Partiendo del supuesto de que las expectativas inflacionarias se forman ha-

cia adelante, las mismas se conectan directamente con la tasa de devaluación esperada.

A su vez, la tasa de devaluación se programa con modificaciones deslizantes con el objetivo de influir en el nivel de las tasas internas de interés y de inflación.

Estos lineamientos cambiarios al restar incertidumbre al cálculo económico de los agentes deberían lograr la convergencia de las tasas internas de interés e inflación a las tasas internacionales, en la medida en que se realicen los avances programados por la política comercial en el campo real de la economía.

Esta estrategia puede diseñarse por el hecho que las finanzas públicas se tornan superavitarias no requiriendo asistencia crediticia del Banco. Asimismo, la autoridad monetaria suprime, en el primer trimestre de 1979, el régimen crediticio de prefinanciamiento de exportaciones, eliminando otro mecanismo por el que se movilizaba su crédito interno.

iv. Normas y Restricciones Generales Para el Ingreso de Capitales

La legislación uruguaya no recoge normas restrictivas al ingreso de capitales extranjeros. Sin embargo los largos períodos de dificultades cambiarias por los que el país atravesó originaron en diversas oportunidades regulaciones cambiarias que dificultaban o impedían las remesas de utilidades y aún la repatriación de capitales:

Frente a tales circunstancias y con el propósito de impulsar el ingreso de capitales extranjeros, se sanciona en marzo de 1974 la "Ley de Inversiones Extranjeras". La ley fue sancionada cuando

el país enfrentaba una difícil situación externa; desaparecida esa situación, la Ley pierde casi por entero su importancia.

En aquella situación se entendió necesario establecer normas legales que impulsaran ingresos de capitales. Para ello la ley, a texto expreso, otorga la garantía del Estado para la remesa de capitales y utilidades y establece que el Banco Central preceptivamente proveería las divisas correspondientes.

La ley se sanciona el 28 de marzo de 1974 pero pocos meses después la autoridad monetaria, como ya se ha mencionado, dispone la apertura total del mercado de cambios, cesando en consecuencia el problema que se pretendía solucionar. En el caso del inversor extranjero, ya no le fue necesario acogerse a una ley que le permitía hacer, cumpliendo determinados requisitos, lo que estaba permitido para todos sin requisito de ninguna índole.

Tan sólo queda a favor del inversionista que se ampara a la ley, la garantía del Estado dispuesta por norma legal y consecuentemente sólo modificable por otra ley, siendo en cambio las normas reguladoras del mercado cambiario disposiciones del Banco Central e hipotéticamente modificables por otra resolución administrativa.

Es sólo para reafirmar ese principio que la ley modificativa 14.371 del 8 de mayo de 1975 establece en su artículo 7º: "El Banco Central del Uruguay no podrá limitar el derecho de los inversiones extranjeros de remesar sus utilidades o capital, debiendo asegurar en todo caso su convertibilidad y transferibilidad.

En caso de que disposiciones administrativas no permitan al inversor extranjero acceder libremente al mercado financiero a

fin de obtener las divisas correspondientes que le permitan reme-
sar su capital o sus utilidades, el Banco Central asegurará la
provisión de las divisas correspondientes."

Otra disposición legal relacionada con los movimientos de
capitales, es la ley 14.500 del 17 de marzo de 1976 que interrump-
pe la vigencia del curso forzoso del peso uruguayo, estableciendo
el marco jurídico para la circulación de más de una moneda.

El artículo 9º de la ley establece: "Las partes contratantes
podrán establecer cualquier clase de estipulación que tenga
por finalidad mantener el valor de las obligaciones contraídas" y
el artículo 10º incluye "las cláusulas en moneda extranjera".

v. El Tratamiento de los Intermediarios Financieros en Relación
a los demás Agentes Económicos

Una de las diferencias sustantivas que aún se mantienen vi-
gentes en cuanto al tratamiento de los intermediarios financieros
con respecto a los demás agentes económicos se remonta a la cri-
sis bancaria del año 1965. Esta crisis, que originó el cierre de
importantes bancos comerciales, determinó la promulgación de una
ley que prohíbe la instalación de nuevas instituciones bancarias.
Por consiguiente la competencia está restringida a los bancos pre-
existentes al momento de la promulgación de la ley, originándose
únicamente cierta movilidad por compras de paquetes accionarios.

Existen en la actualidad 21 bancos privados, con un total de
248 agencias y sucursales (118 en Montevideo y 130 en el resto del
país). De las referidas instituciones, 5 pueden definirse como
nacionales y 16 como extranjeras ya sea porque proclaman públicas

mente su afiliación a un banco internacional o por encontrarse el paquete accionario en su totalidad o parcialmente en poder de grupos financieros extranjeros. De acuerdo con estimaciones efectuadas sobre informaciones de ALALC^{1/} al 31 de diciembre de 1978, los depósitos más capital y reservas de la banca extranjera representaban el 59% del total de la banca privada.

Si a las agencias bancarias privadas se les agregan las que posee el Banco de la República (96 a diciembre de 1978) se llega a un total de 344 o sea, en cifras redondas, una agencia cada 8.000 habitantes.

El sistema bancario se integra, además, con las Casas Bancarias. La ley 9.576 del 10 de enero de 1938 las define como empresas autorizadas para operaciones de índole bancaria con excepción de la captación del público de toda clase de depósitos en dinero y del uso del cheque. Las Casas Bancarias no están sujetas a las limitaciones de establecimiento de la ley de 1965. De ahí que se encuentren funcionando en la actualidad, por la expansión operada en los últimos años, 19 casas bancarias, la casi totalidad vinculadas a Bancos y grupos financieros extranjeros.

Dada la apertura financiera que goza el país, y la magnitud que ha alcanzado su comercio internacional, existe un amplio campo de acción para estos intermediarios que compiten activamente con los bancos establecidos, en el área de las operaciones de cambio y comercio exterior.

^{1/} Informaciones de ALALC, Julio de 1979

En lo que se relaciona al tratamiento fiscal, luego de la reforma tributaria aprobada durante 1979, el sistema bancario está en pie de igualdad con el resto de los agentes económicos.

III. RESULTADOS Y PERSPECTIVAS

i. Evolución y Perspectivas del Endeudamiento Externo

En el análisis del financiamiento de la cuenta corriente del balance de pagos, permanentemente deficitaria a partir de 1974, pueden observarse dos períodos diferenciados.

El primero corresponde a los dos primeros años, en los que el país recurre a distintas fuentes de financiamiento. En el año 1974 obtiene principalmente créditos de corto plazo, endeudamiento comercial y utilización de reservas internacionales.

La empresa estatal que tiene el monopolio de la refinación de petróleo recibe un crédito bancario privado de 50 millones de dólares y la autoridad monetaria utiliza el primer tramo de la facilidad petrolera instituida por el Fondo Monetario Internacional de la que el país usufructuó 55 millones de dólares.

En 1975 el déficit se financia principalmente con entrada de capitales a largo plazo que se orientan a la compra de Bonos del Tesoro y cambios en los activos netos del sector privado, modalidad que va a ser la principal característica del segundo período.

Los Bonos del Tesoro fueron emitidos por el Gobierno Nacional y cumplieron el doble propósito de financiar el déficit en cuenta corriente del balance de pagos y obtener recursos genuinos para el financiamiento del sector gobierno.

Durante este año se reduce fuertemente el endeudamiento comercial a corto plazo, al derogarse los requerimientos de financiamiento externo mínimo para importaciones.

En definitiva, en los dos primeros años de la actual conducción económica, el déficit en cuenta corriente se financia casi por partes iguales por medio de financiamiento de largo plazo, fundamentalmente por colocación de bonos del tesoro y por pérdida de reservas de sistema bancario, aunque ya comienza a tomar importancia a partir de 1975 la entrada de capital aunque aún no inducida por diferenciales de tasas de interés, sino vinculada a la coyuntura político-económica de la Argentina.

Cuadro 10

Financiamiento del déficit de
Cuenta Corriente años 1974-75

<u>Saldo en Cuenta Corriente</u>	<u>En millones de dólares USA</u>	<u>En %</u>
<u>Saldo en Cuenta Corriente</u>	<u>-307.5</u>	<u>100.0</u>
<u>Financiamiento</u>		
1. <u>Largo plazo</u>	<u>178.0</u>	<u>57.9</u>
Préstamos a largo plazo	(24.1)	
Bonos y Letras del Tesoro	(153.9)	
2. <u>Corto plazo</u>	<u>-40.7</u>	<u>-13.2</u>
Préstamos a corto plazo	(24.8)	
Endeudamiento comercial	(-65.5)	
3. <u>Variación posición S. Privado</u>	<u>124.0</u>	<u>40.3</u>
4. <u>Variación Reservas Sist. Bancario</u>	<u>173.2</u>	<u>56.3</u>
5. <u>Errores y omisiones</u>	<u>-127.0</u>	<u>-41.3</u>

Fuente: En base a información del B.C.U.

El financiamiento para el período 1976/79, presenta características disímiles con respecto al de los dos primeros años. En primer término fundamentalmente, los capitales autónomos adquieren una magnitud de tal consideración, que generan ganancias de reservas en el sistema bancario consolidado, las que a nivel del Banco Central, como se analizará, dificultó y aun esterilizó los intentos de una política monetaria restrictiva.

Mantiene importancia también los préstamos a largo plazo, principalmente los destinados a la construcción de la represa hidroeléctrica de Palmar (Comipal), y crece el endeudamiento comercial a corto plazo vinculado con los montos muy incrementados de las importaciones cumplidas.

Es de hacer notar que las cifras correspondientes al sector privado son casi coincidentes con estimaciones realizadas sobre el monto de inversión en construcciones por parte de no residentes en zonas balnearias del país, por lo que podrían catalogarse de inversión directa.

Los errores y omisiones constituyeron fuente de financiamiento del déficit por 165 millones de dólares en el período. En razón de la total apertura financiera que rige en el país, no es necesario el registro de ingresos de capitales no contándose por consiguiente con una cuantificación directa de la importancia de los capitales atraídos por el diferencial entre las tasas internas y externas o los préstamos financieros que las empresas toman en el exterior fuera del circuito bancario. Puede suponerse que la cifra mencionada de errores y omisiones sea un indicador de la magnitud del proceso.

Cuadro 11

Financiamiento del déficit de
Cuenta Corriente años 1976-79

	En millones de <u>dólares USA</u>	<u>En ₡</u>
<u>Saldo en cuenta corriente</u>	<u>-677.2</u>	<u>100.0</u>
<u>Financiamiento</u>		
1. <u>Largo plazo</u>	<u>263.6</u>	<u>38.9</u>
Préstamos de largo plazo	95.3	
Bonos y Letras del Tesoro	-21.6	
Comipal	189.9	
2. <u>Corto plazo</u>	<u>207.0</u>	<u>30.6</u>
Préstamos a corto plazo	24.8	
Endeudamiento comercial	231.8	
3. <u>Variación posición S. Privado</u>	<u>426.5</u>	<u>63.0</u>
4. <u>Variación reservas S. Bancario</u>	<u>-384.9</u>	<u>-56.8</u>
5. <u>Errores y omisiones</u>	<u>165.0</u>	<u>24.4</u>

Fuente: En base a información del B.C.U.

Para el análisis de las estadísticas del endeudamiento externo del país debe señalarse que subestiman la deuda por no existir información cuantificable de la inversión extranjera directa en construcciones y de los flujos de capital financieros privados que ingresan al país.

En sentido contrario se sobreestima la deuda externa al incluir la totalidad de la emisión circulante de Bonos y Letras de Tesoro como pertenecientes a no residentes.

Corresponde aclarar que se computa la fuerte corriente de capitales externos que en forma de depósitos en moneda extranjera ingresaron al país durante los últimos años.

Hechas estas consideraciones que limitan la exactitud del análisis, puede observarse en el cuadro que sigue la evolución del endeudamiento desde fines de 1973 a fines de 1979, que crece 964.5 millones de dólares (el saldo deficitario de la cuenta corriente en el período fue de 984.7 millones), a una tasa anual acumulativa del 15.3 por ciento.

Comparando este incremento con el de las reservas brutas, la deuda neta se torna negativa, ya que los activos externos del Banco Central, cotizando el oro a precios de mercado aumentan 1.576,9 millones.

Es de destacar que el 46 por ciento del crecimiento de la deuda bruta se origina durante el año 1979 y tomó principalmente la forma de depósitos en bancos y endeudamiento comercial por importaciones.

Cuadro 12

Deuda Externa 73-79 en millones
de dólares a fin de cada año

	<u>Deuda externa bruta</u>	<u>Reservas Inter- nacionales brutas</u>	<u>Deuda neta</u>
1973	717.9	499.6	218.3
1974	955.1	761.0	194.1
1975	1.031.2	579.2	452.0
1976	1.134.9	660.8	474.1
1977	1.220.0	936.7	383.3
1978	1.239.5	1.179.2	60.3
1979	1.682.4	2.076.5	-394.1

Fuente: B.C.U.

Si se hace abstracción del incremento del precio del oro en los mercados internacionales, valuándolo a la cotización vigente a fines de 1973, la deuda neta a fines de 1979 se elevaría a 983.1 millones, nivel de magnitud igual aproximadamente a las exportaciones previstas para 1980.

En lo que respecta al incremento del endeudamiento por sectores económicos, fundamentalmente se produce en el sector no monetario público, bajo la forma de préstamos para obras de infraestructura y en menor medida en Letras y Bonos del Tesoro y en el sector monetario privado por el gran crecimiento de los depósitos captados.

Cuadro 13

Endeudamiento por grandes capítulos

	<u>Dic. 73</u>	<u>Dic. 79</u>	<u>Variación</u>	<u>Tasa anual acumulativa</u>
<u>Sector no monetario</u>	<u>477.8</u>	<u>1.065.8</u>	<u>588.0</u>	<u>14.3</u>
Público	344.6	835.4	490.8	15.9
Privado ^{1/}	133.2	230.4	97.2	9.6
<u>Sector monetario</u>	<u>240.1</u>	<u>616.6</u>	<u>376.5</u>	<u>17.0</u>
Público	192.9	176.5	-16.4	...
Privado	47.2	440.1	392.9	45.1

1/ Incluye deuda con proveedores y swaps

Fuente: B.C.U.

El estudio de algunos coeficientes que relacionan la deuda y su servicio con otros agregados económicos permiten deducir que en general se ha producido una evolución satisfactoria en los mismos a pesar del importante incremento en el nivel de la deuda bruta.

Es así que el servicio de la deuda externa en su relación con las exportaciones del año, muestran una permanente disminución, pasando de 0.75 en 1973 a 0.21 en 1979 (Ver Anexo Cuadro 7). El año 1978 que muestra en el cuadro un comportamiento que quiebra la tendencia se explica por el prepago de la deuda que el país mantenía con el Fondo Monetario Internacional.

Por su parte se ha producido una sustancial mejora en el perfil de la deuda. En efecto, a Diciembre de 1973, el 37 por ciento de la deuda externa debía amortizarse en el primer año, en diciembre de 1979 tales vencimientos ascendían al 21 por ciento, produciéndose la mejora tanto en el sector monetario como en el no monetario.

Si se analizan los vencimientos de los dos primeros años, la mejora es aún más sustancial, dado que en 1973 más de la mitad del endeudamiento debía pagarse en tal período (56 por ciento), mientras que en 1979 el porcentaje desciende a 29 por ciento. (Ver Anexo Cuadro 8).

Finalmente, relacionado con la evolución del perfil, el servicio de la deuda disminuye tanto en su relación con el endeudamiento total como a las reservas brutas de la autoridad monetaria (Ver Anexo 9).

ii. Las Políticas de Estabilización y las Presiones Inflacionarias. Independencia y Control de la Oferta Monetaria

Como se ha mencionado en el apartado correspondiente a lineamientos de política, el énfasis puesto en el período que abarca hasta fines de 1978 radicó principalmente en el intento de controlar el ritmo de crecimiento de la base monetaria y el crédito. Dicho esquema era coincidente con el papel que se asignaba a la moneda, en el proceso de inflación que había soportado el país.

En lo que se relaciona con el control de la base monetaria, se privilegia el uso de operaciones de mercado abierto sobre el manejo de los encajes bancarios, mientras que para el control del crédito principalmente se acentúa la preocupación sobre el comportamiento fiscal y el desmantelamiento de mecanismos que impulsaban incrementos del crédito de la autoridad monetaria.

En este período el Banco Central utiliza frecuentemente las operaciones de mercado abierto, mediante la emisión de Letras de Tesorería en moneda nacional, esterilizando los fondos recibidos.

Las tasas de interés con que operó este instrumento, fueron competitivas con las de captación de recursos que mantenía la banca privada, lo que aparejó el aumento de las mismas como forma de mantener a nivel competitivo el ahorro bancario. A su vez las tasas de colocación fueron interpretadas como anuncios de las tasas futuras en cuanto al comportamiento del nivel de precios internos.

Como se ha comentado el incremento de las tasas de interés acentuó la afluencia de capitales externos y el incentivo a darse en el exterior, ocasionando la neutralización del efecto atractivo de la colocación de letras.

En cuanto a la política de encajes utilizada inicialmente como instrumento de control monetario, se va relegando su utilización por el hecho que significaba un alza en el costo financiero para los bancos, constituyendo de hecho un impuesto a la actividad financiera que la ponía en condiciones no competitivas con las similares externas. En un primer momento se establece rentabilidad sobre los depósitos de encaje de forma de atenuar el traslado de costos a las tasas activas.

Posteriormente se comienza una disminución de los coeficientes de reserva tanto en moneda nacional como extranjera. Ya en 1979 se establece a principios de año un encaje único para depósitos en moneda nacional y extranjera y un encaje marginal cero. En mayo de 1979 se prescinde del manejo de este instrumento eliminando los requisitos legales correspondientes.

Este conjunto de medidas, junto con la eliminación del impuesto a las colocaciones bancarias, apuntó a reducir el diferencial de tasas pasivas y activas y a permitir su acercamiento a las vigentes en los mercados internacionales.

A partir de octubre de 1978 en que se unifican los mercados cambiarios y comienza el preanuncio del tipo de cambio, se abandona todo intento de control de la oferta monetaria, asumiendo la política cambiaria un papel preponderante en la estrategia antiinflacionaria.

Los esfuerzos realizados durante el quinquenio 1974-78 para el control inflacionario mediante una política monetaria activa no dieron los frutos esperados mostrando solamente en 1976 una tasa de incremento de precios menor a la del promedio 1968-73 (en

1978 fue casi igual a la del promedio). Los instrumentos monetarios utilizados en una situación financiera libre y con un tipo de cambio fijado, no mostraron un comportamiento restrictivo. En efecto en el cuadro que sigue puede observarse que tanto la emisión del Banco Central como el Dinero, en una definición restringida y amplia, superaron en el período el promedio nominal de 1968-73, mostrando alternativamente tasas de crecimiento reales positivas y negativas con respecto al aumento de precios al consumo.

Cuadro 14

Variación anual de algunos agregados monetarios

	<u>Emisión</u>		<u>M1</u>		<u>M2</u>		<u>IPC</u>
	<u>Nominal</u>	<u>Real</u>	<u>Nominal</u>	<u>Real</u>	<u>Nominal</u>	<u>Real</u>	
1968-73	50.6	1.8	51.2	2.2	54.0	4.1	48.6
1974	60.6	-22.5	62.9	-21.4	66.0	-20.0	107.3
1975	47.5	-11.6	52.2	-8.2	63.5	-2.0	66.8
1976	71.2	22.4	61.6	15.5	69.2	20.9	39.9
1977	32.2	-16.0	40.2	-10.9	43.8	-8.6	57.3
1978	69.9	16.4	64.8	12.9	101.4	37.9	46.0
1975-78	54.3	1.4	54.4	1.4	68.2	10.5	52.2
1979	79.3	-2.1	88.6	3.8	108.8	14.0	83.1

Fuente: En base a información del B.C.U. y Dirección General de Estadística y Censos

La estructura de la emisión según origen de las operaciones en los cuatro años completos (1975-78) en que el mercado financiero

ro se liberaliza totalmente, es significativa. Principalmente en el trienio 1976-78 en que las tasas de interés no estuvieron contenidas por topes administrativos, el grueso de la emisión se explica por operaciones externas.

Cuadro 15

Banco Central del Uruguay

Incrementos Anuales

	<u>Base monetaria</u>	<u>Reservas Internacionales</u>	<u>Crédito Interno</u>
1975	271.6	-242.1	513.7
1976	457.8	276.5 (60.4%)	181.3
1977	534.2	588.3 (110.1%)	-54.1
1978	1.028.9	907.7 (88.2%)	121.2
1979	1.544.0	561.0 (36.3%)	983.0

Fuente: En base a información del B.C.U.

Tampoco la política restrictiva tuvo éxito en la regulación del crédito ya que principalmente, aunque no solamente, vía crédito en moneda extranjera, el crédito al sector privado se incrementó fuertemente en términos reales, presionando la demanda agregada los precios y las reservas internacionales, principalmente aquellos dado el grado de apertura de la economía.

El crédito al sector público muestra variaciones anuales a tasas decrecientes, lógica consecuencia del mejoramiento de las finanzas públicas.

Cuadro 16

Variaciones Anuales del Crédito

	<u>Crédito al Sector Privado</u>			<u>Crédito al Sector</u>
	<u>M. nacional</u>	<u>M. extranjera</u>	<u>Total</u>	<u>Público - Total</u>
1968/73	54.4	43.6	55.5	45.4
1974	105.2	101.7	104.6	107.1
1975	68.4	170.3	86.8	109.4
1976	52.3	121.9	70.5	47.9
1977	57.2	135.2	83.7	18.0
1978	68.5	86.7	76.4	4.3
1975/78	61.4	126.5	79.2	39.7
1979	120.1	112.3	116.8	contractivo

Fuente: B.C.U.

El año 1979 es el único año pasible de analizar bajo el cambio de estrategia de fines de 1978, por lo que las conclusiones no pueden catalogarse de definitivas. Sin embargo puede observarse de los cuadros anteriores que los agregados monetarios y los precios crecen a tasas superiores a la de los años anteriores. El crédito al sector privado más que se duplica, con fuerte participación del crédito en moneda nacional en razón de la liberalización que significó la eliminación de encajes y del incremento consiguiente del multiplicador bancario.

El crédito interno del Banco Central crece significativamente; ello se vincula al propósito de quitar carácter activo a su manejo, lo que comportó en un primer momento una expansión, deter-

minada por la eliminación del requerimiento de encaje, de las operaciones de mercado abierto que originó compra de papeles emitidos al mismo tiempo que no se colocaban nuevas emisiones. A ello se adiciona la supresión de la línea de crédito al sector exportador, que tuvo un efecto expansivo en el crédito interno. En efecto, al inicio de las operaciones el Banco sólo entregaba el 60 por ciento del contravalor en moneda nacional de las divisas que el exportador anticipaba. Al suprimirse el sistema, la cancelación de las operaciones pendientes originó un incremento del crédito y de la emisión por el 40 por ciento restante.

iii. Evolución de la Política Cambiaria

La orientación general de la política del tipo de cambio al inicio de la actual conducción económica, se encuadró en lo establecido en el Plan Nacional de Desarrollo de mantener un tipo de cambio realista, acorde con las variaciones de precios internos y otras variables externas. El objetivo, se enfocó en el estímulo a las exportaciones, dentro del esquema de apertura externa del país y en lograr un volumen de importaciones adecuado al funcionamiento global de la economía exento de movimientos especulativos de carácter cambiario.

Esta estrategia acentuada durante 1975 y 1976 en que el tipo de cambio se modifica en porcentajes mayores que el incremento de los precios al consumo, se mantiene con menor énfasis durante 1977 para posteriormente ya a partir de 1978 y principalmente 1979, producirse el cambio de óptica sobre su manejo.

La política de tipo de cambio inicialmente adoptada, junto con estímulos de carácter fiscal que posteriormente van disminuyendo y facilidades crediticias eliminadas en 1979, recogen sus frutos al crecer las exportaciones en el período 1973-77 a tasas nunca observadas en el país.

Cuadro 17

Tasa de Crecimiento en Valor de las Exportaciones

En dólares corrientes

1960-69	5.0
1969-73	12.6
1973-77	17.2
1977-79	13.9

Fuente: En base a información del B.C.U.

Fundamentalmente el sector industrial responde a la política de estímulo, intensificando y diversificando la colocación de productos manufacturados en los mercados externos. El volumen de productos exportados prácticamente se duplica entre 1973 y 1976. Las exportaciones no tradicionales -exportaciones de productos elaborados y semi-elaborados- pasan a representar más del 70 por ciento de la exportación cuando al inicio del proceso apenas alcanzan el 24 por ciento.

Cuadro 18

Exportaciones cumplidas

(en millones de dólares corrientes)

	<u>No Tradicionales</u>	<u>Tradicionales</u>	<u>Total</u>	<u>%</u>
	(1)	(2)	(3)	(1) : (3)
1972	51	163	214	23.8
1974	144	238	382	37.7
1975	189	195	384	49.2
1976	294	252	546	53.8
1977	345	262	607	56.8
1978	437	249	686	63.7
1979	565	223	788	71.7

Fuente: En base a información del B.C.U.

Esta respuesta del sector industrial, principalmente exportador no tradicional, determina que el mismo crezca a una tasa anual acumulativa del 5.7 por ciento en el período 1974-78, transformándose en el sector dinámico de la economía.

Tan esa así que mientras el volumen físico de la exportación tradicional se mantuvo en el periodo 1975-78 estacionario, la exportación no tradicional creció en volumen a una tasa acumulativa anual superior al 25 por ciento, lo que permitió en el trienio 1976-78 mantener el déficit de cuenta corriente en cifras promedio de 120 millones de dólares, frente a 118 y 190 millones de los años 1974 y 1975.

Cuadro 19

Saldo del Balance de Pagos en
Cuenta Corriente - 1970/1979

	<u>Millones U\$S</u> <u>corrientes</u>
1970	-45.1
1971	-63.5
1972	19.1
1973	37.1
1974	-118.0
1975	-189.5
1976	-73.6
1977	-159.8
1978	-127.0
1979	-316.8

Fuente: B.C.U.

El cambio de política iniciado en 1978 y ratificado en 1979 parte de la base de un cambio de prioridades, pasando a acentuarse el énfasis en la inflación sobre la meta de balance de pagos.

El enlentecimiento del tipo de cambio se postula como elemento clave de la lucha antiinflacionaria, sobre la base que los precios internos deben converger a las variaciones de los internacionales más los del tipo de cambio, mediando un ajuste de los precios no comerciados a los comerciados.

Asimismo se argumenta la imposibilidad de mejorar en términos reales al tipo de cambio sin provocar una nueva caída en el

nivel de los salarios reales, por lo que todo aceleramiento en el ritmo de devaluación nominal solo aparejaría niveles de inflación mayores.

Otro argumento que sustenta esta nueva postura sobre el manejo cambiario, es que como las reservas del Banco Central se relacionan inversamente con la variación de su crédito interno y estando éste actualmente bajo control del Banco, cualquier pérdida de reservas aparejará una disminución de liquidez en moneda nacional que se autocorregirá por entradas de capitales externos que la recompondrán al mismo tiempo que harán lo propio con los activos internacionales del Banco.

Todos estos argumentos hacen que se independice la variación del tipo de cambio de las de los precios internos y externos y se produzca una importante caída en términos reales del mismo.

Ello unido al preanuncio de su variación, lo que configura un verdadero seguro de cambio otorgado a los agentes económicos, hace, principalmente durante 1978 y 1979, muy fluída la entrada de capitales externos alentados por una tasa de interés interna que no responde al esquema teórico manteniéndose sumamente positiva en términos reales, aspecto que estudiaremos en el apartado correspondiente.

Estas fuertes entradas de capitales, permiten mantener y aún acrecentar el nivel de reservas oficiales. Si se analiza el balance de pagos como un todo, deprime el tipo de cambio de equilibrio de las cuentas externas, implica un incremento del déficit en cuenta corriente, del endeudamiento externo y constituye un freno sobre el nivel de actividad fundamentalmente del sector exportador.

El cambio de política puede visualizarse mediante los dos cuadros siguientes: el primero^{1/} elaborado teóricamente suponiendo una estructura de costos para el sector exportador compuesta por 30 por ciento de mano de obra, 40 por ciento de precios mayoristas y 30 por ciento de tipo de cambio. El cuadro que tiene como base 1973 igual a cien, muestra que en los años 1975, 1976, 1977 y aún primer semestre de 1978 al tipo de cambio real se muestra en niveles similares a 1974. Si a ello se adiciona las modificaciones a la política de reintegro a las exportaciones que supusieron una disminución de los porcentajes de apoyos fiscales, el índice del tipo de cambio efectivo comienza su caída ya a inicios de 1978.

El Banco Central en su información estadística elabora un índice de paridad tomando como punto de referencia las modificaciones de precios y de paridades de los países de mayor comercio con Uruguay. Del mencionado cálculo (véase Anexo Cuadro 10) puede observarse que a partir de fines del primer semestre de 1979, el tipo de cambio observado se va apartando del valor calculado según las respectivas canastas.

Debe notarse sin embargo, que los cuadros no incluyen los aumentos en los precios internacionales que han beneficiado en el período al sector exportador incrementando su ingreso efectivo. De todas maneras esta omisión no quita validez a la caída pronunciada del tipo de cambio como precio relativo.

^{1/} Ana María Teja e Israel Wonsewer, trabajo citado.

Cuadro 20

Tipo de Cambio Exportación No Tradicional

(Base: Promedio 1973=100.0)

	Tipo de cambio comercial	Indice Tipo Cambio	Indice deflactor ponderado	Indice tipo cambio real	Indice tipo cambio efectivo 1/ Reintegro 20%	Indice tipo cambio efectivo 1/ Reintegro 30%
1973	0.857	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1974	1.184	138.2	165.7	83.4	83.4	83.4
Enero-Junio 1975	2.058	240.1	263.6	91.1	91.1	91.1
Julio-Dic. 1975	2.407	280.9	312.7	89.8	88.3	87.7
Enero-Junio 1976	2.975	347.1	375.2	92.5	91.0	90.4
Julio-Dic. 1976	3.635	424.0	463.5	91.5	88.6	87.5
Enero-Junio 1977	4.266	497.8	549.6	90.6	87.7	86.6
Julio-Dic. 1977	5.013	584.9	660.3	88.6	83.4	81.4
Enero-Junio 1978	5.550	647.4	779.3	83.1	78.2	76.3
Julio-Dic. 1978	6.550	763.9	953.6	80.1	73.7	71.2
Enero-Junio 1979	7.480	872.6	1214.5	71.8	66.0	63.8
Julio-Dic. 1979	8.200	956.7	1382.6	69.2	63.6	61.5
Enero-Junio 1980	8.700	1014.9	1820.0	55.8	51.3	49.6

1/ Los reintegros se rebajan: 10% julio 1975, 10% julio 1976, 20% julio 1977 y 20% julio 1978.

Indice tipo de cambio efectivo = índice T. cambio real (1+R). R = reintegro

También debe considerarse que una mayor devaluación habría originado un incremento más pronunciado en los costos internos, lo que dificulta el análisis del tipo de cambio de equilibrio.

Los efectos de esta política se han visto reflejados en una disminución en el ritmo de crecimiento de las exportaciones no tradicionales, con repercusión en el nivel de actividad del sector industrial que ya en el primer semestre de 1980 crece muy moderadamente y principalmente el impulso de industrias para consumo interno.

Parte sin embargo de este enlentecimiento debe atribuirse a políticas proteccionistas que se están generalizando en el comercio internacional, que dificultan o aún impiden el mantenimiento o la conquista de nuevos mercados de exportación, principalmente para producciones marginales como las de nuestro país.

En la práctica, la acción del tipo de cambio ha sido mucho más dinámica que la política comercial en lo que se refiere a sus efectos sobre la protección redundante y sobre la competencia externa a la producción local.

El precio relativo de los artículos importados disminuye y se observa a partir de 1979 cifras de importaciones que no tienen parangón en la historia económica del país, aún considerando el peso de la importación de petróleo, el dinamismo en las compras externas de bienes de capital y el incremento del nivel de actividad. Sin embargo cálculos iniciales no revelan cifras de importación relevantes que pudiesen calificarse de prescindibles.

De todas formas, por el efecto combinado de un menor dinamismo en las exportaciones y un fuerte aumento de las importaciones,

el año 1979 y el primer semestre del año en curso arrojan déficits en el comercio internacional de muy alta significación, que determinarán fuertes desbalances en la cuenta corriente y nuevos aumentos del endeudamiento externo del país.

iv. Evolución y Perspectivas del Ahorro Interno y Externo y sus Factores Determinantes.

El proceso inflacionario vivido por el país en los últimos veinte años, unido a la fijación hasta junio de 1976 de topes administrativos a las tasas de interés, originó la existencia ya comentada de tasas pasivas fuertemente negativas.

La creciente comprensión por parte de los agentes económicos de la erosión que ello representaba para sus capitales, destruyendo de esa manera el velo monetario en el juego de sus decisiones, determinó una larga cadena fugas a la moneda extranjera como defensa del ahorro nacional.

Tal actitud se reflejó en las cuentas externas por las importantes partidas de errores y omisiones que caracterizan la Balanza de Pagos del país.

A partir de fines de 1974 en que se autoriza la compra y venta libre para posición propia, el ahorrista tiene posibilidad legal de proteger sus activos. A esta circunstancia se une la aparición de papeles reajustables emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay como forma de financiar el sector construcciones y posteriormente la paulatina elevación administrativa de las tasas de interés efectuada con el propósito de eliminar la represión financiera imperante en el país.

Todo este proceso lleva a una monetización de la economía, incrementándose fuertemente los activos financieros del sector privado no bancario que en términos constantes crecen a una tasa anual real acumulativa de 24.2 por ciento entre diciembre de 1974 y junio de 1980.

Cuadro 21

Principales Activos Financieros
del Sector Privado no Bancario

(millones de N\$ de 1968)

1972	109.6
1973	118.9
1974	121.0
1975	149.1
1976	213.3
1977	261.9
1978	315.2
1979	361.7
1980	398.4 (junio)

Fuente: B.C.U.

A partir de 1975-76 comienzan a tomar importante participación en el ahorro financiero los depósitos en moneda extranjera, inducidos por tasas de devaluación superiores, en esos años, a los incrementos de precios y favorecidos por coyunturas económico-políticas de países vecinos.

Esta marcada preferencia al ahorro en moneda extranjera tiene su punto de máxima hacia fines de 1977 en que la ponderación del ahorro en moneda extranjera llega a más del setenta por ciento del total de los activos financieros medidos a pesos constantes de 1968.

En los años 1978 y 1979, este tipo de ahorro mantiene la participación en pesos constantes, disminuyéndola a precios corrientes por el enlentecimiento en el proceso de ajustes cambiarios.

Es de hacer notar que en los dos últimos años y medio (diciembre 1977—junio 1980) los depósitos en moneda nacional a plazo, crecen a una tasa acumulativa de más del 150 por ciento pasando de una participación del 10 por ciento a una del 27.5 sobre el total de activos a nuevos pesos corrientes.

No es ajeno a este incremento los capitales externos que se invierten en pesos uruguayos en razón del diferencial de tasas internas y externas, redituando altas tasas en dólares, fenómeno que se analizará en el apartado correspondiente.

Este aliciente al ingreso de capitales puede analizarse comparando el ahorro bruto nacional de la serie de cuentas nacionales con los incrementos de los ahorros captados por el sistema financiero institucionalizado (principales activos financieros del sector privado no bancario), relación de la que surge que estos últimos son en prácticamente todo el período superiores al ahorro nacional.

Cuadro 22

Estructura de los Principales Activos
Financieros del Sector Privado no Bancario^{1/}

	En base a millones de N\$ de 1968 ^{2/}		En base a millones de N\$ corrientes	
	<u>en m/nal</u>	<u>en m/ext</u>	<u>en m/nal</u>	<u>en m/ext</u>
1972	75.4	24.6	73.5	26.5
1973	73.6	26.4	83.6	16.4
1974	60.9	39.1	70.0	30.0
1975	45.0	55.0	62.6	37.4
1976	38.2	61.8	54.8	45.2
1977	28.9	71.1	49.0	51.0
1978	30.1	69.9	53.4	46.6
1979	28.5	71.5	61.9	38.1
1980 junio	27.9	72.1	64.2	35.8

1/ Incluye Banco Hipotecario del Uruguay

2/ La moneda extranjera valuada al tipo de cambio financiero vendedor, promedio de 1968.

Fuente: en base a indicadores de la actividad económico-financiera del B.C.U.

Las condiciones económicas e institucionales provocan entonces o la repatriación de capitales "fugados" o su inserción al sistema financiero controlado y el ingreso de capitales de no residentes para su colocación en moneda extranjera, en forma de Bonos del Tesoro o depósitos en el sistema bancario o para su con-

versión a moneda nacional y colocación en depósitos a plazo fijo como parece ser característica importante de los dos últimos años.

Cuadro 23

Ahorro Nacional Bruto y Flujos
Financieros Institucionalizados

(en millones de N\$ corrientes)

	<u>Ahorro Nacional</u> <u>Bruto</u>	<u>Incremento en los</u> <u>Ahorros Financieros</u>
1973	330.8	299.5
1974	347.9	795.0
1975	638.0	1.131.2
1976	1.529.7	2.517.6
1977	2.173.9	3.279.6
1978	3.259.9	5.819.3
1979	5.960.5	10.210.5

Fuente: En base a información del B.C.U.

Esta situación se reflejó en la balanza de pagos en forma de ingreso de capitales no compensatorios que financiaron el desequilibrio entre ahorro e inversión.

Sobre el particular el Presidente del Banco Central en reciente conferencia^{1/}, proporciona un cuadro interrelacionando los resultados para el período 1965-1979, del ahorro e inversión del

^{1/} Revista Búsqueda, N° 94, Agosto 1980, Montevideo.

sector privado y público con los flujos de capitales autónomos netos de variaciones de reservas.

Cuadro 24

Movimientos en millones de U\$S

	<u>Sp - Ip</u>	<u>Sg - Ig</u>	<u>T - R</u>
1965-69	202	-111	-91
1970-74	13	-248	235
1975-77	-257	-233	490
1978-79	-732	183	549

siendo:

Sp y Sg los ahorros del sector privado y público respectivamente
Ip y Ig la inversión del sector privado y público
T - R el ingreso de capitales no compensatorios netos de variaciones de reservas.

Del cuadro surge que en el período 1965-69 el superávit del sector privado financia el déficit del sector público y la fuga de capitales; en el período 1970-74 el sector externo financia el desahorro público; en el período 1975-77 financia el excedente de inversión de los sectores privado y público y finalmente en los dos últimos años, el sector externo y el sector público financian el importante excedente de inversión del sector privado.

Pero si volvemos nuevamente al ahorro financiero captado por el sistema y lo comparamos con la brecha ahorro/inversión, podemos observar un fuerte surplus de aquél, lo que configuraría un exceso de ahorro externo que originó ganancias de reservas de magnitud posiblemente no deseadas.

Cuadro 25

Ahorro Nacional, Inversión Bruta y Ahorro Financiero

(en millones de N\$ corrientes)

	<u>Ahorro nacional</u>	<u>Inversión bruta interna</u>	<u>S - I</u>	<u>Ahorro financiero</u>
1973	330.8	322.2	8.6	299.5
1974	347.9	524.0	-176.1	795.0
1975	638.0	1.102.2	-464.1	1.131.2
1976	1.529.7	1.870.6	-340.9	2.517.6
1977	2.173.9	3.074.8	-900.9	3.279.6
1978	3.259.9	4.320.2	-1.060.3	5.819.3
1979	5.960.5	9.261.3	-3.330.8	10.210.5

Fuente: En base a información del B.C.U.

Por consiguiente, podría deducirse que el ritmo de devaluación persistentemente inferior en los tres últimos años al diferencial entre las tasas nominales de interés interna y externa, o la ausencia de una adecuación de la tasa de interés local al nivel internacional, unido a la existencia de mercados muy líquidos en el exterior, han estimulado corrientes de capitales al país, de una magnitud sobredimensionada a sus requerimientos.

v. Evolución y Perspectivas de la Tasa de Interés y el Volumen y Asignación de la Inversión.

1. Evolución de las tasas de interés.

En la primera parte de este trabajo se ha mencionado e intentado cuantificar el significado para el ahorrista y el toma-

dor de fondos de la existencia de topes administrativos en la fijación de las tasas de interés.

Pero no solamente es interesante detectar la transferencia de riqueza entre ahorristas y prestatarios, sino asimismo detectar el papel del intermediario y el margen entre tasas pasivas y activas.

Principalmente el margen se explica históricamente por tres factores además de la tasa de beneficio: a) los costos operativos por unidad de intermediación. Las características de nuestro sistema bancario, excesivamente disperso y con frecuentes deficiencias organizativas se traducen en general en una alta incidencia de los costos por unidad de depósito; b) El costo del encaje obligatorio. El mantenimiento de políticas restrictivas en el manejo monetario, ha descansado en buena medida en el pasado en el manejo de fuertes requerimientos de reservas obligatorias y c) finalmente, la vigencia hoy derogada, de un impuesto a la actividad bancaria, que gravaba al prestatario sobre el monto del crédito con un 6 por ciento adelantado y al banco con 2.4 por ciento, ensanchando el margen financiero bruto entre las tasas.

El Banco Central y el Ministerio de Economía enfocaron el problema desde los ángulos de sus respectivas competencias.

El primero comenzó a remunerar los encajes como forma de disminuir el costo financiero de los bancos comerciales y reducir la protección negativa con respecto a la competencia externa. Posteriormente, como se ha mencionado, se renuncia al manejo de este instrumento con finalidades de control monetario, haciéndose hincapié en las operaciones de mercado abierto como más idóneas para tal

finalidad. Finalmente, se eliminan en 1979 los requerimientos de encajes obligatorios, permitiendo que los bancos fijen libremente su encaje técnico.

Cuadro 26

Relación de Reservas de los Bancos Comerciales
Privados con respecto a los Depósitos Vista y Plazo ^{1/}

	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
Marzo	0.25	0.28	0.34	0.45	0.33	0.17
Junio	0.19	0.25	0.33	0.37	0.28	0.09
Setiembre	0.17	0.30	0.41	0.32	0.25	0.08
Diciembre	0.19	0.33	0.42	0.34	0.22	0.10

1/ Tasas observadas

Fuente: sobre base información del B.C.U.

Por su parte el Ministerio de Economía y Finanzas elimina el impuesto mencionado que constituía un factor de distorsión en el uso del crédito.

Estas dos medidas tendían por consiguiente a disminuir el spread bancario y acercar la tasa activa al nivel de la tasa de devaluación más la internacional.

Se ha mencionado también la realización por parte del Banco Central de operaciones de mercado abierto, mediante la venta de valores, generalmente por licitación, esterilizando los fondos recogidos con el fin de restringir la oferta de dinero. Este instrumento, en general, ha contribuido a aumentar o mantener altas

tasas de interés. La importancia de estas operaciones ha sido mayor que la que cabría haber esperado de su volumen cuantitativo, porque las tasas aceptadas por el Banco fueron recogidas como una señal de política oficial por el sistema bancario. En consecuencia, éste adaptó sus propias tasas sobre depósitos y préstamos a las pagadas por el Banco Central. A ello se unió la competencia con el sistema bancario en la captación de fondos, lo que originó por lo menos el mantenimiento de altos niveles en las tasas.

Estas circunstancias determinaron, frente a las alteraciones causadas en la oferta de dinero, que se restableciera el equilibrio por la balanza de pagos, revirtiendo el efecto deseado sobre la cantidad nominal de dinero. Es por tal circunstancia que también este instrumento es abandonado como regulador de oferta.

¿En qué medida siguiendo las formulaciones teóricas, las tasas de interés convergieron al nivel de las prevalecientes en los mercados internacionales de capital?

El análisis del comportamiento de las tasas activas y pasivas permite deducir que la convergencia no se ha producido en el período bajo análisis.

En el cuadro que sigue puede observarse las tasas de interés pasivas en moneda nacional para depósitos a seis meses, comparativamente con las que hubieran significado de equilibrio considerando la evolución del tipo de cambio y la tasa internacional.

Cuadro 27

	<u>Crecimiento Anualizado T. de cambio</u> ^{1/}	<u>LIBOR a 6 meses</u>	<u>Tasa de interés de equilibrio</u>	<u>Tasa interés pasiva a 6 meses</u>
1976 dic.	38.4	5 5/16	45.7	30.0
1977 marzo	36.7	5 5	44.2	34.0
junio	30.7	6 1/6	38.8	33.8
set.	14.6	7 1/8	22.8	34.1
dic.	22.6	7 1/2	21.8	51.4
1978 marzo	50.0	7 3/4	61.6	48.9
junio	38.3	9 1/8	50.9	46.4
set.	27.5	9 13/16	40.0	50.8
dic.	25.7	10 11/16	39.1	42.6
1979 marzo	21.5	10 5/8	34.4	42.6
junio	13.9	10 9/16	25.9	38.9
set.	11.3	12 7/8	25.6	41.4
dic.	14.0	14 5/8	30.7	50.6

$$\frac{1}{\left(\frac{TCF_{t+6}}{TCF_t}\right)^2} - 1$$

Fuentes: sobre información del B.C.U.

No existe correspondencia entre las tasas pasivas pagadas por el sistema bancario, la devaluación y el nivel de las tasas internacionales. Es probable que las tasas internas recojan por un lado la influencia, en su momento, de la política de merca-

de abierto como ya se ha comentado y del proceso inflacionario que, a diferencia del de correcciones cambiarias, ha sido creciente.

Es decir que si bien el menor ritmo de crecimiento del tipo de cambio impulsaría a la baja la tasa de interés, las expectativas inflacionarias ponen un piso a la baja ya que los bancos no desean que el flujo de ahorro en moneda nacional se desvíe del sistema.

Esta separación de la tasa interna de la externa hace sumamente rentable el ingreso de capitales para su colocación en forma de depósitos en moneda nacional que como hemos visto crecieron en forma muy importante durante los últimos años. El anuncio del tipo de cambio con seis meses de anticipación reduce o anula el riesgo cambiario de tales operaciones.

El rendimiento de estas operaciones puede observarse seguidamente:

cuadro 28

Rendimiento en términos de moneda extranjera, de depósitos en moneda nacional. ^{1/}

	1976 dic.	-6.1
	1977 juní	2.4
	dic.	23.5
	1978 junio	5.9
	dic.	13.4
	1979 marzo	17.4
	junio	21.9
	set.	27.0
	dic.	32.1
1/	$\frac{1 + t_n}{1 + \Delta TCF} - 1$	

No es de extrañar entonces los fuertes ingresos de capitales no compensatorios que han contribuido al equilibrio de las cuentas externas y a la ganancia de reservas.

Diferente es la situación del ahorrista doméstico, cuyos depósitos en moneda nacional fueron en general retribuidos con tasas de interés que resultaron negativas en términos reales, con fuertes oscilaciones principalmente por la variabilidad del índice inflacionario.

Cuadro 29

Tasa de Interés Pasiva en Términos Reales

	Tasa interés pasiva a 6 meses i	$f \frac{1}{1+f}$	$\frac{i - f}{1 + f}$
1976 dic.	30.0	66.6	-22.0
1977 marzo	34.0	64.9	-18.7
junio	33.8	48.5	-9.9
set.	34.1	29.2	3.8
dic.	51.4	41.0	7.4
1978 marzo	48.9	53.1	-2.9
junio	46.4	51.2	-3.2
set.	50.8	57.1	-4.0
dic.	42.6	75.5	-18.7
1979 marzo	42.6	91.4	-25.5
junio	38.9	91.1	-27.3
set.	41.4	65.7	-14.7
dic.	50.6	47.3	2.2
1980 marzo	48.8	47.9	0.1

$$\frac{1}{1+f} \left(\frac{\text{IPC}_{t+6}}{\text{IPC}_t} \right)^2 - 1$$

Fuente: sobre información del B.C.U.

Por su parte la eliminación de requisitos de encaje y fundamentalmente la eliminación del impuesto único a la actividad bancaria, han determinado una disminución en las tasas activas en moneda nacional que sobre el sistema, aunque las mismas no se han alineado, para las tasas no preferentes, con las correspondientes a moneda extranjera, descontando la devaluación esperada.

Cuadro 30

Tasas de Interés Activas No Preferenciales

	<u>Moneda Nacional</u>		<u>Moneda Extranjera</u>
	<u>Nominal</u>	<u>Real</u> ^{1/}	
1977 marzo	62.0	-1.8	12.0
junio	62.0	9.1	12.0
set.	62.0	25.4	12.0
dic.	76.6	25.2	14.3
1978 marzo	76.9	15.5	14.2
junio	72.8	14.3	14.6
set.	74.6	11.1	14.6
dic.	71.7	-2.5	14.2
1979 marzo	69.2	-11.6	15.2
junio	62.0	-15.2	15.2
set.	62.6	-1.9	15.0
dic.	68.1	14.1	16.8
1980 marzo	67.4	13.2	18.8

Fuente: Banco Central del Uruguay

^{1/} Calculada de acuerdo al procedimiento detallado en el Cuadro 29.

Puede notarse la poca flexibilidad de la tasa en moneda nacional a la cambiante situación financiera y de manejo monetario. Tampoco la tasa en moneda extranjera guarda estrecho paralelismo con las variaciones internacionales de la tasa de interés.

Las tasas preferenciales, se sitúan en el período, entre 15 a 20 puntos por debajo de la tasa normal en moneda nacional y un par de puntos por debajo en moneda extranjera. acercándose más, sin alcanzar, a la compatibilización entre ambas tasas.

Sin embargo por información no estadística se tiene conocimiento que empresas de primerísima línea y con fácil acceso propio al mercado internacional, obtienen actualmente del mercado bancario tasas en moneda nacional para sus préstamos que son muy poco superiores a las de moneda extranjera más la devaluación esperada.

En consecuencia, las diferenciales entre las tasas no preferenciales, las preferenciales y las especiales para un número muy reducido de empresas da una idea de la segmentación del mercado, tema que se analizará en el capítulo final del trabajo.

Las razones que se manejan para explicar la evolución de la tasa de interés y su apartamiento de la teoría del ajuste monetario de la balanza de pagos, en su versión del tipo de cambio pre-fijado, son de diversa índole.

En primer lugar la falta de flexibilidad de las tasas activas, puede estar influido por la práctica que siguen algunos bancos de efectuar sus cálculos de rentabilidad por valores medios y no marginales. Esta práctica determina una resistencia a la baja de las tasas activas hasta que se produzca el vencimiento de depósitos captados a tasas superiores. Aunque esta práctica no sea totalmente generalizada en el sistema bancario tiene su influencia en la evolución de las tasas.

Más de fondo es el argumento de la incomunicación de mercados. Si la oferta de fondos fuera fácilmente captable por el tomador local, las tasas de interés activas deberían bajar sustancialmente.

Una de las restricciones puede provenir del propio mercado bancario a través de las limitaciones en el uso del crédito en moneda extranjera por parte de las empresas. Este crédito considerando la devaluación y las tasas internas en moneda extranjera es sustancialmente menos oneroso al nominado en moneda nacional. Solamente las empresas con vínculos directos con el exterior o de gran poder contractual están capacitadas para negociar sus créditos con los bancos locales, mientras que el resto de las empresas medianas y pequeñas, sin un fluido contacto con los mercados externos, y sin la capacidad de negociación de las empresas líderes, están sujetas a la política bancaria. De este modo se produce una fragmentación virtual del mercado que inhibe el cumplimiento de los postulados teóricos.

2. Evolución de la inversión.

La inversión fluidamente financiada interna y externamente crece en forma significativa en el período bajo estudio, pasando su participación en el producto bruto interno a precios constantes de 12.0 a 22.2 por ciento entre 1974 y 1979 respectivamente.

El crecimiento es significativo en el campo de la construcción, impulsado por la ejecución de obras hidroeléctricas de

infraestructura, y la edificación en zonas balnearias, financiadas éstas últimas en su mayor parte por capitales externos.

También fue importante el reequipamiento y mejora tecnológica introducida en el sector industrial exportador inducida por la política de promoción promovida en el período bajo estudio de la actual política.

En el sector agropecuario se verificaron inversiones en equipamiento y praderas principalmente en el período inmediato posterior a agosto de 1978 en que se liberalizaron los precios pecuarios. Sin embargo, el ritmo de inversiones en este sector se ha enlentecido y aún reducido a partir del segundo semestre de 1979 debido a la situación de crisis del mismo.

Es significativo señalar que aún en los dos últimos años en que la política cambiaria toma un sesgo distinto, el equipamiento en maquinaria y equipos continúa siendo importante.

Cuadro 31

Inversión Bruta Interna como porcentaje del PBI

	<u>Construcción</u>	<u>Maquinaria y Equipo</u>	<u>Variación de existencias</u>	<u>Total</u>
1971	9.3	5.5	0.9	15.7
1972	9.4	3.1	1.1	13.6
1973	7.9	2.8	2.3	13.0
1974	8.2	2.7	1.1	12.0
1975	10.0	4.7	-	14.7
1976	10.8	7.5	-0.9	17.4
1977	10.9	8.2	-	19.1
1978	11.6	6.6	0.1	18.3
1979	13.0	8.6	-	22.2

Fuente: B.C.U.

En 1978 la importación de bienes de capital baja a 96 millones de dólares con relación a los 121 del año 1977. Se recupera en 1979 en que alcanza a 151:8, la cifra más alta del sexenio 1974-79. En el primer semestre de 1980 alcanza el monto de 119 millones de dólares, estimándose que será mayor que la del año anterior.

El mayor dinamismo proviene del sector público mientras que la inversión del sector privado recién en los años 1976 y 1977 se recupera de la caída experimentada durante el período 72/75, para incrementarse en 1978 y principalmente en 1979.

Cuadro 32

Formación bruta de capital fijo
(en miles de N\$ de 1961)

	<u>Sector Público</u>	<u>Sector Privado</u>	<u>Total</u>
1970	768	1.977	2.745
1971	796	2.076	2.871
1972	607	1.734	2.341
1973	462	1.555	2.017
1974	556	1.574	2.130
1975	1.108	1.874	2.982
1976	1.697	2.116	3.813
1977	2.022	2.088	4.110
1978	1.786	2.300	4.086
1979	1.890	3.362	5.252

Fuente: B.C.U.

vi. Efectos Redistributivos

La falta de información estadística, no permite medir el efecto redistributivo que han gozado las empresas con líneas abiertas al financiamiento externo directo o con capacidad de ne-

gociación en el mercado local de forma de obtener tasas de interés cercanas a las internacionales expresadas en moneda nacional o extranjera.

Si se considera que muchas empresas pagan intereses cercanos al 70 por ciento, lo que configuraría con las presentes expectativas inflacionarias, un interés anual real positivo cercano al 20 por ciento, mientras que las menos toman préstamos a niveles cercanos al 40 por ciento, y las tasas pasivas anuales para depósitos a plazo fijo se sitúan en el 50 por ciento, es innecesario destacar la traslación de ingresos que tal divergencia en la retribución del dinero genera en la economía.

Sin embargo indirectamente puede inferirse un sector que ha sido gran beneficiario del actual ordenamiento: el sector financiero.

En efecto, si se analiza la participación en el producto bruto interno del sector bancos, seguros y otros intermediarios financieros, del que los bancos representan, por la estructura de nuestro mercado, un elevado porcentaje, puede afirmarse la existencia de un fuerte incremento en su participación. En la medida que el salario real ha caído en forma continuada desde 1974, fenómeno del cual el salario bancario no ha permanecido ajeno, se concluye que ese incremento se ha originado por mejoras importantes de los beneficios empresariales.

Cuadro 33

Bancos, Seguros y otros Intermediarios Financieros como porcentaje del PBI a costo de factores a precios corrientes

1955	3.9	1973	3.9
1960	4.3	1974	2.9
1965	4.8	1975	4.5
1970	3.9	1976	4.9
1971	3.5	1977	5.2
1972	4.9	1978	5.7
		1979	5.8

Fuente: BCU

Nótese que el promedio de participación del sector en el producto en los tres últimos años, crece un 37 por ciento con relación al promedio de los siete años anteriores de la década.

Este incremento en la participación que implica un aumento importante en las ganancias del sector, por indicadores disponibles se infiere que han beneficiado directamente al sector bancario privado, el que medido por el monto del crédito otorgado al sector privado no bancario en valores constantes de 1968 ha aumentado sensiblemente su participación en los negocios totales bancarios.

Cuadro 34

Crédito al Sector Privado no Bancario del Banco República y bancos comerciales privados en valores constantes.

Tasa de participación

	<u>BROU</u>	<u>Bancos privados</u>	<u>Total</u>
1975	47.0	53.0	100.0
1976	45.2	54.8	100.0
1977	37.7	62.3	100.0
1978	34.5	65.5	100.0
1979	25.5	74.5	100.0
junio 1980	27.8	72.2	100.0

Fuente: en base a información del Banco Central. Indicadores de la actividad económico-financiera.

Si se considera que la participación de los bancos extranjeros en el total de los préstamos de la banca privada, alcanza al 55% ^{1/} a diciembre de 1978, su porcentaje en el total de los préstamos del sistema (público y privado) llega al 36%. No existen informaciones disponibles para evaluar la cuota parte de utilidades de la banca extranjera.

^{1/} Informaciones de ALALC, julio de 1979

IV. ANALISIS Y CONCLUSIONES

i. El Proceso de la llamada Apertura Financiera

Las páginas anteriores nos mostraron la evolución del procesamiento político de la apertura financiera de la economía uruguaya y los cambios en las magnitudes económico-financieras directamente relacionadas. La relevancia de la apertura financiera proviene de ser un módulo clave en la implementación del modelo de política económica vigente desde 1974. Su avance en los cambios con relación al patrón anterior ha sido más acelerado y completo que en el área real. Como consecuencia de lo anterior, las transformaciones operadas están en la base de varias interrogantes o urgencias que se plantean para la economía uruguaya en el mediano plazo.

La apertura financiera debe de entenderse más allá de su caracterización primaria de libre movimientos de activos financieros entre el país y el exterior. Los lineamientos de política económica ubican a la apertura financiera dentro de una nueva estrategia de asignación de recursos que supone un cambio en el manejo de las relaciones externas y una revitalización del libre funcionamiento de los mercados. Se fundamenta que los desequilibrios macroeconómicos del Uruguay de comienzos de la década de los 70 son el resultado del intervencionismo proteccionista que altera las relaciones de mercado y los comportamientos de los agentes privados. Se entiende que sólo el mercado es eficiente y la eficiencia se juzga a nivel mundial, por las relaciones precio/costo internacionales. Se asume una relación de complementa-

riedad entre el desarrollo financiero y el desarrollo real. Se entiende el proceso de desarrollo como de ruptura de la fragmentación de los mercados y por ende de igualización de las tasas de retorno. Aquel puede reconducirse a partir de la liberalización financiera. Esta, entendida como el abandono de la "represión financiera", posibilitaría el crecimiento del ahorro, la monetización de la economía, la superación de las limitaciones del autofinanciamiento y el crecimiento del "financiamiento externo".

La liberalización financiera doméstica y el libre funcionamiento del mercado cambiario, adjetivan la apertura financiera.

La apertura financiera supone transformaciones unilaterales internas y adecuación a las condicionantes del mercado internacional. La coyuntura nacional y la internacional alentaron y posibilitaron la apertura. Desde el exterior aparece una gran abundancia de capitales financieros -en lo que a Uruguay respecta se destaca una corriente peculiar derivada de la Argentina-, y un cambio en las formas de la inversión externa donde prima la financiera por sobre la real, canalizada a través de los bancos comerciales. En lo interno, las intervenciones sobre el mercado de cambios no habían resuelto antes de 1974, de forma estable, la brecha externa; la opción ante la crisis externa de 1974-75 no fue la recesión sino la entrada de capitales compensatorios y el aumento de oferta de exportables.

Esta coyuntura nacional precipita la necesidad de adecuación del mercado financiero y cambiario para la viabilización de

la cobertura de la brecha negativa de pagos externos.

Los cambios en lo financiero-cambiario y en las relaciones externas, acompañan ajustes en la asignación real de recursos y factores: el sistema económico todo se reajusta en una sucesión de nuevos desequilibrios conformándose un nuevo patrón de desarrollo.

En esta parte nos proponemos resumir los principales cambios operados, confrontar los resultados esperados con los realmente confirmados. Primeramente se planteará una síntesis de las etapas del sexenio 1974-79. Luego nos plantearemos más específicamente algunos aspectos de la liberalización financiera; sigue un análisis de los aspectos que hacen a la opción cambiaria y de compatibilización de los objetivos de la política económica. Finalmente se señalan las principales conclusiones y perspectivas.

ii. Síntesis de las Etapas del Proceso

Se diferenciaron en el enfoque descriptivo anterior tres etapas contínuas pero diferenciables desde distintos puntos de vista. Una forma inmediata de ensayar los cortes, lo constituye la consideración de cuáles han sido los objetivos de política manifiestos.

En los años 1974-75 el objetivo básico fue salvar el desequilibrio de las cuentas externas. Para 1976-78 se agrega el objetivo de avanzar en la monetización de la economía, superando la represión financiera. Desde el último trimestre de 1978 el objetivo prioritario pasa a ser el abatimiento del nivel de inflación a niveles compatibles con la inflación internacional.

1. Estado antecedente de la economía uruguaya.

¿Cuál es el estado de la economía uruguaya sobre el cual se procesa la apertura? Nos parece adecuado plantear una breve síntesis para poder confrontarlo al final con el nuevo estado de la economía al nivel de avance alcanzado en el primer semestre de 1980.

Entre 1968-1973 la performance de crecimiento fue inestable y con tendencia al estancamiento. La tasa de inversión también mostró tendencia al descenso. En materia de precios, luego del control de los años 1968/71 se produce una aceleración de la inflación con una media superior al 85% para 1972/73. El déficit fiscal fue permanente, con un máximo en 1971 (28.8%) y un descenso posterior alcanzando en 1973 un 8.9% por sobre los egresos totales.

El crédito al sector privado ve reducir su ritmo de crecimiento después de 1970 presentando una disminución de 7.5% en 1973 como parte de un proceso restrictivo. Los depósitos de ahorro en moneda nacional que reciben tasas negativas reales en todo el período crecen significativamente sólo en los primeros años, decreciendo ampliamente en el 72, sólo en 1969 y 1970 tienen un crecimiento real. Por su parte los pasivos monetarios en moneda extranjera decrecen en términos corrientes en casi todos los años, dada la brecha entre inflación y variación del tipo de cambio.

La balanza comercial presenta reducidos saldos favorables salvo en 1971; aparece una pérdida de reservas neta en el período y una salida de capitales registrada en errores y omisio-

nes superior a 170 millones de dólares. Como contrapartida de esto el endeudamiento externo aumenta en forma continuada, salvo en 1973; el incremento mayor se produce en el sector público no monetario. Lo sigue en importancia el sector privado no bancario con un pico en 1971 coincidente con el mayor nivel de déficit en cuenta corriente.

En cuanto al funcionamiento de los mercados se caracteriza por un elevado intervencionismo en el mercado cambiario, en el monetario (tasas reales negativas) y en el de bienes y servicios.

El sistema financiero nacional como consecuencia de los niveles de tasa de interés fijados administrativamente (y que resultan en rendimiento negativos) y de la inseguridad en el sistema de cambios, se encuentra desvinculado del mercado internacional. No aparecen incentivos a la radicación de capitales y al endeudamiento externo, dados los niveles reales de las tasas pasivas y activas en moneda nacional.

Desde el punto de vista distributivo cabe agregar un alza del salario real hasta 1971 (15%), y un descenso posterior (6%). Esta última evolución se consolidará en el período futuro.

2. Evolución del período 1974-1979

Al estado de la economía ya señalado, se agrega la suba de los precios del petróleo y el cierre de los mercados externos, acentuando el desequilibrio en el sector externo.

Entonces se plantea la aplicación del llamado modelo neo-liberal de apertura económica. El proceso de liberalización se a-

compaña paradójicamente de una intensa intervención estatal como rector de la política económica y como agente económico (en particular como inversor). El cambio, que se impulsa como de reasignación de recursos, tiene dos notas características: a) una alteración en las relaciones internas de distribución por el cambio de los precios relativos de bienes, servicios y factores, y b) una modificación en las relaciones externas del país cuantitativa y cualitativamente (el impulso tomado por el movimiento de capitales, en especial el privado, y el aumento de coeficiente de apertura de la economía).

Con estas notas que se van procesando acumulativamente a lo largo del último sexenio, se acompañan tres períodos diferenciados por los objetivos prioritarios de la política económica, la instrumentación y los resultados. En términos de modelos teóricos inspiradores, éstos se van confrontando con los resultados que se van verificando, configurando una sucesión de enfoques que predominan en una u otra etapa. La afiliación a la tesis de que el control de la oferta monetaria asegura el control de la inflación, se sucede con el reconocimiento de otra: en condiciones de economía abierta (con libre movimiento de capitales) y tipo de cambio fijo, la política monetaria es ineficiente y se plantea el rol del tipo de cambio en la regulación de las expectativas inflacionarias. En otros términos: del intento de pesar en la determinación del nivel interno de precios, se pasa a la aspiración de alcanzar los niveles de inflación internacional.

Los años 1974-1975 tienen centrado el objetivo en el equilibrio del sector externo. Se procede a la liberalización del mercado cambiario en forma progresiva, funciona un doble mercado: con el mercado con minidevaluaciones aperiódicas y el financiero con un flotamiento sucio. El mantenimiento del tipo de cambio real y aún su crecimiento, así como instrumentos adicionales fiscales y crediticios constituye una excelente promoción a las exportaciones no tradicionales. Las restricciones no arancelarias sobre las importaciones (contingentación, exigencia de financiamiento previo, autorización previa) se levantan. La política monetario-crediticia busca el control de la oferta monetaria; se elevan las tasas máximas de interés procurando el desarrollo del mercado financiero, el déficit fiscal crece a niveles del 25%. La entrada de capitales privados se ve incentivada por las nuevas condiciones cambiarias y de tasa de interés y de la coyuntura argentina en particular, más que por las modificaciones de tratamiento legal a la inversión externa.

Desde fines del 1er. trimestre de 1976 hasta el tercer trimestre de 1978 el objetivo prioritario pasa a ser la superación de la represión financiera por la liberalización de la tasa de interés y un crecimiento en el grado de monetización de la economía. Se pone fin al curso forzoso de la moneda nacional, preparando el camino para la monetización en moneda extranjera. Con la eliminación de redescuentos y la reducción del déficit fiscal se reducen las posibilidades de ampliación de la base monetaria por el crédito interno, lográndose un mayor control de los activos domésticos. Los mercados cambiarios se acercan en

sus cotizaciones. La economía continúa creciendo pero, la progresiva apertura, con un tipo de cambio fijo que lleva a la autoridad monetaria a monetizar los excesos de oferta de divisas, torna la emisión en endógena y fuera de su control. La inflación que había decrecido desde 1974 vuelve a aumentar en 1977 y se producen nuevas redefiniciones.

Desde octubre de 1978 el objetivo prioritario pasa a ser el control de la inflación por la fijación anticipada del tipo de cambio en niveles que sobrevaloran la moneda nacional. Se unifican los mercados cambiarios y se pretende actuar sobre las expectativas inflacionarias; con el tipo de cambio actuando en el arbitraje de la tasa de interés doméstica con la externa y por esta vía sobre el nivel de precios. Las finanzas públicas son superavitarias y desaparece el financiamiento preferencial al exportador. El control monetario se reduce al crédito interno, se liberan los encajes bancarios y se renuncia a las operaciones de mercado abierto. El instrumento central y único es el tipo de cambio; los precios domésticos se igualarían a los internacionales más la variación cambiaria y el país renuncia a tener una política monetaria autónoma. Adicionalmente comienza a implementarse la desgravación arancelaria progresiva y se van reduciendo o desapareciendo los tratamientos preferenciales (que en definitiva alteraban el tipo de cambio real efectivo) al exportador.

3. La performance del sexenio y las interrogantes.

La liberalización financiera y la política cambiaria posibilitaron (en las condiciones externas señaladas) la capta-

ción de un flujo importante de capitales del exterior. Por otra parte, el nivel cambiario y los incentivos adicionales permitieron un buen crecimiento de las exportaciones no tradicionales y del sector industrial. Pudo mantenerse un buen nivel de abastecimiento externo y aún acumular importantes reservas, pese al déficit comercial. El ahorro financiero y el crédito crecieron en forma permanente. El ahorro interno crece como resultado del crecimiento real y de una redistribución de ingresos importante. El exceso de inversión se financia con creces con el ahorro externo. Se constata un permanente crecimiento del PBI, una disminución de la desocupación y un gran deterioro del salario real. El presupuesto fiscal finaliza superavitario. El éxito en el control inflacionario fue relativo.

La opción cambiaria tomada, de retraso del tipo de cambio, plantea un resultado dual. Con un nivel de tasa de interés que no se arbitra con el exterior, alienta la entrada de capitales y el endeudamiento externo. Por otro lado el déficit comercial alcanza proporciones elevadas y el crecimiento industrial y de las exportaciones no tradicionales se resiente.

Entre otras se plantean las siguientes interrogantes:
¿el desarrollo financiero alcanzado dificulta o facilita el ajuste productivo que conlleva la apertura real?

¿la opción cambiaria en búsqueda de reducir la protección redundante y la inflación no llegará a comprometer el crecimiento?

La actual política cambiaria pretende ser neutral y despolitizar el manejo del tipo de cambio. La posición de reservas/emisión se presenta muy favorable. Pero, las tensiones provocadas por

las dificultades en la competencia externa (desaliento de exportaciones y aliento de importaciones) y en el crecimiento, no llevan a abrir una brecha de presiones contra el tipo de cambio único? ¿el mantenimiento de la rentabilidad deberá reforzarse por nuevas bajas del salario real?

Pasamos a analizar la problemática desde la perspectiva de la liberalización financiera y la opción cambiaria.

iii. La Liberalización Financiera

1. Introducción.

La liberalización de las actividades financieras dentro del país y con el exterior constituye uno de los módulos básicos del actual modelo neoliberal. La política puesta en ejecución tiene como fundamento la creencia en la mayor eficiencia de los mecanismos de libre mercado y la asignación de un rol relevante a lo financiero en el proceso de liberalización y de acumulación.

Además no debe de olvidarse la difícil coyuntura externa, como consecuencia de la suba del precio del petróleo y de dificultades en sus mercados de exportación, que el Uruguay hace frente a mediados de la década de los setenta. En este sentido parece, aunque ocioso, importante tener presente que ante la grave situación de pagos externos, el país tenía una doble opción: la recesión o la búsqueda de recursos externos adicionales al nivel histórico a que el país accedía. Estos podrían ser provistos del aumento de su oferta exportable, de créditos a largo plazo de agencias o de capitales atraídos por la rentabilidad que el país

podía ofrecerles. Esta captación suponía adecuar el funcionamiento del mercado local, en particular en el régimen cambiario y en los niveles de tasas de interés. La apertura financiera, la consecuente liberalización se refuerza por razones coyunturales.

La modificación de los términos del intercambio provoca un cambio radical en la estructura de precios que en las condiciones del país puede considerarse en alguna medida irreversible en el mediano plazo.^{1/}

2. Los fundamentos de la liberalización financiera.

Creemos conveniente recordar algunos elementos de la fundamentación inspiradora de la liberalización financiera.^{2/}

En un nivel más general se atribuye la performance inadecuada de la economía al intervencionismo económico estatal a través de políticas económicas represivas que no dejan margen a un funcionamiento libre e integrado de los mercados. La fragmentación de la economía sería la resultante, de la cual a su vez resulta una mala asignación de recursos, crecimiento insuficiente, distribución regresiva de ingresos, desequilibrio externo, etc.

Adicionalmente, lo financiero aparece como el punto de partida o eje de la liberalización. La fragmentación del mercado de capitales determina el mal uso de los recursos, suprime el desarrollo empresarial y condena a importantes sectores a tecno-

^{1/} Las exportaciones tradicionales (carne y lana) que en 1972/73 triplicaban y cuadruplicaban a las importaciones de petróleo, en 1979 apenas cubren el 75% de las mismas.

^{2/} Mc Kinnon, R.I. Money and Capital in Economic Development. The Brookings Institution, 1973.

logías inferiores. Una apropiada política de liberalización del mercado doméstico de capitales es la llave para la liberalización general y para el abandono de la intervención pública en el mercado de bienes. Es necesario mantener altas tasas de interés para aumentar el ahorro y trasladar la inversión a usos más rentables.

Dada la complementariedad entre el capital financiero y el real, atendiendo las limitaciones del autofinanciamiento, se requiere la expansión del stock real de moneda.

Finalmente se entiende adecuado ajustar el tipo de cambio para permitir un rápido crecimiento de las exportaciones y de las industrias con protección negativa anterior; el nivel sobrevaluado del tipo de cambio puede determinar un elevado flujo de capitales externos que magnificaría las dificultades en el ajuste de los sectores protegidos (permitiendo un elevado volumen de importaciones competitivas), al reducir a su vez el tipo de cambio de equilibrio.

En la perspectiva anterior cabe evaluar los resultados de la apertura financiera: cómo se contribuyó a la atención del déficit externo, cómo se progresó en el desarrollo financiero, en la ruptura de la fragmentación de los mercados y cómo se contribuyó a la apertura real de la economía uruguaya.

3. Los resultados.

a) Flujo de capitales externos: Veamos primeramente como resultó la atenuación y el financiamiento del déficit externo.

El financiamiento del déficit en cuenta corriente se da con distintos componentes, apreciándose un corte entre la primera

etapa y las dos restantes, en función del cambio en las condiciones para el movimiento de capitales y las necesidades de financiamiento del sector público. En 1974-1975 el balance se da por financiamiento a largo plazo en forma de Bonos del Tesoro y de reducción de activos de reserva. En 1976-79 se da una importante entrada de capitales autónomos, aumenta el endeudamiento a largo plazo del sector público no monetario; el crédito comercial del sector privado y resulta una importante ganancia de reservas.

El endeudamiento externo aumenta entre 1974-1979 en más de 700 millones de dólares, más del 50% se da en 1979 con la duplicación en un año de la deuda privada. Sin embargo los indicadores de la presión del servicio de deuda y del perfil de la misma muestran un sensible mejoramiento. Téngase presente el gran crecimiento de las exportaciones y del producto. A la relación de precios de 1973 (en 1974 se produce una caída de los términos de intercambio del orden del 50%) el país tendría una deuda del orden de los 3.600 (10^6) U\$S, siendo a precios corrientes de 1979 de 1.700 (10^6) U\$S, esto nos lleva a relativizar el crecimiento en términos reales del endeudamiento.

Por agentes, el comportamiento puede resumirse: el sector público no monetario continuó siendo un tomador importante de fondos y la autoridad monetaria reduce a la mitad el nivel de endeudamiento alcanzado en 1976 como resultado de la disponibilidad de divisas unida a la ganancia de reservas. Es en el sector privado donde puede encontrarse una estrecha relación entre el movimiento de capitales y el cambio en las condiciones del

mercado financiero local. La liberalización de la tasa de interés creó condiciones para la entrada de capitales para ser colocados en moneda nacional y para el endeudamiento con el exterior en moneda extranjera. En esto juega principalmente la falta de arbitraje entre las tasas domésticas y las externas habida cuenta del tipo de cambio y el establecimiento de un sistema de crawling peg activo que prácticamente es un seguro de cambio para el período en que se fijan las tasas.^{1/}

La apertura financiera permitió cubrir con exceso los déficits corrientes provocando un exceso de ahorro externo que aumentó las reservas monetarias. El establecimiento del libre movimiento de capitales, la eliminación del curso forzoso de la moneda nacional y los niveles resultantes de tasa de interés provocaron una monetización creciente en moneda extranjera. La ausencia del Estado en la regulación de la tasa de interés no aseguró la ruptura de la fragmentación entre el mercado doméstico y el externo. Se mantiene un elevado diferencial de interés.

b) El desarrollo financiero y el funcionamiento de los mercados. Qué ha pasado con el desarrollo financiero interno? Aparece un avance en el proceso de monetización de la economía uruguaya principalmente en moneda extranjera. En relación al PBI a costo de factores, los activos financieros en moneda na-

^{1/} La estructura del endeudamiento indica que el 60% corresponde al sector no monetario (donde prima el sector público). Dentro del sector monetario más del 70% corresponde a los bancos comerciales. Pero, cabe señalar cambios de tendencia que podrían cambiar la distribución. En el primer semestre de 1980, el crecimiento de la deuda fue en un 75% determinado por el sector monetario y en éste el 80% es de los bancos comerciales.

cional en poder del sector privado no bancario de 1974 a 1979 pasan del 27% al 32% y el total (m/n y m/e) pasa del 38% al 51%. En valores constantes éstos se triplican en el mismo período, siendo la ponderación de la moneda extranjera del 40% al inicio y de 70% al final.

El ajuste y luego la liberalización de las tasas de interés en moneda nacional posibilitaron un incremento del ahorro financiero en moneda nacional de los residentes. Las tasas pasivas fueron positivas en términos reales en escasos momentos del período 1974-1979, aunque sin mostrar los elevados guarismos negativos de épocas anteriores. Durante el período 1975-1977, cuando la variación de la tasa de cambio acompaña la diferencial de inflación, el crecimiento de la tenencia de activos en moneda extranjera progresa favorablemente. Podría pensarse en una repatriación de capitales que se colocan en Bonos del Tesoro.

Los rendimientos en moneda extranjera de los depósitos en moneda nacional, resultantes de las tasas pasivas y de la variación del tipo de cambio resultan altamente positivos para el período en que se dispone de información (ver Cuadro 28). Esto alentó los depósitos en moneda nacional de no residentes. Sin embargo cabe apreciar una inercia, el mantenimiento de depósitos en moneda extranjera -principalmente de no residentes- pese a los rendimientos mayores en moneda nacional y al anuncio anticipado del tipo de cambio. Asimismo es interesante señalar que los rendimientos en moneda extranjera no son más elevados en la plaza uruguaya que en otras externas, pese a lo cual se mantie-

ne el nivel en depósitos (otros factores que la diferencia de tasas parecen estar jugando en la determinación del comportamiento de los agentes).

Cuando el nivel de las tasas pasivas se vuelve exageradamente negativo, hay un claro pasaje de los depositantes a activos reales por razones especulativas, como sucedió en 1979. Esta persistencia de fragmentación en las tasas de retorno indica que la ausencia del Estado no es suficiente para alcanzar un funcionamiento de los mercados como lo indican los manuales y se mantienen por esta vía distorsiones en la asignación de recursos y presiones inflacionarias.

Dado el comportamiento de las tasas pasivas, tendencialmente se dieron mejores condiciones en relación al pasado para no residentes. A su vez aparecieron mejores condiciones para los no residentes que para los residentes, en depósitos en moneda nacional. En los primeros años del sexenio se dieron buenas condiciones de rentabilidad en moneda extranjera para los residentes, al final se dan excelentes rendimientos para los no residentes colocados en moneda nacional.

Lo descripto llevó al estado final de la monetización de la economía uruguaya que aparece en el Cuadro 11 del Anexo: aumenta la monetización, la moneda extranjera juega un rol preponderante y gran parte del ahorro financiero es de no residentes.

Dado el nivel de las tasas pasivas se mantiene una transferencia real del ahorro financiero de los residentes.

Respecto de las tasas activas cabe señalar que no muestran un comportamiento sistemático de variación con relación a la in-

inflación interna, ^{1/} se mantiene la segmentación del mercado expresado en el amplio margen entre las tasas preferenciales y las no preferenciales y el spread entre tasas activas no preferenciales y las pasivas permanece elevado. Se reduce el spread entre las preferenciales y las pasivas. Pese a las medidas tomadas de liberación de encajes, de eliminación del impuesto a las colocaciones, el spread medio no se reduce sistemáticamente.

El comportamiento de las tasas reales, la ausencia de reducción del costo de la transformación financiera por el sistema bancario (spread) y la ausencia de arbitraje entre las tasas domésticas y externas, mantienen una transferencia de recursos desde los tomadores de crédito a tasas no preferenciales, y los depositantes residentes hacia los depositantes no residentes y los tomadores a tasas preferenciales. Estos últimos en general coinciden con los que están en condiciones de endeudarse directamente en el exterior y serían el único segmento del mercado donde habría una situación más próxima al arbitraje y por lo tanto de indiferencia respecto a la provisión de fondos: sólo este segmento estaría integrado totalmente al mercado externo financiero.

^{1/} Considerando la información trimestral disponible (ver Cuadro 30) se alternan trimestres con costo real positivo y otros con costo real negativo.

La liberalización financiera no unifica el mercado de capitales y por lo tanto no facilitaría la ruptura de la fragmentación de los otros mercados.^{1/}

A la fragmentación interna del mercado nacional se agrega la fragmentación con el mercado exterior. La salida del "Estado distorsionador" no llevaría al óptimo del libre mercado.

Se fundamenta desde las autoridades monetarias que la falta de arbitraje puede deberse al hecho del funcionamiento de la banca nacional de forma oligopólica (no está autorizada la entrada de nuevos bancos) que mantiene sin arbitrar las tasas pasivas y alto el spread medio, asegurándose la captación de recursos en moneda nacional y un elevado nivel de ganancias. Pueden plantearse las siguientes relativizaciones:

- a- El nivel de las tasas pasivas se encuentra limitado por el nivel de inflación que continúa siendo elevado.
- b- La apertura de nuevas instituciones no aseguraría un comportamiento no oligopólico.
- c- La fragmentación del mercado está en función del poder económico de regateo y reside principalmente en la estructura del mercado tomador de recursos.

^{1/} En todo caso se suma a la segmentación existente en el mercado de bienes. En éste los agentes que toman dinero a mayores tasas, transfieren el costo adicional al consumidor. La mayor apertura real (competencia de las importaciones) pondría un freno a este proceso, siempre y cuando se dieran condiciones reales de competencia. Esto dependería de la estructura de la oferta ampliada, si continúan los mismos agentes -antes productores y ahora productores e importadores- no habría necesariamente una transferencia de los menores precios al consumidor.

- d- Esta misma estructura con agentes marginales que no acceden al crédito externo directo y que no tiene por tanto otras alternativas de financiamiento permite el funcionamiento discriminatorio de los bancos.^{1/}
- e- Mientras existan actividades u opciones que admitan altas tasas activas de interés (crédito al consumo, activos fijos como refugio de la inflación, etc.) existe otro margen para la segmentación.
- f- Para un mercado chico como el uruguayo y para una actividad que trabaja fundamentalmente con fondos ajenos, que tiene que captar, la sola competencia es incapaz de reducir la fragmentación.
- g- La existencia de otras actividades -comercio exterior- facilita el tratamiento diferencial a clientes que otorgan otra fuente de ganancias.
- h- Las prácticas bancarias apoyadas sobre tasas medias y no marginales constituyen un freno para el ajuste de las tasas a nuevas condiciones del mercado.

Si bien no puede descartarse la posibilidad de cierta incidencia en el nivel de las ganancias bancarias como resultado de una mayor competencia, el tamaño y la estructura del mercado llevan a pensar en un peso mayor para los factores enumerados.

Sin perjuicio de lo anterior cabe señalar como elementos positivos la contribución de la apertura financiera, al financia-

^{1/} La discriminación se hace en las tasas y en la moneda en que se otorga el crédito.

miento del déficit exterior, a la disponibilidad de crédito para las necesidades del crecimiento real constatado en la producción y la viabilización del proceso de apertura real (crecimiento de exportaciones y del abastecimiento de importaciones necesarias).

Cabe dejar planteado como interrogante si la nueva estructura y nivel de las tasas de interés y del flujo de capitales no sobredimensionó o distorsionó la inversión, por ejemplo: importación de tecnologías de alta intensidad de capital en relación a la dotación de recursos internos, inversión inmobiliaria suntuaria, facilitación de la compra de activos especulativos.

4. Apertura financiera y tipo de cambio.

El proceso de liberalización y apertura financiera tiene un punto de apoyo básico que es el régimen cambiario. La libertad cambiaria permitió, con las salvedades indicadas, una mayor integración al mercado financiero externo. La coyuntura externa y en particular la argentina aseguraron un elevado flujo de capitales. Sin embargo, la política cambiaria en los últimos dos años ha contribuido a crear condiciones de sobreabundancia de capitales que tienen consecuencias sobre otras áreas de la economía: presiones inflacionarias, dificultades en el ajuste de las producciones protegidas, reducción del nivel de equilibrio del tipo de cambio.

Las variaciones de la base monetaria en los últimos años se explican principalmente por el componente externo. La brecha ahorro-inversión es cubierta en exceso por el ahorro externo, generándose un excedente por sobre las necesidades del déficit en

cuenta corriente, que se monetiza por parte de la autoridad monetaria.

Por un lado el déficit en cuenta corriente se explica, en el enfoque monetario de balance de pagos, por un exceso de oferta de moneda extranjera o por la voluntad del resto del mundo de seguir financiando al país más allá de su nivel de ingreso. El problema es estrictamente monetario.

Por otra parte la opción de enlentecer la variación del tipo de cambio, en relación a la diferencial de precios, como forma de fijar expectativas de la inflación futura (que sería la del mercado internacional) y unida a la falta de arbitraje sigue manteniendo condiciones para el endeudamiento. Adicionalmente, el tipo de cambio fijado desalienta la exportación y acelera la entrada de bienes competitivos con la industria nacional, dificultando su ajuste a las condiciones de reducción de la protección.

Desde el punto de vista comercial debe señalarse como aparentemente más grave el enlentecimiento de la corriente exportadora no tradicional que el crecimiento de las importaciones (a estar a las cifras del primer semestre de 1980). Sin embargo, además de complicar el procesamiento de la apertura real, el flujo de capitales de corto plazo (depósitos de no residentes) necesitaría del mantenimiento de la diferencial de interés elevada y dado su presente origen (Argentina) se hace muy vulnerable a cambios en las políticas de terceros países.

Corresponde ubicar entonces la problemática del tipo de cambio en función de la compatibilización de distintos objetivos de la política económica.

iv. La Opción Cambiaria y la Compatibilización del Equilibrio Externo, el Crecimiento y la Inflación

1. Los fundamentos de la aproximación monetarista.

A diferencia de épocas anteriores, la política económica se reclama seguidora de una orientación definida que inspira toda su instrumentación: el llamado enfoque monetarista global. Su planteo para el área monetario-cambiaria-crediticia se supone a su vez adecuado para el proceso de ajuste de la actividad productiva que se pretende imponer en el Uruguay.

Las principales ideas son que: el fenómeno macroeconómico puede ser mejor analizado en términos de relaciones entre oferta y demanda de moneda y no puede considerarse la existencia de economías separadas a nivel mundial, sino de una única integrada economía. Como proposiciones en una economía abierta y tipo de cambio fijo se destacan:

- a- La variación del tipo de cambio no altera sistemáticamente la relación entre precios domésticos y externos, y sólo tendrá un efecto transitorio en el balance de pagos.
- b- La política monetaria es ineficiente; cualquier alteración en el crédito interno se compensa con una alteración en el componente externo de la base monetaria y por lo tanto no se precisa tener como meta el equilibrio del balance de pagos que se

confía al automatismo del ajuste vía los saldos monetarios. Todo esto supone la neutralidad monetaria, la ausencia de ilusión monetaria y la ley de un solo precio (perfecto arbitraje en un mundo integrado).^{1/}

En este contexto la finalidad del proceso de política económica es integrar al país a la economía mundial y tomar como patrón de eficiencia del país la relación precio/costo a nivel internacional. El abandono de toda intervención estatal permitiría este ajuste.

A partir de estas consideraciones, la política económica ha tomado la opción de tipo de cambio fijo, se plantea la eliminación de la protección redundante a través de la baja de la protección nominal y del atraso de la variación del tipo de cambio en relación a la diferencial de inflación. Esto implica a su vez como objetivo antiinflacionario, la opción por el nivel de inflación internacional. La opción cambiaria implica definiciones sobre la política monetario-crediticia: se trata que los aumentos de la demanda monetaria se atiendan sólo por el dinero creado como contrapartida de las variaciones de activos externos de la autoridad monetaria. El superávit fiscal permitió esta alternativa.

Se excluyó la opción de tipo de cambio variable o flotante en razón de: tamaño de la plaza financiera uruguaya, peligro de revaluación y por lo tanto de competitividad para las exportaciones, incertidumbre asociada a la flotación, etc.

^{1/} Whitman, Marina V.N. Global monetarism and the Monetary Approach to the balance of payments. B.P.E.A., 3: 1975

En la hipótesis de perfecto arbitraje de precios, las condiciones de producción, de eficiencia, de economías externas y de protección en el resto del mundo no aseguran el arbitraje de costos. En todo caso los cambios estructurales supondrían un período de reajuste. Por las políticas proteccionistas o sus economías externas en comercio exterior, los precios del mercado internacional no reflejan los costos reales de producción y la competencia se produciría en condiciones difíciles para el país. Aún para las producciones más competitivas en el país (la agropecuaria) los precios externos (subsidiados) podrían no ser compensatorios de los costos nacionales. En todo caso podría llegarse a que el único factor cuyo precio sufriría un reajuste sería el trabajo, que aparecería como el bien no transable por excelencia y se agravarían las condiciones distributivas aún más. En síntesis, el arbitraje de precios no asegura el arbitraje de costos (que responden a otras condiciones técnico-económicas o políticas) y menos del salario: tal parece ser la tendencia que se viene configurando.

Además, el proceso hacia un tipo de cambio único plantea otra interrogante ligada al hecho de que las condiciones de competencia externa son disímiles y persisten disparidades de productividad muy grandes entre los sectores productivos del país. Si se insiste en eliminar toda otra forma de promoción, que en definitiva alteraba el tipo de cambio efectivo, el tipo de cambio a que se llegue no aseguraría niveles de rentabilidad adecuadas a todos los sectores. Esto cobra especial relevancia cuando el sector que tradicionalmente transfirió excedentes (el

pecuario) no sería competitivo, tal como lo manifiestan las actuales condiciones de comercialización, con el tipo de cambio actual.

Con este contexto veamos suscintamente como se dio el proceso y a qué situación arribamos.

2. El Proceso del Ajuste Cambiario

El libre funcionamiento cambiario se instaure progresivamente a partir de setiembre de 1974. Durante 1975 y 1976 se acompaña la diferencial de precios domésticos-externos. El nivel del tipo de cambio se adecua a los objetivos en materia comercial. Las exportaciones no tradicionales afirman su crecimiento: en términos reales duplican en 1977 el volumen a 1973, y constituyen el factor de arrastre del crecimiento habida cuenta de la buena respuesta de la industria manufacturera.

En 1977 se reduce el ritmo de devaluación junto con un rebrote de la inflación. A medida que se avanza en el cambio de la política cambiario-monetaria y crediticia, también se avanza en la reducción del tratamiento preferencial a las exportaciones por otra vía que la cambiaria (reducción de reintegros, de financiamiento preferencial, etc.). Cuando se toma la opción cambiaria de octubre de 1978, inspirada en el enfoque monetarista global, el programa arancelario no ha avanzado suficientemente y se mantiene aún la protección redundante. Sin embargo aquel pierde progresivamente relevancia con la sobrevaloración de la moneda nacional y el aumento relativo de todos los precios internos en términos de dólares (aún de los salarios).

Cuáles son las nuevas condiciones a que llega la economía uruguaya desde 1978 como resultado del distinto ritmo de la apertura financiera y la real, de los nuevos niveles de precios relativos y del funcionamiento de los mercados?

Se enlentece el crecimiento de las exportaciones en volumen. Aumenta el crecimiento de las importaciones, el déficit en cuenta corriente, el endeudamiento comercial y el ingreso de capitales de no residentes. La capacidad de competencia se reduce: la paridad real se diferencia en un 40% en el primer trimestre del 80 (datos B.C.U.). Esta caída del tipo de cambio real unida a los niveles de tasas de interés dan un incentivo al endeudamiento financiero y comercial sin comprometer por el momento el equilibrio de pagos externos. Sin embargo el desequilibrio comercial alcanza niveles significativos: en 1979 equivale al 50% de las exportaciones y en 1980 superará el 70% de las mismas. Si bien el equilibrio externo no está comprometido, en cambio cabe preguntarse cuánto se compromete el nivel de actividad y de empleo con la actual situación y en definitiva qué reajuste se ha producido en el nivel de eficiencia de la economía -de los sectores productivos- como resultado de todo el proceso.

El proceso de reasignación de recursos supuestamente se debía proceder a través del libre funcionamiento de los mercados para lograr una mayor eficiencia medida por los patrones precio/costo internacionales. Sin embargo desde el inicio la apertura fue condicionada por la política del Estado en el cambio de los precios relativos, creando niveles de rentabilidad muy favorables para el sector exportador. Si éste hoy no es competitivo es por-

que el tipo de cambio real está bajo su nivel de equilibrio o porque no avanzó en una mayor eficiencia vis-a-vis del mercado externo? El descenso del tipo de cambio real es un hecho innegable y el sector privado (aún en 1979) realizó un buen esfuerzo en el aumento de su tasa de inversión (la inversión en maquinaria y equipos pasa del 2,7% del PBI en 1974 a 8,6% en 1979). Parecería que la reducción del apoyo al sector exportador ha sido prematura y que las diseconomías externas de la industria uruguaya se tornan críticas en las condiciones actuales de competencia internacional (recesión y proteccionismo mediante). Aún en los sectores primarios de supuestas ventajas comparativas, la actual relación cambiaria dificulta la realización de la producción.

La opción cambiaria facilita la apertura financiera, como se vio, para un sector del mercado, agrava la fragmentación, sin comprobarse aún el arbitraje de precios, e interesa y compromete el ritmo de crecimiento.

Cuando la política pretende volverse más neutral (nunca lo fue en el período) para hacer su objetivo la lucha antiinflacionaria podría comprometerse el crecimiento. En 1980 se constata un enlentecimiento del ritmo de la producción industrial y de las exportaciones no tradicionales.

Importa destacar que para un producto no tradicional -el arroz- que fue competitivo sin reintegros en el último sexenio, acaba de aprobarse un reintegro justificado en la elevación del costo de la energía y en el peso de las cargas fiscales (impuesto a los combustibles y impuesto al valor agregado no trasladable aún en el caso de la producción primaria). ¿Esto constituye una

mera excepción o muestra que la actual tasa cambiaria es inadecuada para las exportaciones? Otro tanto parecería próximo a ocurrir con la pesca.

En cuanto al desnivel comercial cabe hacer algunas puntualizaciones. Más allá de reconocer que el país seguirá importando mientras disponga de crédito externo y que aparentemente el boom de importaciones de 1979 no se repetirá en términos reales en 1980, parece necesario fijar la atención sobre dos puntos: la pérdida de competitividad del sector exportador y la creciente dependencia de flujos externos de corto plazo que exigirían una alta diferencial y serían vulnerables a cambios en la coyuntura de la Argentina. Esto último ya fue comentado. Pero el primer punto releva la pregunta de si es posible ser competitivo sin un tipo real estable. En relación a esto cabe recordar que la buena performance exportadora correspondió con una paridad real relativamente estable y con una baja de salarios reales. De continuar así, la salida sería revertir la actual tendencia de salarios reales estables, para atender por la vía de un menor salario real la rentabilidad del sector exportador?^{1/}

La libertad cambiaria y la actual opción de tipo de cambio pueden conducir a un enlentecimiento del crecimiento o una redistribución más regresiva. Más allá de que financieramente pueda seguirse cubriendo la brecha externa, cabría preguntarse cómo incidirían en las expectativas de precios de los agentes el

^{1/} El aumento del salario real se obtendría por la apertura real con la competencia de las importaciones que se ampliarían y deprimirían el precio de los bienes competitivos nacionales.

actual desequilibrio comercial y si la apertura financiera no terminará comprometiendo el ajuste productivo. Las imperfecciones de los mercados y los distintos niveles de productividad definirán los cambios a hacer a la actual situación de producción y distribución.

v. Conclusiones

1. Los avances en la resolución de los desequilibrios anteriores.

En la década de los 60 todos los análisis de la economía uruguaya concordaban en términos generales en la necesidad de proceder a una apertura externa mayor, de superar las distorsiones del proteccionismo y las limitaciones del mercado interno. Las discrepancias surgían en términos de la forma de instrumentar la política y de asignar los costos distributivos de la misma.

El último sexenio tuvo una política definida y se dieron las condiciones internas de poder para su instrumentación. El reajuste interno de la sociedad uruguaya suponía un grado de coerción que el esquema político viabilizó. El país creció en forma que cabe adjetivar de excepcional -a estar por la performance anterior-, aumentó la ocupación, pero en forma paralela se agravaron los problemas distributivos. No cabe plantear una falsa oposición, sino preguntarse si los cambios operados en la estructura de poder, como fruto del crecimiento, permitirán en el mediano plazo alcanzar avances distributivos. Estas consideraciones escapan a lo específico de la apertura financiera y sería oportuno plan-

tearlas en el contexto de los modelos de crecimiento y desarrollo. Sin embargo presentaremos brevemente las grandes coordenadas de la transformación para luego referirnos a los resultados que se asocian más directamente a la apertura financiera.

Los puntos más destacados de los logros son: el crecimiento del PBI, del sector industrial y de las exportaciones no tradicionales, de la inversión y de la ocupación. En esto han contribuido en forma positiva la disponibilidad de financiamiento y el nivel del tipo de cambio real. El equilibrio externo fue cubierto y se aumentó el nivel de reservas; como contrapartida aparece un gran endeudamiento externo.

En cuanto al ahorro financiero interno, el ajuste de las tasas pasivas aparece como un elemento igualmente positivo. En el manejo de la política de corto plazo se prosperó sustancialmente en el control del crédito interno y del presupuesto fiscal. Lo anterior supuso un gran esfuerzo de redistribución funcional de ingresos en detrimento del salario.

Quedan pendientes los problemas no resueltos, en curso de ajuste, y nuevos desequilibrios que plantean condicionantes sobre la continuidad del proceso: la inflación, el reajuste de la estructura productiva y el trade-off entre inflación-crecimiento; equilibrio comercial y de balance de pagos.

2. La nueva problemática y las perspectivas.

La nueva problemática surge de los cambios operados en los parámetros económicos internos y externos que definen la economía uruguaya. La implantación de la apertura financiera fue an-

ticipada a la real y su ritmo de reforma más acelerado. Este retardo del ajuste real coincide a su vez con los mayores inercias que aparecen para la transformación del aparato productivo, en especial en un mercado reducido y que conoció altos niveles de protección. Quedó anteriormente planteado el condicionamiento de esta transformación por el incremento de los flujos de capital externo y el nivel del tipo de cambio.

El país no presenta presiones en su sector externo: el nivel de reservas es abundante y el crédito al país en el exterior bien calificado. Desagregando el tema aparecen algunos elementos más significativos. El déficit comercial aumenta en términos absolutos y en relación a las exportaciones. El costo de la importación de petróleo continuará creciendo sin alternativas en el mediano plazo, presionando permanentemente el desnivel comercial. El tipo de cambio real en descenso constituye una reducción de la capacidad de competencia de las exportaciones importante. La necesidad de mantener un elevado nivel de exportaciones se enfrenta con la opción cambiaria puesta al servicio de la reducción de la protección redundante. Sería más eficiente proceder por el lado de la política comercial abatiendo la protección nominal que afectaría las importaciones directamente y no desalentaría las exportaciones.

Se asume que el elevado nivel de reservas aseguraría el automatismo del ajuste, pero no puede pensarse en el mantenimiento del desequilibrio financiado por capitales externos en el largo plazo, máxime cuando compromete el nivel de exportaciones y el reajuste de la producción protegida.

El crecimiento de las importaciones presenta ciertas inflexibilidades en abastecimientos básicos. Pero además no debe asociársele solamente a la disponibilidad de fondos externos sino también a cambios en los patrones de consumo como resultado de las modificaciones operadas en la distribución (suntuarios, automóviles, etc.).

El flujo de capitales privados no incluye (salvo la inversión inmobiliaria) capitales de riesgo importantes, priman capitales de corto plazo de alta volatilidad en potencia.

El crecimiento -con el estancamiento pecuario, el tradicional carácter cíclico de la construcción- se verá comprometido con el enlentecimiento de la producción industrial asociado a las exportaciones no tradicionales. Una gran parte del comercio de exportación se asocia a convenios y acuerdos comerciales y el gran boom correspondió con una rentabilidad protegida. Parece difícil la competitividad libre externa en las condiciones de protección internacional existentes.

La renuncia a los instrumentos de política económica en general, reservándose el tipo de cambio, quita al país capacidad de adecuación a los cambios internacionales y a los diferentes niveles de eficiencia interna existentes. Esto no implica una opción por los elevados e indiscriminados niveles de promoción otorgados a la industria exportadora, sino una opción selectiva y programada.

La segmentación de los mercados y la existencia de bienes y activos no transables, plantea una sustituibilidad menos

que perfecta entre el exterior y el país y por lo tanto margen para un cierto grado de independencia de los precios y los niveles de interés domésticos. Las dificultades de la correspondencia y su relativización en términos de niveles de costos fue puntualizada en la parte IV.

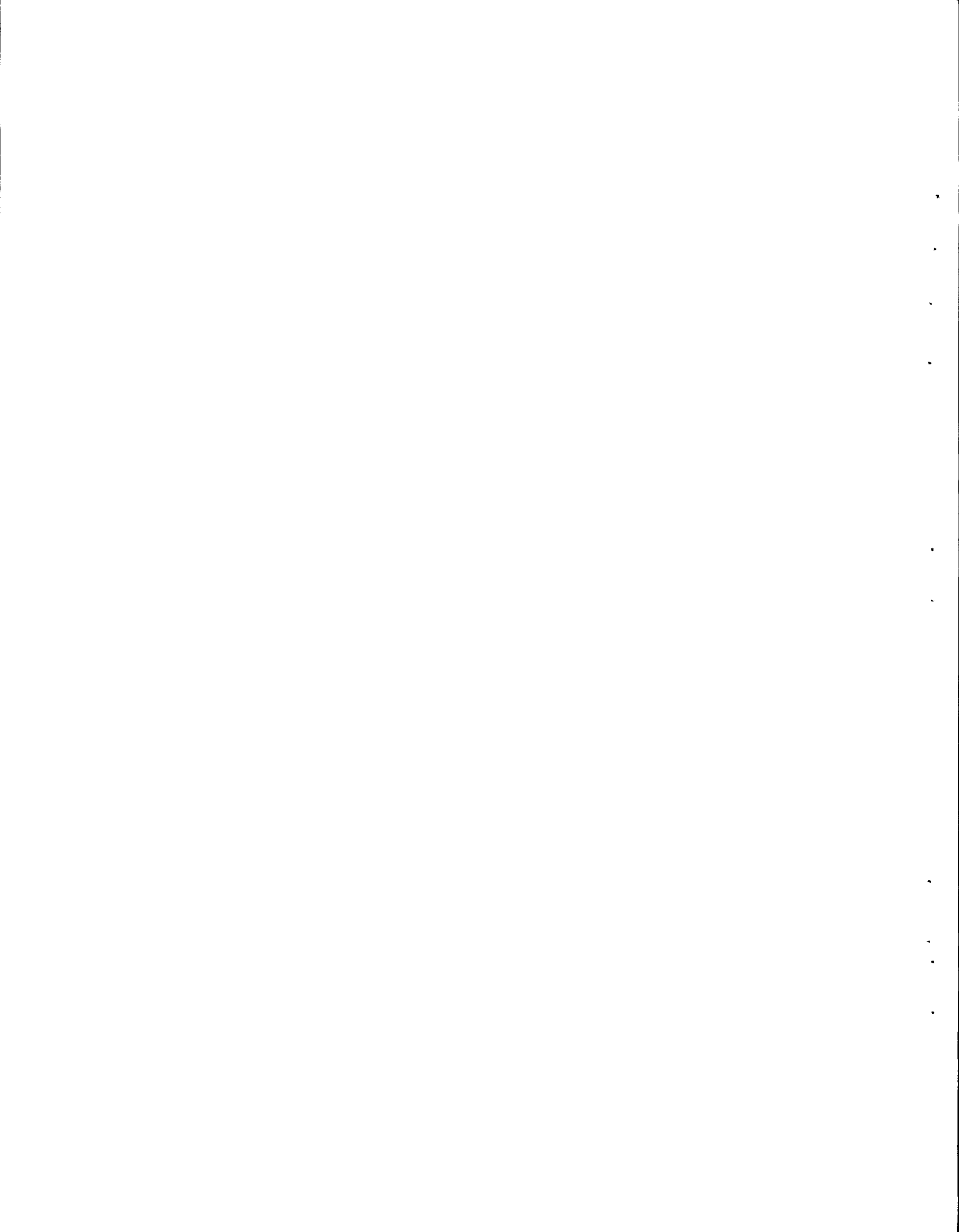
La segmentación igualmente no asegura la rentabilidad de la política monetaria y fiscal, consolidándose diferencias de oportunidades con la reestructuración del poder económico y el abandono al poder regulador del Estado.

La preferencia por el control de la inflación, con el instrumento cambiario, se enfrenta al proceso de transformación real, de consolidación de mayor eficiencia productiva, de crecimiento y del empleo.

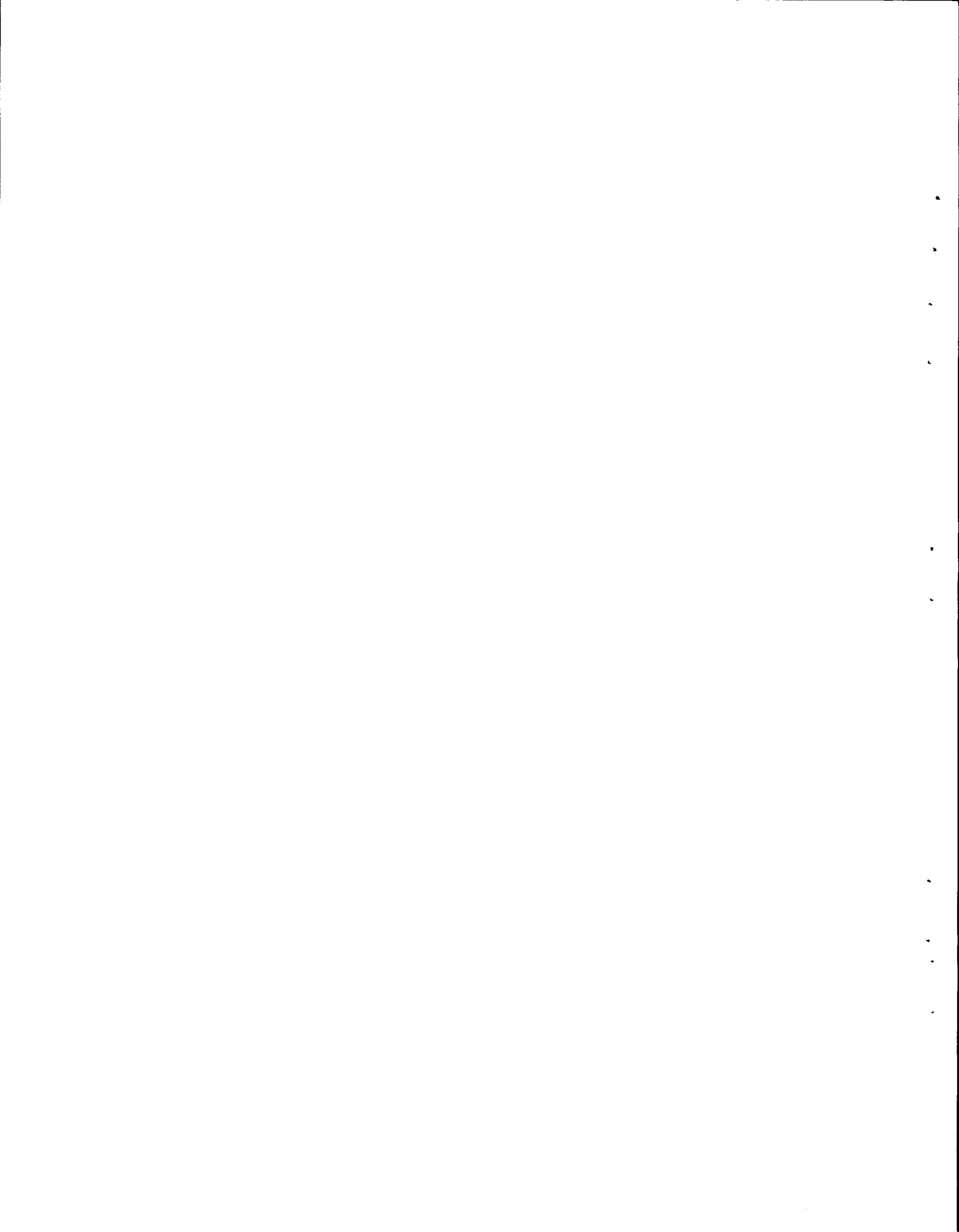
No se trata de salir de la apertura sino de reconducirla para hacerla compatible con el crecimiento y el empleo. Reducir el problema a una posición inexpugnable de la autoridad monetaria y al automatismo del libre mercado parece demasiado simplista.

Como problemas síntesis parece adecuado destacar en la coyuntura actual; la consolidación de sectores productivos competitivos y la satisfacción de las expectativas distributivas. Ambos se relacionan con el ejercicio de una concertación de poder a nivel nacional, lo cual tiene en la base la capacidad económica de la comunidad. Esto se viabiliza a través de transformaciones socio-políticas que adecuadas al país, permitan consolidar un modelo más estable, sin la necesidad de la coerción.

ANEXO ESTADISTICO

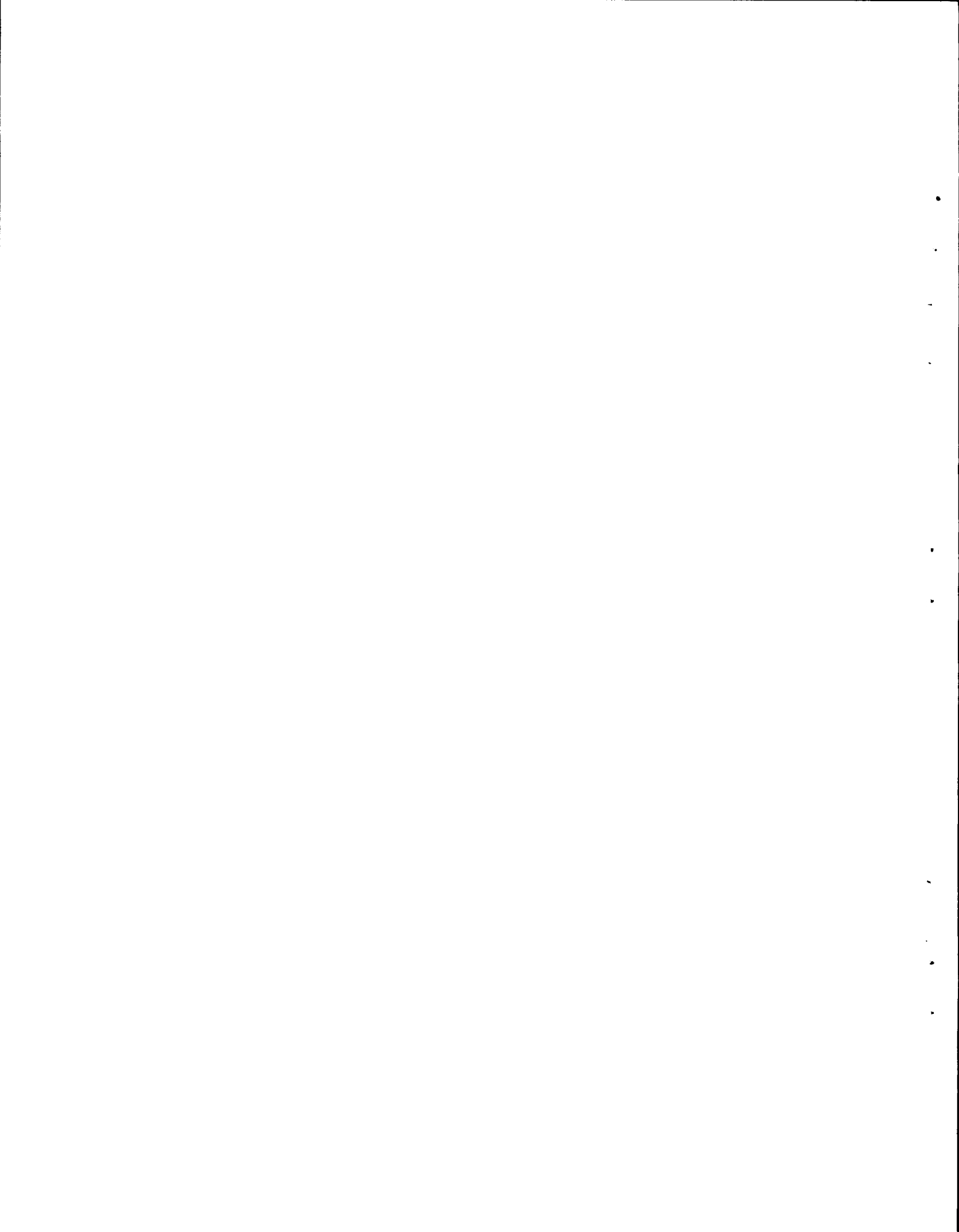


Se incluyen a continuación algunos cuadros estadísticos considerados relevantes para el desarrollo de los dos capítulos del trabajo. Constituyen una ampliación y complemento de las informaciones cuantitativas incluidas en el texto.



INDICE DE CUADROS

	<u>CUADRO N^o</u>
Oferta y Demanda Globales	1
Oferta y Demanda Globales	2
Origen por Sector de Actividad, del Producto Bruto Interno al Costo de Factores	3
Balance de Pagos	4
Balanza Comercial del Uruguay	5
Endeudamiento Externo del Uruguay	6
Relación del Servicio de Deuda Externa y Exportaciones	7
Perfil de Deuda Externa del Uruguay	8
Relación del Servicio de Deuda Externa y Endeudamiento Externo	9
Paridad Real	10
Principales Activos Financieros del Sector Privado No Bancario	11
Principales Activos Financieros del Sector Privado No Bancario en Valores Constantes	12
Crédito al Sector Privado No Bancario del B.R.O.U. y Bancos Comerciales Privados en Valores Constantes	13
Tasas de Interés	14
Ingresos y Egresos del Gobierno Central	15
Financiamiento del Déficit del Gobierno Central	16
Ingresos del Gobierno Central por Tipo de Impuesto	17



Cuadro 1

O F E R T A Y D E M A N D A G L O B A L E S

(En miles de N\$ corrientes)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979*
I. OFERTA GLOBAL	841.873	1.141.888	2.028.092	5.387.662	3.002.222	15.418.515	24.277.695	35.423.238	65.086.241
1. Recursos Brutos	725.744	1.027.777	2.076.104	4.694.427	3.268.793	13.003.048	19.922.000	30.314.497	55.044.908
2. Importaciones	80.135	174.109	322.878	763.235	1.613.230	2.445.467	4.355.695	6.108.731	12.043.433
III. DEMANDA GLOBAL	815.872	1.141.202	2.028.092	5.387.662	3.002.023	15.418.515	24.277.695	35.423.228	67.088.341
1. Demanda interna	745.294	1.033.013	2.044.007	4.726.850	3.064.266	13.098.173	20.503.915	30.893.379	57.801.822
a) Inversión bruta interna.	31.190	346.982	322.242	524.035	1.102.237	1.870.596	3.074.838	4.320.226	9.261.344
i. Inversión bruta fija	82.785	121.258	229.343	464.607	1.089.749	1.951.749	3.076.976	4.312.039	8.004.895
- Construcción ^{1/}	(57.159)	(94.521)	(185.413)	(377.379)	(769.645)	(1.182.220)	(1.791.250)	(2.782.260)	(5.678.498)
- Maquinaria y equipo	(25.627)	(26.337)	(43.930)	(87.228)	(320.104)	(769.529)	(1.285.726)	(1.529.759)	(3.126.397)
ii. Variación de existencias	9.395	25.730	92.899	60.028	12.488	- 81.153	- 2.138	8.187	456.449
b) Consumo total	653.924	1.086.025	2.222.665	4.203.324	7.562.049	11.227.577	17.429.077	26.573.153	43.540.478
- Consumo público	118.595	157.982	364.252	680.393	1.115.625	1.755.150	2.451.006	3.821.146	...
- Consumo privado	535.329	933.043	1.858.413	3.521.931	6.446.424	9.472.427	14.978.071	22.752.007	...
2. Exportaciones	70.775	178.872	354.075	640.703	1.317.737	2.350.342	3.773.780	5.529.849	9.286.519

^{1/} Incluye Inversión en Plantaciones y Cultivos permanentes.

* Cifras preliminares.

Cuadro 2

O F E R T A Y D E M A N D A G L O B A L E S

(En miles de \$ a precios de 1961)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979*
I. OFERTA GLOBAL	22.971	21.684	22.317	22.688	23.812	24.464	25.573	26.610	29.514
1. Producto bruto interno	19.404	18.713	18.869	19.456	20.320	20.849	21.557	22.398	24.279
2. Importaciones	3.567	3.171	3.448	3.232	3.492	3.616	4.016	4.212	5.235
II. DEMANDA GLOBAL	22.971	21.684	22.317	22.688	23.812	24.464	25.573	26.610	29.614
1. Demanda interna	20.253	19.338	19.793	19.565	19.970	19.576	20.425	21.226	24.277
a) Inversión bruta interna	3.047	2.550	2.453	2.336	2.995	3.618	4.106	4.099	5.393
i. Inversión bruta fija	2.671	2.341	2.017	2.130	2.982	3.813	4.110	4.086	5.252
- Construcción 1/	(1.805)	(1.760)	(1.489)	(1.602)	(2.025)	(2.251)	(2.353)	(2.604)	(3.149)
- Maquinaria y equipo	(1.066)	(581)	(528)	(528)	(957)	(1.562)	(1.757)	(1.492)	(2.103)
ii. Variación de existencias	176	209	441	206	13	195	4	13	141
b) Consumo total	17.206	16.808	17.305	17.229	16.975	15.958	16.319	17.127	18.884
Consumo público	2.595	2.249	2.711	2.892	2.749	2.932	2.855	3.172	...
Consumo privado	14.611	14.559	14.594	14.337	14.226	13.026	13.464	13.955	...
2. Exportaciones	2.718	2.546	2.554	3.123	3.842	4.888	5.148	5.384	5.337

1/ Incluye inversión en plantaciones y cultivos perennantes.
 * Cifras preliminares.

Cuadro 3

ORIGEN POR SECTOR DE ACTIVIDAD, DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO AL COSTO DE FACTORES
(Índice de volumen físico 1961=100)

Concepto	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978*	1979*
Agricultivo	115.4	103.7	107.9	108.4	111.5	115.1	112.9	108.1	111.0
Pesca y caza silvestre	154.5	227.	190.3	172.7	290.9	397.7	536.4	772.7	1,072.7
Industria manufacturera ^{1/}	117.1	116.7	116.4	120.7	128.8	133.9	142.4	150.9	166.2
Construcciones	95.4	96.7	78.2	86.5	113.9	106.4	121.9	135.0	161.9
Comercio	97.7	92.3	92.3	97.1	100.8	106.0	110.1	113.6	129.4
Transporte y almacenaje	105.7	100.1	102.8	109.4	113.5	117.7	122.5	128.0	138.0
Comunicaciones	146.9	147.1	152.3	160.0	170.0	175.9	183.8	186.9	192.3
Electricidad, gas, agua y servicios sanitarios	152.0	149.1	150.9	145.1	161.5	170.1	179.5	191.2	192.3
Propiedad de vivienda	118.5	116.8	116.6	115.6	115.3	115.3	115.3	127.1	133.7
Otros servicios ^{2/}	115.8	113.2	117.3	120.5	120.1	121.5	122.9		
Producto bruto interno al costo cons- tante de factores	112.3	109.3	109.2	112.6	117.6	120.7	124.8	129.7	140.6

^{1/} Incluye castaños y maderas.

^{2/} Incluye seguros, seguros y otros subsectores. Servicios del Gobierno General y Otros Servicios.

* Cifras preliminares.

Cuadro 5

BALANZA COMERCIAL DEL URUGUAY

(En miles de dólares)

Años	Exportaciones	Importaciones	Saldo
1950	254.281	212.149	+ 42.132
1951	236.330	373.745	- 137.415
1952	208.890	261.273	- 52.383
1953	269.816	207.233	+ 62.583
1954	248.960	273.014	- 24.954
1955	183.678	237.571	- 53.893
1956	216.018	209.118	+ 6.900
1957	136.189	252.859	- 116.670
1958	155.372	143.142	+ 12.230
1959	108.286	173.164	- 64.878
1960	129.400	217.535	- 88.135
1961	174.716	210.926	- 36.210
1962	153.431	230.484	- 77.053
1963	165.206	176.899	- 11.693
1964	178.940	198.368	- 19.428
1965	191.165	150.749	+ 40.416
1966	185.835	164.242	+ 21.593
1967	158.673	171.410	- 12.737
1968	172.152	157.283	+ 21.775
1969	200.326	197.325	+ 3.011
1970	232.709	230.918	+ 1.791
1971	205.693	228.886	- 23.193
1972	214.077	211.588	+ 2.489
1973	221.510	204.817	+ 36.693
1974	382.182	496.680	- 104.498
1975	271.847	556.474	- 284.627
1976	546.476	587.177	- 40.701
1977	697.523	729.941	- 32.418
1978	660.952	774.322	- 113.370
1979	788.134	1.240.821	- 452.687
Ene. - Jun. 1980	424.791	782.215 ^{1/}	- 357.425

^{1/} Cifra sujeta a ajuste.

Cuadro 6

ENDERAMAMIENTO EXTERNO DEL URUGUAY

(En millones de dólares)

	31.12.72	31.12.73	31.12.74	31.12.75	31.12.77	31.12.78	31.3.79	30.6.79	30.9.79	31.12.79	31.3.80	30.6.80
I. SECTOR GOBIERNO	462.2	477.5	647.0	620.5	733.6	850.8	905.1	948.4	1.016.6	1.065.8	1.084.7	1.110.5
a. Sector Público	300.2	344.6	448.4	526.2	631.1	745.5	770.2	783.1	817.7	835.4	872.7	951.8
1. Debito Largo Plazo 1/	(150.0)	(164.9)	(183.0)	(180.3)	(237.6)	(255.6)	(272.5)	(267.3)	(270.1)	(267.5)	(287.9)	(336.5)
2. Debito corto plazo	(-)	(-)	(50.0)	(21.8)	(21.7)	(9.8)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
3. Recursos de deuda externa	(-)	(-)	(6.0)	(4.7)	(4.1)	(4.4)	(3.4)	(3.6)	(3.3)	(3.8)	(2.8)	(3.0)
4. Deuda con Uruguay 2/	(68.0)	(85.1)	(83.2)	(53.0)	(83.2)	(121.5)	(128.4)	(127.2)	(138.2)	(144.3)	(142.7)	(159.0)
5. Deuda con el Tesoro 3/	(20.1)	(18.6)	(155.2)	(255.5)	(287.6)	(244.7)	(243.6)	(238.6)	(220.1)	(210.9)	(225.3)	(218.2)
6. Demasiado	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(99.2)	(131.3)	(146.4)	(186.0)	(189.9)	(216.1)	(235.1)
b. Sector Privado	162.0	112.9	198.6	94.3	99.5	114.3	115.9	165.3	199.1	230.4	182.0	159.7
7. Deudas con empresas	(147.8)	(113.3)	(148.6)	(69.0)	(76.0)	(110.8)	(115.9)	(165.3)	(190.1)	(230.4)	(182.0)	(158.7)
8. Deudas con particulares 5/	(21.2)	(19.0)	(23.0)	(25.3)	(22.7)	(3.5)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
II. SECTOR FINANCIERO	209.0	240.1	237.2	410.7	401.5	339.7	427.2	466.0	488.0	616.6	633.6	749.2
a. Autoridad Monetaria 6/	207.0	169.5	260.3	318.9	313.6	345.4	345.7	341.0	347.0	359.2	356.3	370.1
1. Pasivos de Reserva	(276.5)	(170.5)	(257.7)	(371.0)	(200.2)	(132.5)	(137.8)	(133.8)	(140.7)	(152.2)	(148.1)	(162.5)
2. Otros pasivos	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
b. Banco de la República	42.0	70.6	76.9	91.8	87.9	94.3	81.5	125.0	141.0	157.4	177.3	219.1
1. Pasivos de Reserva	(27.8)	(14.1)	(7.2)	(3.4)	(3.1)	(8.4)	(0.9)	(0.3)	(0.8)	(0.7)	(1.7)	(3.3)
2. Otros pasivos	(14.2)	(15.0)	(19.0)	(19.0)	(19.3)	(18.4)	(17.6)	(17.3)	(16.9)	(16.6)	(15.7)	(15.7)
c. Bancos Comerciales	59.3	47.2	48.1	78.4	154.5	215.5	263.0	307.4	322.0	440.1	459.9	549.1
a. Pasivos de Reserva	(49.2)	(41.2)	(30.2)	(53.2)	(91.1)	(51.1)	(51.2)	(70.9)	(78.2)	(151.8)	(133.0)	(160.3)
b. Otros Pasivos	(15.1)	(6.0)	(9.1)	(23.2)	(63.4)	(164.4)	(211.8)	(236.5)	(244.6)	(288.3)	(326.9)	(388.8)
TOTAL	671.2	717.6	884.2	1.031.2	1.134.9	1.239.5	1.322.3	1.414.4	1.504.8	1.682.4	1.688.3	1.858.7

1/ A partir del 31.12.73 los séculos están vinculados a las paridades actuales de las monedas con respecto al dólar, hasta esa fecha los séculos se valoran a las paridades a las fechas de adquisición.

2/ Véase el texto.

3/ Las imputaciones cursadas a través del BROU incluyen intereses de financiación.

4/ Incluye la totalidad del emisor de Letras y Bonos del Tesoro en moneda extranjera exceptuando estos valores en poder del Sector Pública.

5/ Corresponde a compensación de los swaps concertados por la Autoridad Monetaria con el Sector Privado.

6/ Hasta el 31.12.77 incluye BROU y BROU.

Cuadro 7

- Relación del Servicio de Deuda Externa y Exportaciones
(En millones de dólares)

Años	A Exportaciones del año	B Servicio Deuda Ext.	Relación B/A
1967	158.7	110.8	0.70
1968	179.2	113.2	0.63
1969	209.3	79.3	0.40
1970	232.7	143.9	0.62
1971	295.7	146.2	0.71
1972	214.1	152.3	0.71
1973	321.5	240.3	0.75
1974	392.2	162.6	0.43
1975	383.8	295.1	0.77
1976	546.5	228.6	0.42
1977	607.5	168.4	0.28
1978	686.1	343.2	0.50
1979	788.1	164.7	0.21

Cuadro 8

PERFIL DE DEUDA EXTERNA DEL URUGUAY 1/
Valor absoluto en millones de dólares

	Vencimientos Determinados						Total	Vencimientos Determinados	Vencidos e Indeterminados
	Total	1er. año	2do. año	3er. año	4to. año	Años siguientes			
<u>Diciembre 1973</u>	<u>607.0</u>	<u>227.1</u>	<u>113.1</u>	<u>79.5</u>	<u>45.7</u>	<u>141.6</u>	<u>717.9</u>	<u>607.0</u>	<u>110.9</u>
Sector Monetario	185.0	54.8	64.4	38.0	14.8	13.0	240.1	185.0	55.1
Sector no Monetario	422.0	172.3	48.7	41.5	30.9	128.6	477.8	422.0	55.8
<u>Diciembre 1974</u>	<u>792.9</u>	<u>268.0</u>	<u>123.5</u>	<u>91.6</u>	<u>62.1</u>	<u>247.7</u>	<u>955.1</u>	<u>792.9</u>	<u>162.2</u>
Sector Monetario	265.9	67.3	70.8	50.5	22.4	54.9	337.2	265.9	71.3
Sector no Monetario	527.0	200.7	52.7	41.1	39.7	192.8	617.9	527.0	90.9
<u>Diciembre 1975</u>	<u>898.9</u>	<u>220.8</u>	<u>120.8</u>	<u>98.1</u>	<u>92.7</u>	<u>366.5</u>	<u>1.031.2</u>	<u>898.9</u>	<u>132.3</u>
Sector Monetario	322.1	112.3	38.7	38.0	35.6	97.5	410.7	322.1	88.6
Sector no Monetario	576.8	108.5	82.1	60.1	57.1	269.0	620.5	576.8	43.7
<u>Diciembre 1976</u>	<u>1.042.4</u>	<u>251.7</u>	<u>140.2</u>	<u>145.1</u>	<u>118.7</u>	<u>386.7</u>	<u>1.134.9</u>	<u>1.042.4</u>	<u>92.5</u>
Sector Monetario	322.2	75.3	46.5	62.3	45.1	91.0	401.3	322.2	79.1
Sector no Monetario	720.2	176.4	93.7	82.8	73.6	295.7	733.6	720.2	13.4
<u>Diciembre 1977</u>	<u>1.119.0</u>	<u>260.2</u>	<u>169.3</u>	<u>89.4</u>	<u>107.0</u>	<u>491.1</u>	<u>1.326.0</u>	<u>1.119.0</u>	<u>201.0</u>
Sector Monetario	328.8	100.7	76.1	18.6	37.9	95.5	490.5	328.8	161.7
Sector no Monetario	790.2	159.5	93.2	70.8	69.1	395.6	829.5	790.2	39.3
<u>Diciembre 1978</u>	<u>976.1</u>	<u>141.4</u>	<u>81.7</u>	<u>72.8</u>	<u>65.0</u>	<u>615.2</u>	<u>1.249.5</u>	<u>976.1</u>	<u>263.4</u>
Sector Monetario	160.6	32.8	8.6	8.5	12.0	98.7	379.7	160.6	219.1
Sector no Monetario	815.5	108.6	73.1	64.3	53.0	516.5	859.8	815.5	44.3
<u>Diciembre 1979</u>	<u>1.205.1</u>	<u>255.5</u>	<u>100.4</u>	<u>99.5</u>	<u>131.3</u>	<u>618.4</u>	<u>1.682.4</u>	<u>1.205.1</u>	<u>477.3</u>
Sector Monetario	173.4	24.3	10.5	13.9	16.5	100.2	416.6	173.4	443.2
Sector no Monetario	1.031.7	231.2	89.9	85.6	114.8	518.2	1.065.8	1.031.7	34.1

P o r c e n t u a l									
<u>Diciembre 1973</u>	<u>1.00</u>	<u>0.37</u>	<u>0.19</u>	<u>0.13</u>	<u>0.08</u>	<u>0.23</u>	<u>1.00</u>	<u>0.85</u>	<u>0.15</u>
Sector Monetario	1.00	0.30	0.35	0.20	0.09	0.07	1.00	0.77	0.23
Sector no Monetario	1.00	0.41	0.12	0.10	0.07	0.30	1.00	0.88	0.12
<u>Diciembre 1974</u>	<u>1.00</u>	<u>0.34</u>	<u>0.16</u>	<u>0.11</u>	<u>0.08</u>	<u>0.31</u>	<u>1.00</u>	<u>0.63</u>	<u>0.17</u>
Sector Monetario	1.00	0.25	0.27	0.19	0.09	0.21	1.00	0.73	0.21
Sector no Monetario	1.00	0.38	0.10	0.09	0.07	0.37	1.00	0.85	0.15
<u>Diciembre 1975</u>	<u>1.00</u>	<u>0.25</u>	<u>0.13</u>	<u>0.11</u>	<u>0.10</u>	<u>0.41</u>	<u>1.00</u>	<u>0.87</u>	<u>0.13</u>
Sector Monetario	1.00	0.35	0.12	0.12	0.11	0.30	1.00	0.79	0.22
Sector no Monetario	1.00	0.19	0.14	0.10	0.10	0.47	1.00	0.93	0.07
<u>Diciembre 1976</u>	<u>1.00</u>	<u>0.24</u>	<u>0.11</u>	<u>0.14</u>	<u>0.11</u>	<u>0.38</u>	<u>1.00</u>	<u>0.92</u>	<u>0.08</u>
Sector Monetario	1.00	0.23	0.15	0.19	0.14	0.29	1.00	0.80	0.20
Sector no Monetario	1.00	0.24	0.13	0.12	0.10	0.41	1.00	0.98	0.02
<u>Diciembre 1977</u>	<u>1.00</u>	<u>0.23</u>	<u>0.15</u>	<u>0.08</u>	<u>0.10</u>	<u>0.44</u>	<u>1.00</u>	<u>0.85</u>	<u>0.15</u>
Sector Monetario	1.00	0.31	0.23	0.06	0.12	0.29	1.00	0.67	0.33
Sector no Monetario	1.00	0.20	0.12	0.09	0.07	0.50	1.00	0.95	0.05
<u>Diciembre 1978</u>	<u>1.00</u>	<u>0.14</u>	<u>0.08</u>	<u>0.07</u>	<u>0.07</u>	<u>0.63</u>	<u>1.00</u>	<u>0.79</u>	<u>0.21</u>
Sector Monetario	1.00	0.20	0.05	0.05	0.07	0.61	1.00	0.42	0.58
Sector no Monetario	1.00	0.13	0.09	0.09	0.07	0.63	1.00	0.95	0.05
<u>Diciembre 1979</u>	<u>1.00</u>	<u>0.21</u>	<u>0.08</u>	<u>0.08</u>	<u>0.11</u>	<u>0.51</u>	<u>1.00</u>	<u>0.81</u>	<u>0.19</u>
Sector Monetario	1.00	0.14	0.06	0.09	0.10	0.60	1.00	0.28	0.72
Sector no Monetario	1.00	0.22	0.09	0.09	0.11	0.43	1.00	0.97	0.03

1/ Incluye la totalidad del circulante y Letras y Bonos del Tesoro, es decir, los que están en poder del sector público.

Cuadro 9

Relación del Servicio de Deuda Externa y

Endeudamiento Externo

(En millones de dólares)

Años	A Endeudamiento Ext. total a principio del año	B Reservas Brutas a principio del año	C Servicio de Deuda Externa	Relación C/A	Relación C/B
1967	485.2	197.3	110.8	0.23	0.56
1968	446.8	177.6	113.2	0.25	0.64
1969	477.6	194.0	79.3	0.17	0.41
1970	531.8	196.6	143.9	0.27	0.73
1971	564.5	180.2	146.2	0.26	0.81
1972 <u>1/</u>	674.2	209.5	152.3	0.23	0.73
1973 <u>2/</u>	771.2	357.0	246.3	0.31	0.67
1974	717.9	499.6	162.6	0.23	0.33
1975	955.1	761.0	295.1	0.31	0.39
1976	1.031.2	579.2	228.5	0.22	0.40
1977	1.134.9	660.8	169.4	0.15	0.25
1978	1.320.0	936.7	243.2	0.26	0.37
1979	1.239.5	1.179.2	164.7	0.13	0.14

1/ A partir de 1972 el oro se cotiza a precios de Mercado Londres.-

2/ Cifras ajustadas por convenio arábitos recíprocos ALALC.

Cuadro 10

P A R I D A D R E A L

	Tipo de Cambio Comercial Vend. A fin de mes	Valor del Dólar Calculado según Canasta de Países	Valor del Dólar Calculado según Canasta de Países		Tipo de Cambio Comercial Vend. A fin de mes	Valor del Dólar Calculado según Canasta de Países	Valor del Dólar Calculado según Canasta de Países
	a	b (1)	c (2)		a	b (1)	c (2)
1972				1978			
Marzo	500	448	449	Enero	5.46	5.549	5.423
Junio	572	528	523	Febrero	5.41	5.615	5.490
Setiembre	647	582	580	Marzo	5.49	5.668	5.533
Diciembre	732	699	713	Abril	5.61	5.920	5.768
1973				1979			
Marzo	845	787	809	Enero	7.200	7.134	6.966
Junio	877	813	825	Febrero	7.360	7.417	7.257
Setiembre	911	979	983	Marzo	7.506	7.528	7.374
Diciembre	937	1.016	1.061	Abril	7.647	7.835	7.687
1974				1980			
Marzo	1.014	1.211	1.276	Enero	8.528	11.258	10.674
Junio	1.150	1.242	1.324	Febrero	8.593	11.687	11.104
Setiembre	1.313	1.454	1.581	Marzo	8.659	12.216	11.724
Diciembre	1.656	1.685	1.877	Abril	8.763	12.478	12.020
1975				1981			
Marzo	2.042	1.852	2.029	Enero	9.093		11.094
Junio	2.330	2.314	2.139	Febrero			
Setiembre	2.37	2.525	2.543	Marzo			
Diciembre	2.73	3.056	2.980	Abril			
1976				1982			
Marzo	2.97	3.303	3.102	Enero			
Junio	3.30	3.175	3.257	Febrero			
Setiembre	3.65	3.514	3.768	Marzo			
Diciembre	4.00	4.055	3.925	Abril			
1977				1983			
Enero	4.10	4.194	4.064	Enero			
Febrero	4.21	4.422	4.298	Febrero			
Marzo	4.31	4.520	4.379	Marzo			
Abril	4.42	4.618	4.450	Abril			
Mayo	4.55	4.759	4.584	Mayo			
Junio	4.65	4.911	4.747	Junio			
Julio	4.76	5.091	5.008	Julio			
Agosto	4.88	5.266	5.190	Agosto			
Setiembre	4.97	5.517	5.457	Setiembre			
Octubre	5.23	5.627	5.550	Octubre			
Noviembre	5.37	5.694	5.552	Noviembre			
Diciembre	5.41	5.692	5.483	Diciembre			

1/ Brasil, Argentina, Alemania (Rep. Federal), U.A., Reino Unido, España, Francia, Italia, Países Bajos, Bélgica-Luxemburgo.

2/ Alemania (Rep. Federal), USA, Reino Unido, España, Francia, Italia, Países Bajos, Bélgica-Luxemburgo.

* Base: Tipo de cambio comercial promedio febrero-marzo 1972-1973.

Cuadro 11

PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PRIVADO NO BANCARIO 1/

(Millones de \$ corrientes)

Fecha	Circulante en poder del público	Reserva en efectivo	Caja de ahorro	Caja de valores	Divid. en circulación B.U.D.	Depósitos a plazo fijo	Aceptaciones Bancarias	Letras de Tesorería	Dep. de ahorro previo	Σ 3 a 10	Depósito de ahorro	Monos y Letras	Σ 11 a 13	Cédeas	Σ 14 a 1		
	m/nal.	m/nal.	B.U.D.	B.U.D.	B.U.D.	m/nal.	m/nal.	m/nal.	m/nal. B.U.	Σ	m/nal. B.U.	m/nal. B.U.	Σ	m/nal. B.U.	Σ		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
1.0.1979	100,8	1.000,0	10,0	1,2	2,3	50,9	-	-	-	276,4	74,4	86,4	377,2	60,0	30,7	457,9	
1.0.1979	271,1	1.000,0	40,1	13,0	13,8	93,2	-	-	7,9	508,5	35,2	85,4	529,1	124,4	3,9	757,4	
1.0.1979	346,8	1.000,0	71,6	17,5	29,7	178,5	-	-	20,9	892,2	125,9	302,5	1.334,5	203,4	14,4	1.552,4	
1.0.1979	484,7	1.000,0	117,6	27,2	48,3	227,7	2,1	2,1	40,8	1.494,6	338,7	647,0	2.449,3	184,9	18,4	2.653,5	
1.0.1979	724,1	1.000,0	182,9	42,0	72,2	365,5	2,1	4,2	65,2	2.648,5	517,5	1.197,8	4.357,8	292,7	40,7	5.291,2	
1.0.1979	1.108,6	1.000,0	282,9	64,0	101,0	845,0	12,6	75,0	89,0	3.874,5	2.528,5	1.603,8	8.006,8	270,0	195,0	9.450,8	
1.0.1979	1.525,6	1.000,0	405,9	92,0	135,4	1.033,3	156,4	4,8	64,7	2.889,2	3.420,3	1.159,3	5.508,7	245,1	66,5	5.880,3	
1.0.1979	2.084,4	1.000,0	545,9	121,9	185,1	1.202,8	119,8	9,3	67,7	3.112,0	3.770,8	1.268,7	6.151,6	189,5	111,3	6.436,4	
1.0.1979	2.822,9	1.000,0	744,3	161,3	242,9	1.553,4	133,0	47,0	84,3	3.374,2	2.098,1	1.368,8	6.841,1	207,9	191,0	7.240,0	
1.0.1979	3.729,0	1.000,0	974,9	204,9	304,0	2.055,0	177,6	75,0	89,0	3.874,5	2.528,5	1.603,8	8.006,8	279,0	195,0	8.480,8	
1.0.1979	4.722,5	1.000,0	1.274,7	274,7	384,1	2.433,1	212,6	62,6	33,0	4.595,6	2.634,5	1.646,3	8.876,4	200,0	102,5	9.278,9	
1.0.1979	5.721,8	1.000,0	1.574,9	339,1	448,5	2.933,3	272,9	67,2	101,5	5.522,0	3.151,4	1.882,3	10.558,8	217,8	99,6	10.876,1	
1.0.1979	6.721,1	1.000,0	1.875,1	404,5	517,6	3.432,9	329,8	113,8	112,3	5.840,5	3.824,7	1.968,6	11.633,8	337,5	134,6	12.105,9	
1.0.1979	7.721,4	1.000,0	2.175,3	479,5	592,9	3.931,6	18,7	122,9	27,6	7.314,7	4.518,0	2.025,3	13.658,0	333,5	118,6	14.001,1	
1.0.1979	8.721,7	1.000,0	2.475,5	554,5	677,8	4.429,3	12,8	66,4	91,3	8.349,0	5.608,5	2.118,2	16.275,7	323,9	154,2	16.753,5	
1.0.1979	9.722,0	1.000,0	2.775,7	629,5	752,9	4.930,7	22,9	44,9	110,7	10.101,8	6.635,8	2.123,5	18.861,1	402,9	122,6	19.386,6	
1.0.1979	10.722,3	1.000,0	3.075,9	704,5	828,0	5.431,6	30,2	1,6	157,6	11.362,3	7.265,1	2.003,1	20.630,5	287,3	117,2	21.035,0	
1.0.1979	11.722,6	1.000,0	3.376,1	779,5	903,1	5.932,5	39,9	0,8	210,6	14.591,8	7.877,0	1.514,8	23.783,6	571,5	155,5	24.510,6	
1.0.1979	12.722,9	1.000,0	3.676,3	854,5	978,1	6.433,4	46,8	0,8	257,5	15.408,9	7.915,4	1.507,8	24.832,1	511,4	138,2	25.481,7	
1.0.1979	13.723,2	1.000,0	3.976,5	929,5	1.053,1	6.934,3	53,8	0,8	270,7	16.226,0	8.085,7	1.431,6	25.812,7	585,0	142,1	26.539,8	
1.0.1979	14.723,5	1.000,0	4.276,7	1.004,5	1.128,0	7.435,2	60,8	0,8	301,3	17.043,1	8.289,7	1.431,1	27.117,1	524,1	147,5	27.788,7	
1.0.1979	15.723,8	1.000,0	4.576,9	1.079,5	1.202,9	7.936,1	67,8	0,8	366,9	17.864,2	8.667,9	1.550,4	27.991,0	611,6	133,2	28.035,8	
1.0.1979	16.724,1	1.000,0	4.877,1	1.154,5	1.277,8	8.437,0	74,8	0,8	385,6	17.683,3	9.133,9	1.559,2	28.356,4	590,0	166,8	29.134,1	
1.0.1979	17.724,4	1.000,0	5.177,3	1.229,5	1.352,7	8.937,9	81,8	0,8	402,6	19.138,7	9.264,3	1.602,9	30.005,9	724,3	196,6	30.926,8	

1/ A las fechas del cómputo de los activos financieros, se ha considerado al Banco Hipotecario del Uruguay como formado parte del sistema bancario.

Cuadro 12

RENDIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PRIVADO DE CAMBIO EN VALORES CONSTANTES 1/
Millones de \$ de 1968

Fecha de publicación	Saldo de pago		Saldo de ingreso		Saldo de pago		Saldo de ingreso		Saldo de pago		Saldo de ingreso		Saldo de pago		Saldo de ingreso		Saldo de pago		Saldo de ingreso		Saldo de pago		Saldo de ingreso	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)
1963	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1964	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1965	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1966	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1967	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1968	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1969	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1970	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1971	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1972	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1973	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1974	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1975	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1976	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1977	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1978	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1979	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1980	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1981	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1982	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1983	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1984	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1985	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1986	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1987	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1988	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1989	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1990	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

1/ Los créditos en moneda nacional están referidos por el índice de precios al consumo con base 1968 = 100.
Los créditos en moneda extranjera están referidos al tipo de cambio (dólares vendidos/promedio de 1968).

Cuadro 13

CREDITO AL SECTOR PRIVADO NO BANCARIO DEL B.R.O.U.
Y BANCOS COMERCIALES PRIVADOS EN VALORES CONSTANTES 1/
(En millones de N\$ de 1968)

Meses	B. R. O. U.					Bancos Comerciales Privados					B.R.O.U. y Bcos. Comerciales Priv.							
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Enero	33.3	37.9	46.1	56.3	65.3	81.9	32.5	43.1	57.5	91.1	128.9	234.3	66.3	81.0	103.6	147.4	195.2	316.2
Febrero	33.1	40.6	46.0	55.7	69.5	86.1	31.5	44.0	58.6	93.0	130.6	239.7	64.6	84.6	104.6	148.7	200.1	325.8
Marzo	35.4	41.5	45.3	55.6	72.3	92.3	30.8	44.2	62.3	95.9	138.3	246.2	66.2	85.7	108.6	151.5	210.6	338.5
Abril	35.6	42.5	45.9	56.3	74.0	95.6	30.2	46.0	64.8	100.1	143.9	250.5	65.8	88.5	110.7	156.4	217.9	346.1
Mayo	35.0	41.5	46.1	57.1	72.7	99.5	30.6	45.8	66.6	102.3	156.8	259.6	66.6	87.3	112.7	159.4	229.5	359.1
Junio	35.2	45.0	48.1	58.4	78.3	104.0	31.7	45.6	67.7	105.4	167.2	270.7	66.9	90.6	115.8	163.8	245.5	374.7
Julio	38.3	44.0	49.5	58.4	72.9		32.6	45.4	69.4	106.1	174.6		70.9	89.4	118.9	164.5	247.5	
Agosto	37.2	44.3	48.4	59.5	68.5		33.5	47.6	69.8	112.1	181.9		70.7	91.9	118.2	170.6	250.4	
Setiembre	35.4	44.9	48.9	60.2	69.1		33.8	48.0	72.8	111.5	191.5		70.2	92.9	121.7	171.7	260.6	
Octubre	36.3	44.2	48.6	62.1	70.9		36.2	49.5	76.6	113.5	203.8		72.5	93.7	125.2	175.6	274.7	
Noviembre	37.4	45.0	50.4	62.9	73.7		33.9	52.5	81.5	116.7	217.8		76.3	97.5	131.9	179.6	291.5	
Diciembre	37.8	47.5	53.7	65.2	79.1		42.5	57.4	88.9	123.7	230.1		80.3	104.9	142.6	188.9	309.2	

1/ Los créditos en moneda nacional están deflactados por el Índice de precios al consumo con base 1968=100.-
Los créditos en moneda extranjera están valuados al tipo de cambio comercial vendedor promedio de 1968.-

Cuadro 14

TASAS DE INTERÉS

	OPERACIONES ACTIVAS				OPERACIONES PASIVAS						
	Moneda Nacional		Moneda Extranjera		Moneda Nacional		Moneda Extranjera				
	Comerciales		Aduanas para exportaciones		Hasta 6 meses		Más de 6 meses				
	Normal	Preferencial	Normal	Preferencial	Plazo fijo	Plazo fijo	Caja	Depósitos: Más de 1 mes - A la Vista Hasta 6 meses - Cuenta corriente			
<u>1977</u>											
Fin Marzo	62.0	45.9	12.0	...	11.8	9.2	14.0	45.2	21.6	7.2	5.5
Fin Junio	62.0	50.0	12.0	...	12.0	8.7	33.8	45.6	22.0	7.1	5.2
Fin Setiembre	62.0	50.0	12.0	...	12.0	8.9	34.1	46.4	21.9	7.0	5.2
Fin Diciembre	76.6	65.2	14.3	11.6	12.3	8.3	51.4	63.0	35.5	7.2	5.4
<u>1978</u>											
Marzo	76.9	65.8	14.2	...	12.7	8.5	48.9	56.8	27.3	7.4	4.9
Junio	72.8	61.6	14.6	12.7	12.8	10.1	46.4	51.2	24.2	7.2	4.6
Setiembre	74.6	62.5	14.6	13.3	11.1	9.1	42.8	52.6	23.6	7.0	5.0
Diciembre	71.2	59.7	14.2	13.3	11.0	7.5	42.5	45.4	22.8	7.0	5.5
<u>1979</u>											
Marzo	69.2	50.1	15.2	13.5	10.7	8.8	42.9	43.0	21.8	7.6	6.0
Junio	62.0	48.8	15.2	12.5	-	-	38.9	43.4	21.8	7.5	5.5
Setiembre	62.6	47.1	15.0	12.7	-	-	41.4	43.0	21.8	7.0	5.0
Diciembre	68.1	49.9	16.8	15.8	-	-	50.5	49.2	24.0	7.5	5.5
<u>1980</u>											
Enero	67.4	49.4	17.0	13.8	-	-	47.3	49.0	22.6	11.7	5.9
Febrero	67.4	51.1	17.0	15.5	-	-	49.0	49.4	25.2	12.1	5.9
Marzo	67.4	49.3	18.8	15.9	-	-	48.8	47.4	28.8	14.5	5.9
Abril	67.4	50.2	18.9	17.0	-	-	52.4	50.8	35.2	14.9	6.0
Mayo	68.8	51.4	17.7	16.4	-	-	53.4	52.6	35.2	13.9	6.4
Junio	68.3	52.0	17.1	15.0	-	-	52.2	52.6	35.2	12.5	5.6

1/ Promedio de las tasas de interés más frecuentes de las cinco instituciones financieras privadas más representativas en cada instrumento financiero, de acuerdo a la información correspondiente al mes de julio de 1978.

2/ Tasa más frecuentes a fin de mes.

3/ Tasa más frecuentes comerciales en los días 3 días de cada mes.

FUENTE: Información tomada de acuerdo con el Artículo 374.1 de la REFORMA DE LEYES DE REGULACION Y CONTROL DEL SISTEMA FINANCIERO. Reglamento por Comunicaciones Anejo. 76/145 - 77/222 - 78/65 y 79/10.

Cuadro 15

Ingresos y Egresos del Gobierno Central

(en millones de N\$ corrientes)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	mar. 1980
<u>INGRESOS</u>											
Corrientes	82.9	103.1	167.5	370.2	587.9	985.5	1.721.7	2.937.6	4.349.8	8.423.6	3.588.9
De capital	4.1	5.0	8.3	20.5	41.4	99.1	186.8	299.1	152.3	196.4	65.9
<u>EGRESOS</u>											
Corrientes	93.5	144.3	199.4	406.5	789.5	1348.8	2.047.4	3.178.2	4.750.5	8.300.7	3.019.7
De capital	91.7	133.9	183.8	367.2	709.4	1151.2	1.699.8	2.647.5	4.042.4	7.260.3	2.658.3
<u>RESULTADO DE CAJA</u>											
Corrientes	-2.9	-36.6	-25.1	-17.5	-162.9	-264.8	-164.9	-9.0	155.1	966.9	864.7
De capital	-7.7	-5.1	-6.8	-18.0	-33.7	-98.5	-160.8	-231.6	-555.8	-844.0	-295.5

Fuente: Contaduría General de la Nación

Cuadro 16

Financiamiento del déficit del Gobierno Central

(en millones de N\$ corrientes)

	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>mar. 1980</u>	<u>jun. 1980</u>
Financiamiento	10.6	41.7	31.9	36.3	201.6	363.3	325.7	240.6	400.7	-122.9	-569.2	-929.7
Banco Central del Uruguay/ BRCU	3.2	36.5	24.8	20.8	93.7	95.2	173.0	286.8	158.9	206.4	-725.7	-952.7
Coloc. neta bonos m. ext.	3.0	1.1	5.6	20.4	106.5	279.5	122.0	121.0	-56.8	-68.9	-1.7	-2.1
Coloc. neta letras m. ext.	2.8	5.9	-1.4	-3.6	19.9	4.6	36.2	-40.4	209.9	216.9	-85.9	-132.6
Coloc. neta deuda públ.	-	-1.6	-3.2	-7.0	-12.6	-20.8	-31.7	-51.5	-62.6	-77.3	-27.0	-35.3
Recursos externos netos	1.1	0.8	2.8	8.1	1.0	0.7	18.4	14.8	28.2	43.4	9.3	20.7
Comipal (1)	-	-	-	-	-	-	-	-128.1	160.3	-	-	-
Otras fuentes netas	0.5	-1.0	3.3	-2.4	-6.9	4.1	7.8	38.0	-37.2	-9.6	261.8	172.3

(1) Bonos emitidos en m. ext. para financiar construcción Represa de Palmar

Fuente: Banco Central del Uruguay

Cuadro 17

Ingresos del Gobierno Central por Tipo de Impuesto

(en millones de N\$)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	mar. 1980
<u>Sobre Prod., Consumo y Transac.</u>	<u>223.2</u>	<u>410.1</u>	<u>773.7</u>	<u>1.243.6</u>	<u>2.046.2</u>	<u>3.066.8</u>	<u>5.220.8</u>	<u>2.099.8</u>
Valor agregado	61.8	143.8	317.1	602.6	1.022.3	1.526.2	2.751.2	1.259.5
Combustibles Líquidos	39.8	69.0	146.6	256.1	431.0	581.9	972.5	419.4
Unico a la Actividad Bancaria	17.3	31.9	62.1	83.4	157.7	278.7	320.7	31.6
Tabacos	28.1	47.5	92.1	137.3	203.5	296.6	458.8	177.1
Tributos de selios	31.4	52.8	35.2	-	-	-	-	-
Tributo Unificado	5.3	10.0	16.6	15.9	17.7	15.9	13.0	0.5
Bebidas Alcohólicas	8.1	18.4	25.7	10.7	-	-	-	-
Bebidas sin alcohol	3.8	6.3	13.7	5.7	-	-	-	-
Impuesto Especifico al consumo ^{1/}	-	-	-	51.3	95.4	156.9	301.9	155.2
Ventas y Servicios	10.1	4.9	1.9	1.9	1.7	-	-	-
Otros	17.5	25.5	62.7	78.7	136.9	-	-	-
<u>Sobre los Ingresos</u>	<u>38.3</u>	<u>58.8</u>	<u>96.8</u>	<u>199.9</u>	<u>349.1</u>	<u>568.7</u>	<u>1.037.7</u>	<u>575.8</u>
Rentas de Ind. y Comercio	10.4	26.9	53.9	109.8	203.2	393.7	776.0	385.0
Improme/Imagro	16.4	21.3	26.8	64.0	101.2	128.6	176.7	153.2
Renta de personas físicas	4.3	3.2	0.6	0.6	9.4	s.i.	s.i.	s.i.
Resto	7.2	7.4	15.5	25.5	34.3	46.4	85.0	37.6
<u>Sobre el Patrimonio</u>	<u>10.1</u>	<u>13.7</u>	<u>28.2</u>	<u>83.0</u>	<u>170.7</u>	<u>210.8</u>	<u>281.9</u>	<u>112.7</u>
Patrimonio	6.0	8.3	26.4	81.5	169.4	208.9	278.2	112.2
Sustitutivo de herencia	2.4	3.8	1.8	0.7	0.3	s.i.	s.i.	s.i.
Otros	1.7	1.6	-	0.8	1.0	1.9	3.7	0.5
<u>Otros</u>	<u>6.3</u>	<u>12.5</u>	<u>23.7</u>	<u>58.7</u>	<u>56.0</u>	<u>58.7</u>	<u>80.5</u>	<u>30.4</u>
<u>TOTAL RECAUDADO</u>	<u>277.9</u>	<u>495.1</u>	<u>922.4</u>	<u>1.585.2</u>	<u>2.622.0</u>	<u>3.905.0</u>	<u>6.620.9</u>	<u>2.818.7</u>

Fuente: Dirección General Impositiva. Las cifras insertadas comprenden además de lo recaudado por caja, lo ingresado por concepto de documentos entregados (certificados de reintegros, certificado bo-nificación 22%, certificados Improme y créditos exportadores).

1/ Este impuesto comprende a partir de abril de 1976, las recaudaciones de los gravámenes a bebidas alcohólicas y sin alcohol y otros conceptos incluidos antes del referido mes, en el apartado Otros de impuestos sobre producción, Consumo y Transacciones (vermouth, licores, espumante, cerveza y perfume ría).

