

La política monetaria en el Uruguay

por Ramón Díaz

Temo que las reflexiones sobre política monetaria que estoy vertiendo en esta serie de artículos adolezcan, al menos para algunos lectores, de un carácter excesivamente abstracto. Hoy voy a tratar de infundirle algo más de concreción mediante un pantallazo histórico. Voy a dividir el tiempo pertinente —1828-1983— en ocho intervalos de muy diferente duración.

■ 1ª Etapa: 1828-1896

Ninguna política monetaria. El estado no emite billetes. El dinero es metálico. Los billetes de los bancos privados son convertibles a oro, emitidos dentro de un régimen sumamente liberal, en que cada banco se ve limitado sólo por el efecto negativo que una mayor emisión surtiría sobre la confiabilidad de sus billetes.

La prescindencia del estado en el área monetaria dio excelentes resultados. La economía uruguaya tuvo superávit de máximo crecimiento real dentro de ese sistema. Los precios siguieron en general, las fluctuaciones del mercado mundial, que siguieron, a largo plazo, una moderada baja. Los problemas de balanza de pagos fueron desconocidos.

¿De qué se ocupaban los Ministros de Hacienda ya que no había inflación ni desequilibrios externos? De cómo financiar el déficit fiscal, y de cómo servir la deuda pública que debían emitir —a falta de máquina impresora de dinero— con ese fin.

■ 2ª Etapa: 1896-1914

El Uruguay se da a sí mismo un banco central —el BROU, que es a la vez un banco comercial— dentro del marco del patrón oro. El peso uruguayo tenía un precio oficial: 5 centésimos de una onza "troy" de oro fino, que se compara con el precio algo menor del dólar, 4,8 centésimos, y sustancialmente mayor de la libra, 23,5 centésimos, siempre de onza de oro; por lo que también podría decirse que el precio de un peso era de US\$ 1,04, o 1,1 de libra (o dos chelines y once peniques). El BROU mantenía abierta una ventanilla monetaria a través de la cual vendía y compraba sus billetes al precio oficial en oro. El sistema era, pues, de **dinero pasivo**: la autoridad definía el precio, el público determinaba la cantidad.

En algunos momentos, en particular en 1913, se ve al BROU desarrollar una política monetaria relacionada con la balanza de pagos (más que nada como banco comercial líder de la plaza), pero en general el comportamiento del BROU, en tanto que banco central es totalmente pasivo. El crecimiento económico se ententece apreciablemente respecto de la primera etapa, pero el resultado general es satisfactorio. Sigue sin haber inflación y los problemas de balanza de pagos son esporádicos; desde nuestra perspectiva actual, lucen insignificantes.

■ 3ª Etapa: 1914-1931

Desde agosto de 1914 el peso flota, como casi todas las monedas, con excepción del dólar. Sin embargo, excepto durante la guerra mundial, y algunos lapsos breves hacia el fin de la etapa, la flotación es muy "sucia"; es decir, el BROU interviene intensa y asiduamente en el mercado de cambios y el sistema es en realidad casi equivalente a un régimen de tipo de cambio fijo. Dicho de otro modo, se trata, esencialmente, como antes, de un sistema de **dinero pasivo**.

Es una etapa fuertemente perturbada por cataclismos políticos económicos externos: por la primera guerra mundial y dos fuertes contracciones cíclicas internacionales, la de 1920-21 que en el Uruguay se prolongó más, y fue particularmente profunda— y la Gran Depresión de 1929 al 33. Hubo 6 años de bonanza internacional, de mediados del 21 a mediados del 29, con dos intervalos de recesiones suaves, que dejan siete años de franca ex-

pansión. Pero esa prosperidad no alcanzó universalidad geográfica, dejando grandes islas de depresión, notablemente en Gran Bretaña, así como, por lo menos parte del tiempo, en el centro y este de Europa. La economía uruguaya se comporta con altibajos, pero sin una interrupción de la vieja línea de disciplina monetaria y fiscal. Esta etapa encierra un enigma: ¿cómo fue que, en condiciones objetivas excelentes el regreso al patrón oro nunca se concretó, y tuvo un solo defensor entusiasta, el dirigente socialdemócrata Emilio Frugoni?

■ 4ª Etapa: 1931-39

Vemos esta etapa inaugurada por el control de cambios, cerrada por la primera ley de rescuentos, y presidida por el "reavalúo" del oro de 1935.

El control de cambios introduce el primer sistema de **dinero activo** en la historia del país. Las restricciones impuestas a los tenedores de pesos para acudir a la ventanilla monetaria del BROU introducen un grado de libertad en la política gubernamental. Por primera vez, una expansión del crédito interno no se traducirá en pérdida de reservas, sino que surtiría sus efectos sobre el ingreso nominal. Las autoridades demoran en reaccionar ante el nuevo arreglo institucional con una política consciente y deliberadamente activa, pero lo hacen en 1935, con un sentido expansionista espectacular: entre setiembre de ese año y el fin de 1937 la emisión en poder del público crece 90%, tanto como entre el principio de la primera guerra mundial y 1935. El Uruguay inflacionista que hoy conocemos comienza entonces. Este período carece de individualidad en cuanto al comportamiento real de la economía uruguaya, dominada como se halla por la Gran Depresión al principio, la lentitud de la recuperación de EE.UU. de marzo del '33 a mayo del '37, y por una nueva recesión cuando el nivel de actividad era bajo. La fuerte individualidad del período es en el terreno de las ideas en las que son sometidos a despiadada revisión todos los principios que habían regido la política monetaria en el Uruguay.

■ 5ª Etapa: 1939-1961

El sistema de **dinero activo** a través del control de cambios, se complementa con la remoción del techo a la emisión resultante del stock metálico del BROU. Al mismo tiempo se confiere sanción oficial a la doctrina de las **letras reales** de las que me he ocupado ya en esta serie: la emisión efectuada para financiar nuevo capital de trabajo mediante rescuentos no puede ser inflacionista. Luego de algunas vicisitudes en el plano institucional, la emisión contra rescuento despegó a principios de la década de los '50. La inflación va de una media de 3% en el cuatrienio 1939-42 a 30% en el cuatrienio 1957-60 movida por aquel combustible monetario.

Hacia el final, en 1960-61, se interrumpe el control de cambios y el país regresa por un breve lapso a un sistema de **dinero pasivo**. La inflación cae de 36% en 1960 a 6% en 1961. La estabilización parece promisorio, amaga complementarse con crecimiento real y equilibrio externo, pero el alud fiscal de 1962 la sepulta.

Esta etapa contiene un período de crecimiento real vigoroso, aproximadamente desde 1943 a 1950. Luego de las turbulencias generadas por la guerra de Corea, en la segunda mitad de la década de los '50, la economía se estanca por completo.

■ 6ª Etapa: 1962-1974

La tónica de este período está dada por el déficit fiscal. El déficit del presupuesto nunca había llegado al 2% del PBI. En 1962 supera el 4%, y el gasto público asciende aquel año un peldaño del que nunca descendería hasta ahora.

A partir de esta etapa la inflación se vuelve mucho más semejante

al del resto de América del Sur. Diríase que antes las autoridades tienen que hacer esfuerzos —digamos, a través de la legislación— para impulsar la expansión monetaria. A partir de 1962, la expansión procede con toda naturalidad, a través del financiamiento de la Tesorería por el banco central (BROU primero, después BCU).

La inflación se acerca a los tres dígitos en 1965, lo alcanza holgadamente en 1967 y, después de un nuevo intento de estabilización —también promisorio en los sectores real y externo, también sepultado bajo un alud de gasto público y déficit fiscal, en 1971— vuelve al umbral de los tres dígitos en 1972, lo alcanza nuevamente en 1974.

Mientras tanto el estancamiento continúa su cruel dominio sobre el país. La gente empieza a emigrar en la segunda mitad de la década de los '60. Antes ya habían comenzado a hacerlo los capitales.

■ 7ª Etapa: 1974-1982

Esta etapa se inaugura con la

remoción del control de cambios operada en 1974 por Vgh Villegas, en su primer período en el Ministerio de Economía. Conto de cambio fijo —no se interrumpe el régimen de minidevaluaciones llamadas a veces "pasivas" o "ex post" (no preanunciadas), implantado en 1972— la remoción del control de cambios significa un retorno al **dinero pasivo**, el cual va a suministrar a esta etapa, más allá de las fuertes diferencias que contiene, su rasgo distintivo común.

La política monetaria se rige por estos principios:

• El instrumento principal es el tipo de cambio. La autoridad monetaria lo fija, o, tal vez sería más exacto, fija la tasa de devaluación, para compatibilizar la inflación interna con la internacional. Este comportamiento de la autoridad tiene dos caras: la más visible consiste en fijar la tasa de devaluación en el nivel de la diferencia entre la tasa de incremento de precios doméstica e internacional, tal como va siendo percibida o estimada. La que se halla implícita en esta vendría a consistir en la compatibilización que la tasa

de devaluación estaría llamada a cumplir, entre la tasa doméstica de expansión del crédito y la internacional.

• Se deriva de lo dicho que si la autoridad monetaria lograse reducir la tasa de expansión monetaria doméstica podría reducir también la tasa de devaluación y hacer converger la tasa doméstica de inflación hacia la internacional. Como la tasa de expansión doméstica está determinada por las necesidades de financiamiento de la Tesorería, la política de estabilización se hace consustancial con la reducción del déficit fiscal.

A partir de 1976, el déficit fiscal entra en un proceso de franca reducción. Hacia fines de 1978, cuando el déficit prácticamente se ha desvanecido, las autoridades formulan una evaluación desfavorable del éxito de su lucha contra la inflación; lo atribuyen al sistema de minidevaluaciones activas, y concluyen que les es preciso controlar el tipo de cambio (como contrapartida a que carecen de control, dado el régimen de **dinero pasivo**, sobre la oferta monetaria). Así surge el

sistema tabular. El resto es harto conocido.

La eliminación del control de cambios alcanza a realizaciones notables, tanto en el campo real como en el de balanza de pagos. Entre 1974 y 1980, el crecimiento económico supera todas las marcas registradas en el país, y se acumulan reservas sin precedentes. El esfuerzo de estabilización, a partir de 1978, permanecerá sin duda, por contraste, durante mucho tiempo en un área polémica. Su fase final, en 1982, con un nuevo alud fiscal y monetario, está convicta de la más grave inconsistencia, y debe proclamarse indefendible.

■ 8ª Etapa: 1982-7

La flotación del peso en noviembre de 1982 inaugura una etapa sin precedentes: un sistema de **dinero activo** sin control de cambios, a través de una flotación básicamente limpia. Sobre su especificidad, y sobre la necesidad que el nuevo sistema conlleve en punto a definir una política monetaria, continuará en el próximo número.



PARA GANAR RENTABILIDAD

Venga al banco que le ofrece mayores beneficios.



En negocios, lo seguro resulta, en definitiva, lo más rentable. En Depósitos, Banco Exterior-Uruguay le brinda beneficios reales y en efectivo. A través de Banco Exterior-Uruguay Ud. accede a todas las alternativas de inversión financiera y servicios bancarios. Beneficiése depositando en Banco Exterior-Uruguay. Con el respaldo del Grupo Banco Exterior de España, más de 500 oficinas propias en el mundo entero, trabajando para usted. Consúltenos en Sarandí 402 esq. Zabala, o en cualquiera de nuestras 6 agencias en Capital y 19 sucursales en el interior del país.



BANCO EXTERIOR-URUGUAY

Grupo Banco Exterior de España

El banco sin fronteras

Oficina Principal: Sarandí 402 esq. Zabala.

Agencia Aguada: Nueva York 1648; Agencia Córdón: Av. 18 de Julio 1500; Agencia Centro: Av. 18 de Julio 928; Agencia Pocitos: Gabriel Pereira 3249; Agencia Goes: Domingo Aramburu 1834; Agencia Ciudadela: Sarandí 689.