

**N.º 10**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y DE ADMINISTRACION**

**INSTITUTO DE  
TEORIA Y POLITICA ECONOMICAS**

**EL SISTEMA DINERARIO  
DEL URUGUAY**

**Sus relaciones con la estructura económica**

**Cr. MARIO BUCHELI**



**MONTEVIDEO  
1957**

**N.º 10**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y DE ADMINISTRACION**

**INSTITUTO DE  
TEORIA Y POLITICA ECONOMICAS**

**EL SISTEMA DINERARIO  
DEL URUGUAY**

**Sus relaciones con la estructura económica**

**Cr. MARIO BUCHELI**



**MONTEVIDEO  
1957**

# EL SISTEMA DINERARIO DEL URUGUAY

## Sus relaciones con la estructura económica

### I

#### LOS SISTEMAS MONETARIOS

Podemos distinguir en materia monetaria, de acuerdo con la clasificación de Walter Eucken, dos grandes sistemas puros entre cuyos extremos se encuentran los que se dan en la realidad:

1) Un sistema liberal, automático, donde la función de la autoridad dineraria se concreta a eliminar todo elemento que limite el libre juego de las distintas variables, el patrón oro.

2) Un sistema intervenido, dirigido por la autoridad dineraria, el rentalista.

#### *Características del sistema patrón oro*

Comprende dos grandes campos: el nacional y el internacional.

a) EN LO NACIONAL. — Se define la unidad monetaria en una cantidad de oro de determinada calidad y se mantiene fija esa relación mediante la libertad de fusión y de acuñación. Si en un momento determinado el metal amarillo vale más como materia prima para el sector industrial, se procede a la fusión de las monedas restringiendo la oferta como medio de pago y aumentando en consecuencia su poder adquisitivo. Como contrapartida se incrementa la oferta de materia prima oro, y esa presión de la oferta tiende a bajar el precio. Por este doble juego de ofertas y demandas se mantiene el valor del metal igual para el sector industrial y para el sector monetario.

Si se da el caso contrario, es decir, el metal vale más como moneda

que como materia prima, se produce un desplazamiento, un trasiego del sector industrial al sector monetario. La concurrencia de los poseedores de metal a la Casa de la Moneda en virtud de la libre acuñación trae un aumento en la oferta de metal - dinero y una disminución en la oferta de metal - materia prima, y en consecuencia el mantenimiento de un valor único.

*Importancia de la generación de medios de pago.* — El medio de pago se utiliza como instrumento de cambio y unidad de medida de los valores a través de los precios.

La generación de medios de pago permite:

- a) La aceleración de los cambios y con ello la especialización y división del trabajo. Los distintos sujetos económicos se especializan en la prestación de ciertos servicios y con los medios de pago percibidos adquieren mediante el cambio los que produce el resto de la comunidad. Con la especialización se incrementa la productividad y con ello la renta.
- b) El aumento de los niveles de precio con el alza consiguiente del beneficio de los empresarios. Acicateado por el beneficio, el empresario busca el incremento de la producción ocupando factores (trabajo, tierra y capital) hasta su ocupación total. Llegado a este punto la influencia es sólo sobre el nivel de precios

En conclusión: la generación de medios de pago al influir sobre la especialización y el beneficio provoca aumentos en la renta real siempre que no se haya alcanzado la plena ocupación.

La contracción de medios de pago, por el contrario, enlentece los cambios y reduce el beneficio desalentando la producción y contrayendo la renta.

*Funcionamiento del sistema.* — Las monedas de oro tienen poder liberatorio ilimitado y valor intrínseco fijo, lo que hace su circulación muy ventajosa.

Se utilizan también monedas de menor valor intrínseco (níquel, cobre, etc.), para facilitar las transacciones de menor cuantía, en virtud de la imposibilidad de fraccionar el metal en pequeños trozos que hacen muy difícil su manejo y reportan importantes pérdidas.

La circulación de monedas de oro presenta también para los pagos de mayor cuantía graves inconvenientes:

- a) en los pagos importantes es necesario movilizar cantidades de monedas de peso considerable;
- b) el metal se expone a desgaste que disminuyen su valor;

- c) la escasez de metal no permite la realización del volumen de transacciones que exige el mercado.

Se emiten entonces billetes contra entrega de oro. Esos billetes son convertibles a la vista con lo que se asegura al portador el valor de los mismos. Quedan solucionados de este modo los inconvenientes a) y b), pues se pueden efectuar los pagos con menores molestias y el metal depositado en los cofres del instituto emisor no se ve expuesto al desgaste.

Como la experiencia indica que en ningún momento se presentan todos los tenedores de billetes a solicitar la conversión, el instituto emisor observa que puede emitir en mayor proporción que la cantidad de metal recibida, siempre que conserve en su poder una reserva suficiente para atender los reclamos normales. Se soluciona así el inconveniente c) dando mayor elasticidad al sistema.

El sistema se completa con una nueva institución: la Banca Comercial. El banquero que no puede emitir billetes, privilegio del Banco Central, recibe de sus clientes depósitos y autoriza girar cheques contra ellos. Se crea así un nuevo medio de pago, el depósito bancario, desde que puede cancelarse una deuda mediante la entrega de billetes o una orden contra el depósito en cuenta corriente.

No se alteraría la circulación monetaria si la Banca Comercial se limitara a autorizar el giro de cheques por las mismas cantidades que ha recibido en depósito. Pero los banqueros saben por experiencia que nunca se retiran simultáneamente todos los depósitos y pueden mantener una reserva suficiente para atender los posibles retiros prestando el excedente. De estos préstamos los clientes retiran una parte y dejan el resto en cuenta corriente cuyo monto depende de las costumbres de la plaza, generándose así los llamados depósitos improprios.

Por esta vía los bancos comerciales ponen a disposición del mercado una cantidad de medios de pago mayor que la que han retirado.

Dentro del país circulan, debido a la intervención de los bancos, monedas de oro, billetes y depósitos bancarios cuyas relaciones y proporciones constituyen la estructura monetaria. Sobre la base oro se levanta una masa de billetes y depósitos cuya magnitud depende de la reserva mantenida por el Banco Central y los encajes que la ley o la costumbre imponen a la Banca Comercial.

*Elasticidad y seguridad.* — Dos son las condiciones que debe reunir todo sistema monetario: elasticidad y seguridad.

Elasticidad significa adaptación del aparato monetario a las necesidades que experimente el mercado como consecuencia de variaciones estacionales y el incremento secular de la producción motivada por el desarrollo económico.

Evidentemente el sistema de patrón oro no cumple con esta condición, porque si no afluye oro al país no puede aumentarse el medio circulante cuando lo exigen los períodos de zafra o se quiere financiar el desarrollo de nuevas actividades.

Seguridad significa dar al tenedor del billete la certeza de que su poder adquisitivo no variará. Ello se logra mediante la libertad de conversión, que otorga el derecho de disponer en cualquier momento de la cantidad de metal indicada en el billete que por el hecho de ser escaso conserva su valor.

Sin embargo el poder adquisitivo del dinero sufre oscilaciones, pues al ingresar metal al país se posibilita la expansión del medio circulante, con el consiguiente incremento de precios y costos, y en el caso contrario, la salida de metal provoca un proceso deflacionario con baja de precios y costos.

b) EN LO INTERNACIONAL. — Toda economía nacional se vincula con las restantes economías nacionales a través del comercio internacional y los movimientos de capitales. Ningún país obtiene dentro de sus fronteras la totalidad de bienes y servicios necesarios para su subsistencia, pero, produce en cambio, algunos de ellos en exceso. En tal circunstancia conviene el cambio: entrega de bienes contra bienes.

Con la especialización surge la necesidad de vender en ciertos países y comprar en otros pagando a estos últimos con los saldos favorables obtenidos en los primeros. Hay que obtener moneda extranjera a efectos de realizar los pagos de las compras del mismo modo que los extranjeros deben proveerse de moneda nacional para llevar a cabo sus importaciones.

Se relacionan entonces las rentas y las unidades de cálculo de diversos países. Las rentas reales, cuando un país cede a otros sus mercaderías, pues mientras en el primero disminuye la cantidad de bienes disponibles, aumenta en el segundo. En el caso en que las compras efectuadas por un país sean iguales a las ventas se produce también una alteración en la renta real. En efecto, aunque la cantidad de bienes y servicios es la misma, se ha modificado la estructura y ello resulta ventajoso siempre que los bienes obtenidos tengan mayor utilidad (son más escasos) que los cedidos.

El país que compra en el exterior necesita moneda del acreedor. Demanda moneda de esos países pero a su vez la suya es demandada por los adquirentes de su producción. Del enfrentamiento de la oferta y demanda de moneda nacional y extranjera surge el tipo de cambio, que no es más que la relación entre las unidades de cálculo de los distintos países, o sea, el precio de la moneda extranjera en términos de moneda nacional.

No sólo se demanda divisa extranjera para importaciones de mercaderías y pago de servicios sino para pagos unilaterales (cargas de guerra, donaciones, etc.), gastos de viaje, de turistas, exportación de capitales, etc.

Lo mismo ocurre con la oferta, de ahí la complejidad de las curvas determinantes del tipo de cambio. Las variaciones de las cantidades ofertadas y demandas determinan variaciones del tipo de cambio al alza o a la baja. Entendemos que el tipo de cambio varía al alza cuando se entregan menos unidades de cálculo nacional por la moneda extranjera y que varía a la baja cuando es necesario dar más unidades de cálculo por la misma cantidad de moneda extranjera.

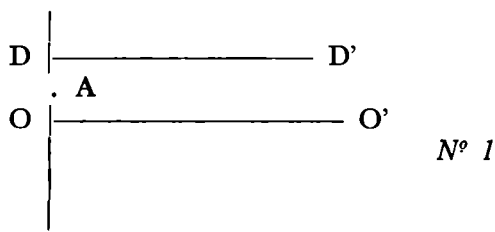
*Funcionamiento en lo externo.* — El tipo de cambio se determina en relación a la cantidad de oro de las distintas unidades monetarias nacionales, y al permitirse el libre movimiento del oro a través de las fronteras, las curvas de oferta y demanda de moneda extranjera son perfectamente elásticas dentro de determinados límites. Si en un momento determinado la demanda de moneda extranjera presiona en el mercado bajando el tipo de cambio entran a actuar los arbitrajistas exportando oro del país y ofertando moneda extranjera mediante la venta de activos.

Los gastos que determinan los movimientos del oro y la comisión de los arbitrajistas lleva el precio de oferta de la moneda extranjera a superar al establecido por la relación entre los finos. Esa diferencia es, sin embargo, muy pequeña, apenas de un 1 % aproximadamente. Como se trata de un bien homogéneo, perfectamente conocido, y hay competencia en la oferta, la curva de demanda es infinitamente elástica. Nadie está dispuesto a pagar un precio mayor al costo (cantidad de metal de la moneda extranjera más gastos de transporte y comisiones).

En caso contrario, si la oferta de moneda extranjera se ha incrementado, afluye oro al país adaptándose dicha oferta a las exigencias de la demanda.

En efecto, los arbitrajistas están dispuestos a adquirir a un precio que compense los gastos de transporte del metal y les proporcione su comisión corriente cualquier cantidad de moneda extranjera, haciendo la curva de oferta de la misma infinitamente elástica.

Gráficamente, puede expresarse así:



A es el punto resultante de la relación entre los finos.

D D' la curva de demanda de moneda extranjera en su posición límite.

O O' la curva de oferta de moneda extranjera en su posición límite. Entre ambas (punto del oro) se establecerá el tipo de cambio.

*Factores que influyen en el mercado de cambios.* — El mercado de cambios recibe influencias de variables de orden cuantitativo (renta monetaria, productividad y movimientos de capitales) y variables de orden cualitativo (expectativas).

*Renta Monetaria y Productividad.* — Las alteraciones de la renta monetaria y la productividad repercuten en lo externo a través de la oferta y demanda en el mercado de cambios.

Si aumenta la renta monetaria en mayor proporción que la renta real ello se traduce en suba de precios y costos internos. Conviene entonces comprar en el exterior en la medida en que los precios de importación sean menores que los precios internos (aumento de importaciones) mientras disminuyen las exportaciones. Por este doble juego aumenta la demanda de moneda extranjera para importaciones frente a una oferta en descenso por baja de exportaciones. Pero el mercado de cambios ejerce a su vez influencia en la renta monetaria. El desequilibrio entre oferta y demanda de divisas se compensa con salidas de oro. En forma automática se contrae el crédito interno y en consecuencia la renta monetaria.

Alteraciones de la productividad al alza significa mayor cantidad de bienes dentro del país. Si la renta monetaria permanece estable o aumenta en forma menos que proporcional que la productividad, bajan los precios y costos internos, incrementándose las exportaciones y contrayéndose las importaciones. El mercado de cambios recibe el impacto: aumento en la oferta de moneda extranjera frente a disminución en la demanda. Pero el mercado de cambios, como en el caso anterior, reacciona ejerciendo influencias. El desequilibrio entre oferta y demanda de divisas se traduce en entradas de oro y expansión de la cantidad de medios de pago. Mayor cantidad de medios de pago posibilita el incremento de la demanda monetaria interna. Para atender las demandas incrementadas es necesario aumentar la producción, ocupando nuevos factores. Pero a medida que se ocupan nuevos factores desciende la productividad.

*Movimiento de Capitales.* — La salida de capitales determina el aumento de demanda de moneda extranjera y por lo tanto la baja del tipo de cambio, hasta llegar al punto de exportación del oro. Llegado a este punto, las salidas de metal detienen la baja, pero provocan la contracción del circulante y del ingreso monetario y con ello la del nivel de precios y las importaciones. Menores importaciones significan a su vez, disminución de la demanda de moneda extranjera por este concepto, lo que conjuntamente con la salida de metal compensa el aumento operado por la salida de capitales.

La entrada de capitales, por el contrario, determina el aumento en la oferta de moneda extranjera y la suba del cambio hasta el punto de importación del oro. Si llegado a este punto continúa la entrada de capitales, el oro afluye al país, provocando la expansión del circulante, del nivel de precios y las importaciones. Mayores importaciones significan aumento en la demanda de moneda extranjera que compensa el aumento provocado en la oferta por entrada de capitales.

*Expectativas.* — Las expectativas favorables o desfavorables originadas por factores políticos, económicos, etc., pueden provocar entradas o salidas de capitales en busca de mejor colocación, con la consiguiente influencia en el mercado de cambios.

Del mismo modo, expectativas de precios al alta o a la baja pueden provocar alteraciones en los distintos rubros del balance de cuentas, influyendo en la oferta y demanda de divisas.

#### FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA EN SU TOTALIDAD.

El oro se utiliza para liquidar los saldos que resultan del comercio internacional, y permitiendo su libre entrada y salida se logra el ajuste automático de los balances de pago y los sistemas de precios.

Si en un momento determinado un país incrementa sus importaciones y éstas superan a las exportaciones, es necesario enjugar el saldo desfavorable del balance de cuentas mediante transferencia de oro. La salida de oro impone una contracción en la cantidad de medios de pago en circulación cuya magnitud depende de la reserva que mantiene el Banco Central. Si esa reserva fuera del 25 %, por el equivalente a cada peso oro se producirá una disminución de 4 pesos billetes; si la reserva es del 20 % por cada peso oro la disminución de billetes en circulación será de 5 pesos. Menos billetes posibilitan menores encajes bancarios y por consecuencia contracción en los depósitos. El desequilibrio del balance de pagos impone una retracción varias veces superior en la circulación monetaria.

Como el nivel de precios surge del enfrentamiento de las corrientes de medios de pagos y bienes y servicios seguirá a la disminución del circulante un ajuste en el mismo.

El reajuste en el nivel de precios impone el reajuste de los costos que también van hacia abajo, quedando en el mercado sólo las empresas de mayor eficiencia. El país está entonces en condiciones de exportar más, en virtud de sus menores costos y de importar menos como consecuencia de la diferencia de precios de los artículos extranjeros con los nacionales. Se produce por este juego de exportaciones e importaciones, un saldo favorable en el balance de cuentas y el metal amarillo afluye al país provocando subas de precios, de costos e ingresos. Sigue una etapa de expansión automática, luego una de contracción y así sucesivamente.

### *Características del sistema rentalista*

a) EN LO NACIONAL. — En este sistema se parte de otro concepto del dinero. Mientras en el patrón oro el dinero es el metal, en el rentalista, dinero es la renta o producción expresada en unidades de cálculo.

Cambia asimismo el concepto de medio de pago. En el patrón oro, dinero y medio de pago son la misma cosa. En el rentalista, medio de pago es el instrumento necesario para la generación y distribución de la renta (billete, depósito, documentos comerciales, vales, conformes, etc.). Se distingue, por un lado la renta, y por otro el mantenimiento de la corriente monetaria que debe marchar de acuerdo con esa renta.

*Generación de la renta.* — En un sistema económico liberal, o liberal con cierto intervencionismo por parte del Estado, el empresario actúa como centro. Demanda factores productivos generando salarios, arrendamientos e intereses, y como contrapartida lleva al mercado productos terminados. Se genera entonces una corriente de medios de pago que va de los empresarios a los factores, que luego se vuelca en demandas de los bienes producidos.

El medio de pago se utiliza como unidad de medida de los valores, como unidad de cálculo en que se mide la renta y representa una orden contra el producto nacional como certificación de los servicios prestados a la comunidad. Deben crearse cuando aumente la producción y retirarse cuando los bienes han sido consumidos o han desaparecido. Así cuando un industrial ha producido una determinada cantidad de mercancías debe vender al mayorista a efectos de proveerse de medios de pago para continuar financiando su actividad. Si éste carece de los instrumentos correspondientes, puede pagar con un documento, que descontado en un Banco, pone a disposición del mercado billetes o depósitos bancarios. El industrial puede continuar así su producción mientras el mayorista pone los bienes al alcance del público mediante la intervención del comercio minorista, recogiendo los medios de pago correspondientes. Cuando se ha cumplido la operación, es decir el ciclo productivo y consuntivo, se levanta el documento descontado, retirándose los medios de pago de la circulación.

*Importancia del medio de pago en la generación de la renta.* — Reconoce la teoría rentalista que no se puede mantener una corriente de producción si no se provee a la comunidad de los medios de pago necesarios. No es posible mantener cualquier volumen de renta con una cantidad determinada de medios de pago.

En la concepción clásica, un aumento de renta siempre era posible con una cantidad fija de medios de pago, pues la única consecuencia sería una baja del nivel de precios, resultante del enfrentamiento del

aparato real incrementado con una corriente monetaria estable. En la concepción rentalista, se admite que los precios son rígidos, que no aceptan una disminución, un movimiento a la baja. Por lo tanto, si la cantidad de medios de pago permanece fija no pueden financiarse nuevas operaciones y la renta no puede aumentar. Por el contrario, si se produce una contracción en la oferta de medios de pago, ello redundaría para los clásicos, en una disminución del nivel de precios, manteniéndose la renta en el mismo nivel. Esto no se da en la realidad y la nueva teoría ha tenido que aceptarlo. En efecto, en virtud de la rigidez de ciertos precios, se continuará utilizando la misma cantidad de medios de pago en determinadas operaciones, quedando otras sin posibilidad de financiación, lo cual implica en definitiva una contracción de la renta.

*Funcionamiento del sistema.* — El Banco Central actúa como instituto emisor de billetes con carácter de privilegio exclusivo, y como autoridad encargada de regular el crédito según los fines de la política monetaria, para lo cual debe proveérsele de los medios adecuados.

Conjuntamente con el Banco Central, desempeñan funciones de creadores de medios de pagos, los bancos comerciales. El primero pone los billetes a disposición de la plaza. Una parte de los mismos, es usada por el público directamente en las transacciones, afluyendo el resto a los Bancos en forma de depósitos. Estos prestan una parte, manteniendo billetes como reserva para hacer frente a eventuales retiros según los porcentajes establecidos por el Banco Central. Se crean los llamados depósitos impropios en la forma establecida en el capítulo anterior.

Si el Banco Central en atención al movimiento de la renta, considera que se debe aumentar ● contraer la corriente monetaria tiene en sus manos diversas medidas a adoptar. En el primer caso puede proceder:

- a) incrementar la cantidad de billetes. De este modo, el resto de la Banca se encuentra en condiciones de expandir el crédito y permitir la financiación de nuevas producciones. El incremento de billetes puede llevarse a cabo:
  - 1) favoreciendo el redescuento mediante la baja de la tasa de descuento;
  - 2) efectuando préstamos de otra naturaleza al resto de la Banca;
  - 3) comprando valores al público con la emisión de nuevos billetes;
- b) a la racionalización del crédito. Consiste en la canalización del crédito hacia las actividades que se quieren desarrollar por medio de:

- 1) aplicación de encajes móviles. Se establecen menores encajes para los préstamos efectuados a los sectores que se desea fomentar;
- 2) aplicación de tasas de descuento más favorables a documentos provenientes de actividades que interesan a la economía nacional, por tratarse de fuentes importantes de ingreso. Se orienta así el crédito hacia la agricultura o la industria, retirándolo de actividades especulativas que pueden pagar más altas tasas de interés y propender a la inflación de ciertos sectores con el desajuste consiguiente de la vida económica;
- 3) distribución del crédito por zonas geográficas. Se orienta el crédito hacia zonas cuyo desarrollo se desea fomentar.

En los casos en que considere excesiva la cantidad de medios de pago el Banco Central actúa en forma inversa:

- a) disminución de la cantidad de billetes mediante:
  - 1) elevación de la tasa de descuento;
  - 2) restricción de otros tipos de préstamos a la banca comercial;
  - 3) venta de valores;
- b) elevación de los encajes. Ello hace que con la misma cantidad de billetes se mantenga una masa menor de depósitos;
- c) retracción del crédito en aquellas actividades en que se está produciendo un proceso inflacionario (inflación sectorial).

*Elementos que debe tener en cuenta el Banco Central para proceder a la creación de medios de pago.* — Siendo el fin de la política económica la obtención del máximo ingreso con una buena distribución del mismo, entre los distintos grupos sociales, el Banco Central debe poner a disposición del mercado la cantidad de medios de pago necesaria para la consecución de aquellos fines.

El poder adquisitivo del medio de pago, surgirá del enfrentamiento de la corriente monetaria y la corriente de bienes y servicios y el fundamento de su valor se encuentra en la renta nacional.

*Elasticidad y seguridad.* — El sistema es, dentro de esta concepción, elástico. El Banco Central adapta en todo momento la cantidad de medios de pago a las exigencias de la producción y comercialización de bienes y servicios, para lo cual se le provee de los instrumentos necesarios.

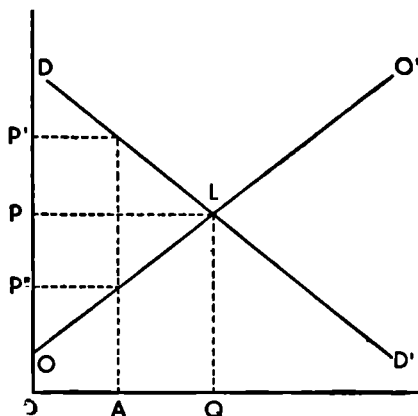
Ofrece asimismo la segunda condición que debe reunir todo sistema monetario: seguridad. Al adaptarse en todo momento la corriente moneta-

ria al flujo de bienes y servicios, el nivel de precios, y por lo tanto el poder adquisitivo del medio de pago no sufre oscilaciones bruscas.

b) EN LO INTERNACIONAL. — En la concepción rentalista, no se vincula la unidad dineraria al metal. Lo que interesa es la cantidad de renta o producción a que da derecho esa unidad de cálculo, o en otros términos, a que parte del producto social tiene derecho su poseedor. Por esta razón, las curvas de oferta y demanda de divisas en el mercado de cambios no son perfectamente elásticas.

Mientras en el patrón oro el tipo de cambio es fijo, o varía dentro de límites muy estrechos (los puntos oro), pero la renta es variable ya que evoluciona al ritmo de los movimientos del oro, en un sistema rentalista el tipo de cambio es variable pero la renta es progresivamente creciente.

El tipo de cambio se determina como todo precio por el corte de las curvas de oferta y demanda (en este caso oferta de divisa extranjera y demanda de divisa extranjera).



Nº 2

Si en el gráfico representamos en el eje de las abcisas, cantidad de moneda extranjera, y en el eje de las ordenadas, precio de la moneda extranjera en términos de moneda nacional, tendremos las curvas  $DD'$  (demanda de moneda extranjera) y  $OO'$  (oferta de moneda extranjera).

Los distintos puntos de  $DD'$  indican el precio que se está dispuesto a pagar por la moneda extranjera y los de  $OO'$  los precios a que se está dispuesto a vender moneda extranjera. El tipo de cambio será  $OP$  unidades de cálculo nacionales por cada unidad de cálculo extranjera;  $OQ$  la cantidad de moneda extranjera demandada y el rectángulo  $OPLQ$  el valor de esas unidades en moneda nacional.

Si se demandan divisas sólo para importaciones, y se ofertan como resultado de las exportaciones, el tipo de cambio debe ser de tal magnitud

que iguale las importaciones y las exportaciones. La curva de demanda indica la cantidad de dólares (si nos referimos a esta moneda) que los importadores están dispuestos a adquirir a los diversos precios en un momento determinado. A un precio  $OP'$  demandarán la cantidad  $OA$  y a medida que baja el precio, aumentan las cantidades demandadas hasta llegar al punto  $Q$ .

La curva de oferta, indica las cantidades que los exportadores están dispuestos a poner a disposición del mercado, también en un momento determinado. A un precio  $OP''$ , sólo ofrecen la cantidad  $OA$ , pero a medida que sube el precio, aumentan las cantidades ofertadas hasta llegar a  $Q$ .

Las importaciones y las exportaciones se nivelarán automáticamente como consecuencia de la actuación del tipo de cambio, pero éste a su vez depende de la oferta y demanda de divisas.

*Determinantes del tipo de cambio. Funcionamiento.* — A efectos de establecer las determinantes del tipo de cambio habría que analizar las determinantes de las respectivas demandas y ofertas.

La demanda de divisas depende del deseo de adquirir bienes en el exterior, que a su vez está determinado por:

- a) la posibilidad de adquirir esos bienes en el interior que a su vez depende de la producción y del precio. Si no se produce dentro del país, hay que adquirirlos en el exterior en cantidades suficientes, por lo menos, para satisfacer las necesidades más elementales. Si se producen dentro del país y hay libertad de importación, depende de los precios respectivos;
- b) el ingreso monetario de la comunidad. A medida que aumenta la renta monetaria se incrementa el poder de compra de la población; poder de compra que puede volcarse dentro o fuera del país. Si el aumento del ingreso monetario no va acompañado del aumento de producción, la tendencia será a volcarlo en el exterior, con la consiguiente influencia en el tipo de cambio al presionar la demanda de divisas;
- c) la productividad. Entendemos por productividad la cantidad de producto que aporta un factor productivo dentro de ciertas condiciones técnicas, por unidad de tiempo. La elevación de la productividad significa mayor renta real, o sea, mayor cantidad de bienes y servicios que ejercen una doble influencia en el mercado de cambios:
  - 1) se pueden satisfacer las necesidades del país con más bienes nacionales y por lo tanto disminuye la demanda de divisas para importaciones;

2) permite al país una mayor exportación y por tanto un incremento en la oferta de divisas. Por su ese doble juego de incremento de oferta y decrecimiento de demanda la productividad influye en el tipo de cambio en razón inversa. A mayor productividad, un tipo de cambio más favorable y en consecuencia mejor abastecimiento de bienes importados. A la inversa, menor productividad, significa menos bienes producidos en el país, y por tanto, disminución de las exportaciones que redundan en una menor oferta de divisas;

d) el estado de la técnica. A un estado más adelantado de la técnica, mayor productividad. Como la técnica influye a través de la productividad puede incluirse en el inciso c.

Factores similares determinan la oferta de divisas.

En consecuencia, el tipo de cambio, considerando únicamente oferta y demanda de divisa por exportaciones e importaciones, en el supuesto de una producción dada (se considera dato lo establecido en el inciso a) está determinado por dos elementos: la renta monetaria y la productividad. Su magnitud está en razón directa de la primera, e inversa de la segunda.

Pero también se demanda moneda extranjera para otros fines: viajes de turistas, pago de servicios, transferencias unilaterales, pago de intereses, exportación de capitales, etc. A su vez, se ofertan divisas por prestación de servicios, cobros unilaterales, ingresos de capitales, etc.

Hay autores que consideran que la demanda de divisas para viajes, pago de servicios y obsequios, dependen del tipo de cambio, al igual que la demanda para importaciones y por lo tanto pueden incluirse en la curva conjunta de demanda. Aceptado este criterio, la curva  $DD'$  de la gráfica 2 representa la demanda de divisas por todos los motivos, excepto movimiento de capitales. A medida que baja el precio de la moneda extranjera aumentan las cantidades demandadas. La curva  $OO'$  representa la oferta de divisas por todos los motivos, excepto también movimiento de capitales. Con el aumento de precio de la moneda extranjera, aumentan las cantidades ofertadas pues son mayores las posibilidades de colocar la producción en el exterior y más ventajosa la prestación de servicios.

*Importancia del movimiento de capitales.* — Enfocaremos el problema desde dos puntos de vista:

- a) del país exportador de capitales.
- b) del país importador de capitales.

a) *Del país exportador de capitales.* — En este caso la oferta de capitales implica aumento en la demanda de moneda extranjera y por lo tanto la baja del tipo de cambio. Pero esta baja del tipo de cambio como consecuencia de la exportación de capitales, ejerce influencia sobre la oferta y demanda de divisas para movimiento de mercaderías, servicios, turistas, etc. La importancia de esa influencia depende fundamentalmente de la elasticidad de las curvas de demanda nacional de productos extranjeros, y de demanda extranjera de bienes nacionales de exportación.

El país prestamista puede enfrentarse a una demanda elástica de productos de exportación. En tal caso, la baja del tipo de cambio trae como consecuencia un aumento de demanda más que proporcional a esa baja y por lo tanto un aumento del valor de las exportaciones en términos de moneda extranjera. Este aumento es mayor cuanto mayor sea la elasticidad de la oferta nacional. En la posición límite de oferta nacional y demanda extranjera totalmente elásticas, el incremento de exportaciones sería infinito.

La demanda nacional de productos extranjeros también puede ser más o menos elástica. Cuanto más elástica sea la demanda nacional, mayor será la contracción de las importaciones, y por tanto menor la demanda de divisas para ese fin.

A continuación se establecerá un cuadro con las distintas elasticidades de las curvas de demanda de productos de exportación, y las curvas de demanda de bienes extranjeros:

a) demanda de productos de exportación (oferta de divisas):

<u>Elasticidad</u>	<u>tipo de cambio</u>	<u>cantidad</u>	<u>ingreso (gasto)</u>
> 1	< 3 %	> 6 %	aumenta
= 1	< 3 %	> 3 %	igual
< 1	< 3 %	> 1,5 %	disminuye

b) demanda de productos de importación (demanda de divisas)

<u>elasticidad</u>	<u>tipo de cambio</u>	<u>cantidad</u>	<u>gasto (ingreso)</u>
> 1	> 3 %	< 6 %	disminuye
= 1	> 3 %	< 3 %	igual
< 1	> 3 %	< 1,5 %	aumenta

En a), primer caso, significa que una baja del 3 % en el precio con una elasticidad mayor que uno (2 por ejemplo) trae como consecuencia un aumento más que proporcional en la cantidad demandada (6 % en el ejemplo). Por lo tanto, el ingreso de moneda extranjera, aumenta.

El ingreso de divisas está dado por la siguiente ecuación:

I. de divisas = tipo de cambio  $\times$  cantidad moneda extranjera.

Al aumentar el segundo factor del segundo miembro más que proporcionalmente que lo que disminuye el primer factor, el producto aumenta, (ingreso de divisas).

Segundo caso. — Una baja del 3 % en el precio con una elasticidad igual a 1, trae como consecuencia un aumento proporcional (3 %) en la cantidad demandada. Pór lo tanto, permanece constante el ingreso en moneda extranjera.

Tercer caso. — Una baja del 3 % en el precio con elasticidad menor que uno, (0,5 por ejemplo), trae como consecuencia un aumento menos que proporcional en la cantidad demandada. (1,5 en el ejemplo). Por lo tanto, disminuye el ingreso de moneda extranjera.

En b), primer caso. — Si la elasticidad de la demanda de bienes de importación es mayor que uno (2 por ejemplo), la baja del tipo de cambio significa una suba de precios. Si el tipo de cambio baja en un 3 % (sube el precio de los bienes de importación en esa cantidad), la cantidad demandada disminuye en un 6 % y por lo tanto el gasto en compras en el exterior es menor.

Segundo caso. — Una baja del tipo de cambio del 3 % con elasticidad igual a uno, significa una disminución de un 3 % en la cantidad comprada y por lo tanto un gasto constante.

Tercer caso. — Una baja del tipo de cambio del 3 % con una elasticidad menor que uno, representa una disminución de 1,5 %, en el supuesto de elasticidad igual a 0,5 y por lo tanto un aumento del gasto en bienes de importación.

Pueden darse diversas combinaciones con los elementos establecidos en este cuadro, y por lo tanto, distintas repercusiones del movimiento de capitales en el tipo de cambio. Así, del enfrentamiento del primer caso de a), con los tres de b), resulta:

*Primer caso de a) y primer caso de b).* — Cuanto más elástica es la demanda nacional de importaciones, mayor es la contracción de la cantidad comprada con la consiguiente repercusión en la balanza comercial. Hay que agregar a ello, el aumento de exportaciones provocado por la elasticidad de la demanda de exportaciones. El país exportador de capitales tiene una propensión al ahorro mayor que la propensión a invertir dentro de fronteras y la baja del tipo de cambio es menos que proporcional que la salida de capitales.

*Primer caso de a) y segundo de b).* — Aumentan las exportaciones permaneciendo igual las importaciones (en virtud de los supuestos establecidos) y por lo tanto, es mayor la oferta de divisas frente a una de-

manda estable. El tipo de cambio se deprecia en la medida en que las exportaciones de capital superan a las exportaciones de bienes. El tipo de cambio está entonces en relación directa de las exportaciones de capitales, y en razón inversa de la elasticidad de la demanda de exportaciones.

*Primer caso de a) y tercer caso de b).* — Aumentan las exportaciones pero también el gasto en el exterior y en consecuencia la demanda de moneda extranjera para importación. El ajuste definitivo del tipo de cambio dependerá de la magnitud de las respectivas elasticidades: está en razón directa de la elasticidad de demanda de importaciones, y en razón inversa de la elasticidad de demanda de exportaciones.

*Segundo caso de a).* — Como son poco frecuentes las curvas de demanda de productos de exportación de elasticidad uno en todos sus puntos, no se tratará esta situación.

*Tercer caso de a) y primer caso de b).* — Por ser la elasticidad de la demanda de exportaciones menor que uno, el incremento de exportaciones es menos que proporcional que la baja del tipo de cambio, disminuyendo la oferta de moneda extranjera. Siendo la elasticidad de demanda de importaciones menor que uno, disminuyen las importaciones. Se contraen tanto la oferta como la demanda de divisas para el movimiento de bienes y servicios, y el tipo de cambio depende de la magnitud de las respectivas elasticidades: está en razón directa de la elasticidad de la demanda de importaciones, y en razón inversa de la elasticidad de la demanda de exportaciones.

*Tercer caso de a) y segundo caso de b).* — Enfrentamos en esta situación una oferta de divisas disminuída con una demanda constante. El tipo de cambio tiende a disminuir aún más que lo que determina la salida de capitales, sin considerar sus efectos indirectos.

*Tercer caso de a) y tercer caso de b).* — Aumenta la demanda de divisas para importaciones, mientras disminuye la oferta de divisas por exportaciones debido al doble juego de las elasticidades respectivas. El tipo de cambio baja más que en los casos anteriores, siendo la posición más desfavorable para el país.

b) *Del país importador de capitales.* — La entrada de capitales determina la elevación del tipo de cambio, con las consiguientes influencias de la balanza comercial, en virtud del juego de las elasticidades de las curvas de oferta y demanda que actúan de manera inversa a lo establecido en la situación anterior de países exportadores de capitales.

Los países receptores de capitales, generalmente deben servir importes por concepto de amortizaciones. La demanda de moneda extranjera presiona en el mercado de cambios, llevando las respectivas cotizaciones hacia abajo.

Surge de lo expuesto la importancia que el movimiento de capitales tiene en la determinación del tipo de cambio, y que son consecuencia de

los ajustes realizados en el ingreso y la productividad de las economías internas.

*El juego de las expectativas.* — Los sujetos económicos actúan en base a planes estructurados en atención a lo que esperan ocurra en el futuro. Muy numerosas son las expectativas que pueden influir en los planes realizados por los individuos para su actuación en el mercado de cambios. Así, si se espera la baja del tipo de cambio, en virtud de las expectativas de la marcha de la renta monetaria, la productividad o el movimiento de capitales, los demandantes de divisas aceleran las compras provocando la baja con anterioridad a la aparición real de la causa.

Algo similar ocurre cuando se espera la mejora del tipo de cambio, pues en estos casos, se difieren las compras de moneda extranjera con la consiguiente disminución de la demanda y del precio de la misma.

Expectativas de orden político pueden determinar entradas o salidas de capitales con la consiguiente repercusión en los cambios. En efecto, expectativas de estabilidad política pueden inducir a los capitalistas del exterior a traer sus capitales al país, mientras que expectativas de inestabilidad pueden provocar fugas importantes. Hay que agregar a ello el juego de los especuladores cuya ganancia consiste en la diferencia entre el precio a que compran y el precio a que venden la moneda extranjera.

En resumen: el tipo de cambio normal dentro de una teoría rentalista es variable y está en relación directa de la renta monetaria y la salida de capitales, y en razón inversa de la productividad y la entrada de capitales. El tipo de cambio corriente sufre la influencia de las expectativas y se aparta del normal según la intensidad de éstas.

Pero una teoría rentalista puede funcionar interviniendo el mercado de cambios a través de un Fondo de Estabilización o sustituyéndolo por medio de un Contralor de Cambios, a efectos de evitar variaciones bruscas en la cotización de la moneda extranjera.

Mantener un tipo de cambio estable puede ser de interés para:

- 1) alentar la entrada de capitales extranjeros en países que los necesitan para su desarrollo económico;
- 2) facilitar los planes a largo plazo por parte de los empresarios;
- 3) asegurar al Estado la constancia en los pagos de los servicios de deuda en moneda extranjera, etc.

Pero la estabilidad, sólo puede mantenerse mientras no se produzcan modificaciones en la renta monetaria, en la productividad o en el deseo de colocar capitales en el exterior. En efecto, si se ha incrementado la renta monetaria sin estar acompañada de un incremento de productividad, el país poco a poco se verá desplazado del mercado internacional al insistir en mantener un tipo de cambio fijo.

Para mantener el tipo de cambio y no verse desplazado del mercado internacional puede seguirse una política de disminución del ingreso monetario mediante la contracción del crédito. Contraer el crédito significa menores demandas, menores precios, menores costos por desaparición de las empresas marginales y por consiguiente, aumento de productividad. Pero aumento de productividad que se consigue recurriendo a la desocupación, lo que es contrario a los fines de la política económica actual.

El mismo fenómeno de desocupación ocurrirá si ha disminuído la productividad, y se insiste en mantener un tipo de cambio estable, mediante la contracción del ingreso monetario.

**FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA EN SU TOTALIDAD.** — El sistema puede actuar en lo externo con libertad en el mercado de cambios, con contralor de cambios, o con fondo de estabilización.

a) *Con libertad en el mercado de cambios.* — La autoridad monetaria, al regular el circulante interno, está determinando el ingreso monetario que a su vez incide en el tipo de cambio en la forma establecida. Los aumentos de la renta monetaria o los descensos de productividad van seguidos de bajas del tipo de cambio, a efectos de lograr el ajuste de las partidas del balance de pagos. Pero la baja del tipo de cambio incide en el nivel de precios internos, al encarecer los productos de importación.

Elevación de precios de importación, significa:

- a) mayores beneficios para los empresarios que compiten con el exterior o que matienen stocks;
- b) necesidad de mayor cantidad de medios de pago para financiar las mismas operaciones;
- c) Exigencias de mayores salarios para compensar la elevación del costo de la vida.

Ello se traduce en nuevos aumentos de la renta monetaria.

En conclusión: existe relación de interdependencia entre lo interno y lo externo, funcionando el sistema como un todo armónico.

b) *Con Fondo de Estabilización.* — Partimos del supuesto de que se quiere mantener estable el tipo de cambio utilizando un Fondo de Estabilización que actúe como compensador, ofertando divisas cuando hay déficit, y demandando cuando hay excedente.

Esta política puede seguirse cuando se trata de variaciones en la oferta y en la demanda, originadas por factores accidentales, pero no cuando se trata de variaciones en la renta monetaria o en la productividad.

Si aumenta la renta monetaria en forma más que proporcional que la renta real, o baja la productividad, ello incide en aumento de importa-

ciones y baja de exportaciones por el juego del coeficiente de importaciones y suba de costos internos. Para mantener el tipo de cambio estable el Fondo deberá salir a vender divisas u oro retirándolo de sus reservas. Ello podrá ocurrir durante cierto tiempo, que depende de la magnitud de la variación de la renta o productividad y las reservas del país, pero llegará un momento en que las reservas empezarán a disminuir en tal forma que habrá que ir a la modificación del tipo de cambio.

c) *Con Contralor de Cambios.* — La autoridad monetaria debe fijar el tipo de cambio en atención a la renta monetaria y la productividad.

Si se establece un tipo de cambio más bajo que el de equilibrio, se producirán saldos favorables en el balance de pagos (mayores exportaciones que importaciones), originándose subas de precios internos como consecuencia de menor cantidad de bienes frente a los medios de pago puestos a disposición del mercado para generar la renta. Suba de precios se traduce en suba de costos por aumentos de salarios, intereses, arrendamientos y beneficios, lo que en definitiva significa renta monetaria al alza, alza que se detendrá recién en el momento en que el tipo de cambio fijado por el Contralor sea el de equilibrio.

Pero este nuevo punto de equilibrio del tipo de cambio exige una serie de ajustes internos que pueden afectar la redistribución de la renta, con las consiguientes transferencias de riqueza, de unos sectores a otros. Conviene, a efectos de evitar este proceso de ajuste, actuar rápidamente sobre el tipo de cambio una vez producidos los saldos favorables.

Si, por el contrario, el tipo de cambio es más alto que el de equilibrio, se producirán saldos desfavorables en el balance de pagos. La solución para mantener fijo el cambio está en la contracción de la renta monetaria reduciendo el crédito.

Menor renta monetaria posibilita menores demandas y en consecuencia, menores precios y menores costos. El país logra así, aumentar las exportaciones y disminuir las importaciones, pero a expensas de la ocupación. En efecto, deben abandonar el mercado las empresas cuyos costos están por encima de los nuevos precios desocupando factores.

La autoridad monetaria debe tener presente que en este caso, para evitar desajustes internos, conviene actuar sobre el tipo de cambio disminuyendo hasta el punto de equilibrio.

---

### *Diferencias entre los dos sistemas*

a) EN LO INTERNO.

a) Se parte de un concepto distinto de dinero. En el patrón oro, dinero y medio de pago son la misma cosa. En el sistema renta-

lista, dinero es renta expresada en unidades de cálculo, mientras medio de pago es el instrumento que permite la movilización de la renta.

- b) El sistema de patrón oro es automático. La regulación monetaria se efectúa sin intervención alguna, atendiendo sólo el movimiento del metal.

En el rentalista la regulación de los medios de pago se efectúa teniendo en cuenta la renta nacional, cuidando que no estén en exceso ni en defecto.

- c) Como consecuencia de lo anterior la actuación de la autoridad monetaria es distinta. En el patrón oro, el Banco Central se limita a entregar billetes contra metal y convertir billetes en metal a solicitud del público. En el sistema rentalista, en cambio, el Banco Central debe crear o anular medios de pago según sea la marcha de la producción, lo que exige el conocimiento de la renta real y la productividad.
- d) Elasticidad. Mientras el sistema de patrón oro es rígido, el rentalista es esencialmente elástico.
- e) Seguridad. El sistema de patrón oro es seguro, si se entiende por tal cosa que el billete adquiere siempre la misma cantidad de oro. Varía en cambio la cantidad de renta a que da derecho el medio de pago en virtud de las variaciones en los precios provocadas por entradas y salidas de oro.

El sistema rentalista admite que los precios han de ser progresivamente crecientes, con la finalidad de alentar la actividad del empresario. No obstante, el sistema no deja de ser seguro, pues las variaciones en la cantidad de renta que adquiera el medio de pago son pequeñas y toda unidad de cálculo está respaldada por bienes y servicios.

## b) EN LO EXTERNO.

En el patrón oro se considera que alcanzada la estabilidad externa, se logra automáticamente la estabilidad interna. Pero manteniendo el tipo de cambio fijo (estabilidad externa) lejos de alcanzarse la estabilidad dentro del país, la renta queda sometida a oscilaciones al alta y a la baja.

En la concepción rentalista se reconoce la interdependencia entre lo interno y lo externo y por lo tanto no se puede alcanzar la estabilidad en uno de los sectores sin provocar alteraciones en el otro.

c) **EL SISTEMA RENTALISTA SE ADAPTA MEJOR A ECONOMÍAS SUBDESARROLLADAS.** — El mundo nos muestra dos grandes tipos de estructuras económicas:

- a) estructuras con predominio de las actividades secundarias y terciarias, con una técnica muy avanzada, altos ingresos y gran utilización de capital: corresponden a los países llamados centros utilizando la terminología de Prebisch o economías dominantes en la concepción de Perroux;
- b) estructuras con predominio de las actividades primarias, de escaso desarrollo técnico, bajos ingresos y menor utilización de capital: países periféricos o sub-desarrollados según Prebisch o economías dominadas para Perroux.

Estas diferencias tienden a hacerse cada vez más sensibles en virtud del progreso técnico, pues los países del tipo "a" lo asimilan más rápida y fácilmente al amparo de una mayor dosis de capital.

En una estructura con predominio de actividades secundarias y terciarias la variable determinante de las altas y bajas, de los períodos de auge y depresión es la inversión. Aumentos de inversión van seguidos, por la acción del multiplicador, de incrementos en el ingreso varias veces superior. A medida que aumentan el ingreso y la ocupación se dan estos dos fenómenos:

- 1) aumento de importaciones;
- 2) exportación de capitales debido a la alta propensión al ahorro.

Ello provoca en un sistema de patrón oro la disminución de las cantidades de metal. La economía pierde liquidez y sube la tasa de interés frenando las inversiones. Hay pues factores que detienen el alza, impidiendo que alcanzada la ocupación plena las demandas monetarias continúen en aumento, con las consiguientes alzas de precios.

En la etapa de baja, por el contrario, al contraerse el ingreso y la ocupación, la economía se hace más líquida por disminución de importaciones, aumento de exportaciones visibles y entrada de capitales que determinan aumento en las cantidades de metal, la emisión de billetes y el crédito. Juegan como en el caso anterior factores que detienen el proceso, esta vez a la baja.

En una estructura con predominio de actividades primarias, la ~~propensión al ahorro~~ ~~de inversión~~ ~~que~~ ~~corresponde~~ ~~a~~ ~~la~~ ~~inversión~~ ~~en~~ economías altamente desarrolladas. Los aumentos de exportaciones van seguidos de elevación de ingresos varias veces superior, iniciándose una

etapa de prosperidad. Pero esta etapa de prosperidad presenta características distintas de la de un país centro:

- 1) la economía se hace más líquida a medida que aumentan las exportaciones y afluyen capitales provenientes de países centros, acelerando el proceso expansivo.
- 2) la oferta nacional es rígida debido a la escasa movilidad de los factores.

No juegan los factores compensadores que detienen el alza en un país centro. El desnivel cada vez más marcado entre ingreso monetario e ingreso real se traduce en alzas desordenadas de precios, costos y valores de activos.

El alto coeficiente de importaciones, propio de esta estructura sigue jugando aún después que los países centros detienen sus compras y exportación de capitales, provocando salidas de metal para cancelar saldos contrarios en el balance de cuentas. Se inicia una etapa depresiva por baja de exportaciones y aumento de importaciones caracterizada por pérdida de liquidez al no actuar factores compensadores.

En el sistema rentalista se adaptan en todo momento los medios de pago a la renta real. En un país sub-desarrollado se pueden impedir mediante la neutralización y orientación del crédito los excesos de liquidez en el auge y la falta de liquidez en la depresión, atenuando las oscilaciones cíclicas. En un país altamente desarrollado, el sistema rentalista permite actuar sobre la liquidez tanto en el alta como en la baja cuando los factores compensadores no encuentran condiciones favorables para hacerlo.

En conclusión: el sistema rentalista conviene fundamentalmente a economías sub-desarrolladas porque se evitan los trastornos ocasionados por el exceso de liquidez en el auge y la baja de liquidez en la depresión.

## II

### SISTEMA MONETARIO DEL URUGUAY

El sistema monetario del Uruguay está estrechamente relacionado con el sistema económico y político.

Pueden distinguirse tres grandes etapas en nuestro sistema económico desde el nacimiento de la República a la vida independiente hasta nuestros días.

*Primera etapa.* — Abarca el período comprendido entre 1830 y 1914. Se trata de un sistema liberal, que limita las funciones del Estado a las

elementales de administración de justicia, vigilancia, etc. En materia económica todo queda librado al libre juego de la oferta y la demanda, y sólo de modo indirecto, a través de la política de aranceles se ejerce alguna influencia.

*Segunda etapa.* — Abarca el período comprendido entre 1914 y 1931. A partir de la primera guerra mundial el Estado comienza una política intervencionista procurando la elevación del nivel de vida de vastos sectores sociales. Se limita la jornada de trabajo, se instituye el descanso semanal obligatorio, se reglamenta el trabajo de las mujeres, etc.

En materia económica aparte de la intervención en el mercado del trabajo se fijan precios máximos y mínimos, se intensifica la política proteccionista, etc.

*Tercera etapa.* — Se extiende desde 1931 hasta nuestros días. La intervención afecta a casi todos los sectores de la vida nacional. En lo económico se va al contralor de cambios, de las exportaciones e importaciones, a la intervención por parte del Estado en la fijación de los salarios a través de los Consejos de Salarios, a la prestación de ciertos servicios en atención a las necesidades generales, desplazando al empresario privado que actúa sólo en función del beneficio individual, etc.

Consecuentemente con la evolución del sistema económico podremos distinguir también tres etapas en nuestro sistema monetario que abarcan los mismos períodos.

*Primera etapa.* — Sistema Bimetalista, basado en el oro y la plata, y luego el Patrón Oro aunque con características propia.

*Segunda etapa.* — Se abandona al sistema de Patrón Oro al decretarse la inconvertibilidad como consecuencia de la primera guerra mundial.

*Tercera etapa.* — Se introducen elementos rentistas y se interviene el mercado de cambios.

### III

## EL SISTEMA MONETARIO DEL URUGUAY EN EL PERIODO 1830 - 1914

Al comienzo de nuestra vida institucional se adoptó el sistema Bimetalista. Ello se explica por lo siguiente:

- a) el oro y la plata habían sido la base del sistema monetario español en la época de la colonia;
- b) se habían sufrido las consecuencias de los billetes inconvertibles del Banco Nacional de Buenos Aires que invadieron el territorio

nacional en los últimos años de la lucha por la independencia. Estos billetes emitidos sin control alguno por el gobierno porteño se depreciaron en tal forma que su valor real apenas superaba su valor intrínseco. El sentimiento de desconfianza hacia el billete preparó el ambiente a un sistema que tuviera por base elementos de valor intrínseco elevado; de ahí la adopción de un sistema con base metal;

- c) La Constitución consagró un Estado liberal y es indudable que para un Estado con estas características nada mejor en materia monetaria que un sistema metalista.

Karl Polanyi sostiene que al civilización del siglo XIX se basa en cuatro grandes instituciones que se complementan: dos de orden político y dos de orden económico. Las primeras son el equilibrio de poderes y el Estado liberal, y las segundas el Patrón Oro y el mercado autorregulador. Por lo tanto si en lo político se opta por un Estado liberal, deben consagrarse las dos grandes instituciones económicas, mercado autorregulador y Patrón Oro, que forman con aquel, un todo armónico.

*Características del sistema monetario.* — Distinguiremos dos grandes períodos: 1º) desde 1830 hasta la ley del 23/6/862, y 2º) de 1862 hasta que se decreta la inconvertibilidad en 1914.

*Primer período.* — Se carece de unidad monetaria nacional, circulando monedas de oro y plata españolas, brasileñas, inglesas, etc., y para los pagos menores monedas de cobre. El valor de las referidas monedas era el asignado por los respectivos estados emisoras, de modo que muchas veces difería su valor nominal de su valor intrínseco.

No existe libertad para la instalación de Bancos requiriéndose autorización legislativa para su creación.

En lo externo hay libertad para la exportación e importación de oro y plata.

*La estructura dineraria.* — Es rudimentaria como la producción, estancada en sus renglones básicos, ganadería y agricultura, como consecuencia de tantos años de luchas. Se compone, como se ha dicho de monedas de oro y plata y cobre brasileño primero, décimos de Buenos Aires después, etc. Con la creación de los primeros bancos hacia el final del período considerado se opera una modificación muy importante en la estructura dineraria que empieza a adaptarse a las necesidades de un mercado en evolución. En efecto, después de la Guerra Grande el país asiste a una especie de renacimiento económico: se intensifica el comercio en la ciudad y el campo, se incrementan las actividades ganaderas y agrícolas, las exportaciones e importaciones, luego de largos años de parálisis total.

La modificación de la estructura económica exige la adaptación del aparato monetario y es así que a partir del año 1853 se presentan los primeros proyectos para la creación de Bancos que si bien están previstos por el sistema no han cuajado en la realidad.

En 1855, se crean dos Bancos, Mauá y Cía. y Comercial que cambiarán la estructura dineraria en virtud de concedérseles autorización para la emisión de billetes. Ahora circularán conjuntamente con monedas metálicas, billetes de banco lo que implica una modificación en las proporciones en que intervienen los diversos componentes de la totalidad de los medios de pago.

La ley de creación del Banco Mauá autorizó la emisión de billetes convertibles hasta el triple del fondo efectivo en Caja y la del Banco Comercial hasta el doble del mismo fondo.

La cantidad de medios de pago en circulación aumenta con la emisión de billetes desde que cada onza oro puede respaldar tres onzas papel en el caso del Banco Mauá y dos en el Banco Comercial. Además, entra a jugar otro elemento: el depósito bancario que permite un incremento aún mayor de los medios de pago.

Pero se opera otra modificación en la estructura de los medios de pago. Con la instalación de instituciones bancarias, aquellos que tienen excedentes encuentran una colocación remuneradora para los mismos, al percibir intereses sobre los depósitos. En épocas en que es tan común el atesoramiento de monedas de oro se crea un incentivo para el desatesoramiento y la vuelta a la circulación a través del depósito bancario. Desde luego, modificación en los hábitos no se produce de inmediato, sobre todo en el campo, donde los Bancos llegan con mucho atraso. Pero con el transcurso del tiempo y a medida que la confianza se extiende, se perciben sus consecuencias.

Las monedas metálicas depositadas por los que tienen excedentes en virtud del desatesoramiento, permiten a los Bancos emisión por mayores cantidades y concesión de créditos a los que tienen necesidades. La modificación en la estructura de la distribución de los medios de pago (aumentará la proporción para los empresarios que solicitan prestado, para los trabajadores que obtienen mayores remuneraciones mientras disminuyen para los que desatesoran) aumenta su velocidad de circulación y en consecuencia la corriente monetaria.

En resumen: el sistema monetario de esta primera parte dió lugar a una estructura rudimentaria de los medios de pago que estaba de acuerdo con las necesidades del mercado. Pero con el transcurso del tiempo, el país lentamente va explotando sus riquezas naturales, y la actividad económica, pese a las luchas intestinas se intensifica lentamente. Ello exige la expansión del crédito y la circulación monetaria. El sistema ante el empuje de las necesidades de la plaza se perfecciona con la creación de nuevas institu-

ciones, los Bancos, y la estructura al modificarse se pone a tono con las exigencias del mercado.

*Segundo período.* — Es de perfeccionamiento del sistema que busca adaptarse a la intensificación de las actividades económicas operada en el país en la segunda mitad del siglo XIX y principios del siglo XX.

La ley 23/6/862 constituye un gran paso hacia ese perfeccionamiento creando la unidad monetaria nacional, el peso plata y el doblón de oro. Se afianza el sistema bimetalista sobre la base de una relación fija entre el oro y la plata a efectos de evitar una doble serie de precios, en oro y en plata. Pero la depreciación de la plata en el mercado de los metales hacía muy difícil el mantenimiento de la relación con el oro y debió abandonarse el bimetalismo para entrar en el Patrón Oro hacia 1876. A partir de ese momento la unidad monetaria nacional será el doblón oro ligada a una cantidad de oro de determinada calidad y utilizándose la plata como moneda auxiliar.

*Visicitudes del sistema.* — En su camino hacia el perfeccionamiento tratando de adaptarse a la estructura económica, el sistema debió afrontar graves dificultades que muchas veces amenazaron con hacerlo desaparecer, para ser sustituido por un sistema basado en el papel.

Un doble tipo de factores, de origen externo y de origen interno, actuaban como desestabilizadores impidiendo el funcionamiento tal como estaba previsto en la teoría.

Los factores de origen externo pueden clasificarse en:

- 1) *Exportaciones.* El precio de los bienes nacionales de exportación depende de las oscilaciones coyunturales que se producen en los países altamente industrializados. Las variaciones de los precios determinan variaciones en la cantidad de oro que afluye al país y por lo tanto en la cantidad de medios de pago, alterando la liquidez del sistema.
- 2) Movimientos de capitales, también dependiente de las fluctuaciones que se producen en los países industrializados.

Los factores de origen interno pueden a su vez clasificarse en:

- 1) déficit fiscal, impuesto muchas veces por causas de origen político (revoluciones, guerras, etc.).
- 2) expansión del crédito bancario.

*Primer curso forzoso.* — En el año 1865 el país se vió envuelto en la guerra civil como consecuencia de la invasión de Flores. El Gobierno a fin de atender los gastos que imponía la defensa recurrió al crédito ban-

cario. El Banco Mauá acudió en su auxilio con grandes recursos aumentando considerablemente la emisión con relación al encaje, que venía disminuyendo como consecuencia de remesas de oro al exterior impuestas por la balanza comercial desfavorable.

Esto estaba en contradicción con el sistema metalista. Cuando se producen saldos desfavorables en la balanza comercial es necesario retirar billetes de la circulación en la misma proporción en que el oro se escapa de las fronteras nacionales. La disminución de medios de pago influye sobre el nivel de precios y el ingreso monetario llevándolos hacia abajo y como consecuencia sobre las importaciones contrayéndolas, al tiempo que se incrementan las exportaciones por baja de costos. Fue así que llegó un momento en que el Banco Mauá no pudo hacer frente a la conversión de los billetes y solicitó al gobierno la devolución de los créditos concedidos. Al no poder reintegrar los créditos, el gobierno decidió apartarse transitoriamente del oro decretando el 7/1/865 la in conversión de billetes y el curso forzoso hasta seis meses después de finalizado el conflicto.

#### *Consecuencias de la modificación del sistema.*

*En lo interno.* — La modificación del sistema influyó en la estructura monetaria y esta última en el ingreso y el sistema de precios. Al decretarse la in conversión, no sólo no se retiraron billetes de la circulación, sino que se lanzaron nuevos para atender los gastos del gobierno y por lo tanto se modificó la estructura (mayor proporción de billetes y depósitos con relación al oro). El incremento del aparato monetario no fue acompañado por el incremento del aparato real, desde que los gastos efectuados no significaron nuevos bienes y servicios que pasaran por el mercado, de ahí la inmediata repercusión en el sistema de precios.

*En lo externo.* — Al depreciarse el billete con relación a los bienes, debido a los aumentos de precios se deprecia con relación al oro que es un bien más, dando lugar a la baja del tipo de cambio.

El período de suspensión de vigencia del sistema fue menor que el estipulado en el decreto del gobierno, pues triunfante Flores el 23/3/865, obligó la conversión restableciendo el metalista con importantes modificaciones. Se establece la libertad para la creación de bancos y emisión de billetes con prohibición de efectuar empréstitos forzosos al Estado, que será considerado como un particular. La única limitación, está en que la emisión no podrá exceder del triple del capital.

*Influencia de la modificación sobre la estructura monetaria.* — Al permitirse la libertad de instalación de Bancos se produce un aumento en el número de los mismos, lo que unido a la elevación del tope de la emisión, acarrea un aumento de billetes y depósitos con relación al oro. Aumentan

los medios de pago (una misma cantidad de metal puede sostener una mayor cantidad de billetes y depósitos) y ello modifica a su vez la estructura de los depósitos y los préstamos. Esto, con relación al sistema ante de la inconvención. También hay modificaciones con respecto al sistema durante el apartamiento del bimetalismo.

Los cambios estructurales pueden apreciarse en el anexo N° 1.

El referido anexo 1 muestra que en el mes de febrero, durante la inconvención, la relación del oro con respecto a los billetes es del 17 % aproximadamente, mientras que en el mes de agosto, luego de la vuelta al bimetalismo esa relación es del 78 %. Muestra, asimismo, grandes incrementos de emisión con disminución del encaje para los meses de marzo, junio y agosto de 1866 con relación agosto del año anterior.

*Influencias de la estructura monetaria sobre el sistema.* — La expansión de la renta monetaria trae como consecuencia modificaciones en la estructura del balance de pagos: aumentan las importaciones, superando a las exportaciones.

A pesar del drenaje de oro que ello implica, el país no se vió sometido a la contracción de la actividad, debido al juego de un elemento compensador: entrada de oro proveniente del Brasil con el fin de atender los gastos de la guerra del Paraguay.

La plaza está provista gracias a este arbitrio de los medios de pago suficientes para el desarrollo de las operaciones industriales y comerciales que exige el mercado, viviendo el país durante 1865 y, la mitad de 1866 una etapa de bonanza. Pero a mediados de 1866 (primeros días de junio) las noticias de la crisis bancaria inglesa provoca alarma en la población que corre presurosa a los Bancos a canjear sus billetes por oro. Como las reservas auríferas son escasas los Bancos no pueden hacer frente a la conversión. El país nuevamente se ve ante la disyuntiva:

- a) mantiene el sistema tradicional y precipita una corrida bancaria con sus consecuencias en el sistema económico o
- b) se aparta del sistema y evita la brusca contracción del crédito y el proceso deflacionario consiguiente.

El gobierno se inclinó por esta última solución por considerar que representaba para el país un ajuste menos doloroso, decretándose el segundo curso forzoso. Después de seis meses, los institutos bancarios logran restaurar su encaje y se vuelve al sistema tradicional.

*Nuevo sacrificios impone el mantenimiento del sistema dinerario.* — Continúa la entrada de oro brasileño al país por el motivo ya anotado pero las importaciones superan a las exportaciones (anexo 3). La circulación.

monetaria se mantiene sostenida por aquellas entradas de oro pero las remesas al exterior por pago de importaciones exigen un proceso deflacionario.

A mediados de 1867 comienzan a disminuir las entradas de oro brasileño y la mortandad de ganado restringe las exportaciones, produciéndose la contracción de las existencias de metálico. El sistema exige en tal caso la disminución de billetes en proporción a las salidas de oro, lo que a su vez determina la baja de los depósitos y el crédito.

Sin embargo continuó la emisión dentro de los mismos términos, no se produjo la retracción del crédito y el ingreso monetario como puede verse en el anexo N° 1 (es de hacer notar que en el encaje se incluyen billetes de otros Bancos).

Ello lleva a fines de 1867 (diciembre) a que el país se aparte nuevamente del metalismo. Pero la mentalidad de la época es orista y estos apartamientos del sistema acarrearán de inmediato reacciones que tratan de restaurarlo. Se vuelve al oro buscando el mínimo de sacrificio para la comunidad, a cuyo efecto y a fin de evitar la caída de las instituciones emisoras se decreta moneda legal por veinte meses los billetes inconvertibles otorgándoseles garantía del Estado. Como muchos institutos no estaban en condiciones de proceder a la conversión, se procedió a su liquidación tomando el Estado a su cargo en el año 1871, billetes por un monto de 7:000.000 de pesos que no pudieron ser reintegrados por los institutos emisores.

*Intento de cambio del sistema.* — La estructura monetaria sensible a los movimientos de metal experimenta importantes variaciones en 1871 como consecuencia de la contratación de un empréstito en Londres para proceder a la conversión de los billetes a cargo del Estado. Esa entrada de oro permite la expansión de los medios de pago con su correspondiente repercusión sobre el nivel de precios y la actividad económica.

El crecimiento de la renta monetaria en un país con un alto coeficiente de importaciones estimula las compras en el exterior provocando el desequilibrio de la balanza comercial y deteniendo rápidamente el proceso expansivo.

La salida de oro provoca nuevas dificultades y se empieza a discutir seriamente la conveniencia de mantener el sistema o proceder a su sustitución. Frente a los defensores del patrón metal una nueva corriente de ideas tendiente a instaurar un sistema de inconvención veía robustecida su posición debido a los continuos movimientos de altas y bajas de la economía provocados por los movimientos del oro a través de la frontera.

El "motín de enero" de 1875 que lleva al gobierno de la República al Sr. Pedro Varela permite a los contrarios del patrón oro instaurar un sistema de inconvención.

Una de las primeras medidas luego del triunfo revolucionario fue pro-

hibir el uso de la moneda metálica, sustituyéndola por billetes emitidos por el Estado. Pero la experiencia es muy corta, y el nuevo sistema recibido con desagrado por la plaza habituada al uso del metal, tiene que hacer continuas concesiones que lo acercan al que pretendía sustituir, hasta su desaparición con el advenimiento de Latorre en febrero de 1876.

*Lapso comprendido entre 1876/1886.* — Son 10 años de gobiernos de fuerza que producen una retracción en toda la vida nacional. En materia dineraria se vuelve al Patrón Oro luego de la fracasada experiencia anterior tendiente a sustituirlo.

Es una etapa de trabajo que se traduce en un aumento considerable de las exportaciones que llegan a superar a las importaciones en más de 19:000.000 de pesos (anexo 3).

El oro que afluye al país como consecuencia de los saldos favorables en la balanza comercial no sale a la circulación, y en lugar de la expansión de la corriente monetaria se asiste al atesoramiento. Puede apreciarse en el anexo N° 6 la evolución de la emisión de billetes que en ningún momento alcanza los límites de años anteriores.

*El Patrón Oro no funcionó como lo señala la teoría.* — Esta experiencia muestra que no es tal el automatismo del sistema. Las entradas de oro provocan la expansión de los medios de pago y con ello la del ingreso y la actividad económica, siempre que se presenten condiciones favorables, que las expectativas sean alentadoras. Estas condiciones no se dieron durante el período en estudio y esa enorme masa acumulada, recién saldrá a la circulación cuando se opere un cambio en la situación o se estimulen por otros medios la producción y el consumo.

Hacia fines de 1886 y principios del año siguiente, la modificación del panorama político prepara al ambiente favorable para impulsar las actividades económicas y sociales, encontrando entonces el sistema dinerario la posibilidad de actuar como lo indica la teoría.

En mayo de 1887 se crea el Banco Nacional dentro de los rígidos cánones oristas. No se regula la cantidad de medios de pago de acuerdo a las necesidades de la producción y la comercialización, sino en atención a las reservas metálicas que pueda acumular el instituto, limitando la cantidad de billetes al duplo del capital del Banco. Se establece que puede acuñar hasta 10:000.000 de pesos en moneda nacional y emitir billetes no menores de 10 pesos ni mayores de 40 pesos hasta el duplo del capital, y hasta el 40 % del mismo en emisión menor.

El país percibe la importancia del aparato monetario y su influencia en el desarrollo de la economía nacional. Se intenta actuar sobre el sistema a fin de modificar la estructura monetaria, pero no se tiene en cuenta el volumen de la producción a efectos de proveer a la plaza de los medios de

pago requeridos por esa producción, sino que el máximo se determina de antemano, relacionándolo con el capital y quedando sujetos a las entradas y salidas de oro.

Las medidas tomadas tuvieron éxito, pues la expansión de la corriente monetaria provocó el alza del ingreso monetario y fue un aliciente para la recuperación económica. Pero el incremento del ingreso monetario provocó el aumento de las importaciones, mientras que la oferta nacional, rígida, no acompañaba ese incremento, permaneciendo las exportaciones incambiadas. El país veía fugar sus reservas metálicas y el Banco Nacional no actuó de acuerdo con las reglas de juego del sistema, restringiendo la emisión y el crédito.

Los empréstitos contratados en el exterior, lograron aliviar algo la situación, estabilizando las reservas, pero llegó un momento en que la desproporción entre éstas y los medios de pago en circulación era tal, que el Banco debió suspender la conversión.

*Nuevamente el sistema Patrón Oro provoca la inversión de un proceso expansivo.* — Ante la imposibilidad del Banco Nacional de hacer frente a las obligaciones contraídas como consecuencia de la pérdida de su encaje metálico, el Estado se hizo cargo del Activo y Pasivo del mismo.

Esta nueva crisis puso en evidencia las fallas del Patrón Oro:

- 1) no se produce automáticamente el proceso expansivo como consecuencia de las entradas de oro si no se dan las condiciones favorables para ello;
- 2) la teoría establece que la inversión del proceso alcista es consecuencia del alza de precios y costos internos que aceleran las importaciones y retardan las exportaciones. Sin embargo, los precios y costos de los artículos de exportación, permanecieron estables así como el monto de las exportaciones. Se produjo en cambio un aumento de importaciones. Ello no fue debido a la elevación de precios internos que hacen preferir los bienes importados a los nacionales sino al incremento del ingreso monetario que en un país de elevado coeficiente de importaciones y rigidez en la oferta, se vuelca hacia el exterior en demanda de bienes.

Después de la caída del Banco Nacional, y debido a la contracción del crédito y el ingreso monetario, disminuyen las importaciones como puede verse en el anexo N° 3 y aumentan paulatinamente las exportaciones.

*Nuevos intentos de modificar el sistema.* — La campaña, que había recibido los beneficios del crédito a través de la actuación del Banco Nacional, sintió las consecuencias de la nueva situación y fueron postergándose

nuevas producciones por falta de medios de pago para la financiación. Lo mismo ocurría en la ciudad, aunque con menor intensidad; la insuficiencia del mercado monetario conspiraba contra el normal desarrollo de la industria y el comercio.

Se intenta nuevamente la modificación del sistema, y si bien se mantiene el oro, como elemento fundamental, se percibe una importante evolución. Con el decreto-ley de Flores se dejaba en manos de la actividad privada la generación y mantenimiento de la corriente monetaria; hacia 1896 en cambio comienza a prevalecer la idea de la necesidad de la intervención del Estado actuando como orientador del mercado dinerario.

Las nuevas concepciones se plasman en la fundación del Banco de la República que significa una modificación importante en el sistema y la estructura dineraria:

- 1) aparece un instituto de hecho estatal, que tendrá a su cargo la emisión, con lo cual se quita a la actividad privada la regulación monetaria: hay un principio de intervención.
- 2) se hace necesaria la modificación de la estructura del crédito a efectos de orientarlo hacia el agro y la industria, encomendándose al nuevo instituto el cumplimiento de estos fines e imponiéndole la obligación de instalar sucursales en todas las cabezas de departamento.
- 3) se prevee la instalación de Cajas Rurales.

A pesar del adelanto que esto significa, el sistema adolece de graves imperfecciones que se harán sentir posteriormente:

- a) la emisión no puede exceder del duplo del capital realizado en billetes mayores de \$ 10 y del 50 % en billetes menores de \$ 10.00
- b) debe mantener un encaje del 40 % en oro de la emisión mayor en circulación y depósitos a la vista.

Ello significa rigidez en el aparato monetario; si las necesidades de la plaza marchan más a prisa que el capital del instituto emisor, hay que detener la producción en el momento que se llega al tope de dos veces y medio el capital del Banco, a lo que hay que agregar la obligación de la reserva que impone restricciones cuando se producen salidas de oro.

*Tensiones impuestas por la rigidez del sistema.* — Hacia 1907 el país venía afianzando su comercio exterior como consecuencia de la mejor explotación de sus riquezas naturales. Es evidente que la modificación en la estructura del crédito, impuesta con la creación del Banco República, permitía el desarrollo progresivo de las actividades rurales, al ser mejor aten-

didadas. Pero, la cantidad de medios de pago (depósitos y billetes) resulta insuficiente, el sistema monetario carece de elasticidad.

Ante la presión impuesta por las necesidades se toman algunas medidas de carácter transitorio, incapaces de resolver el problema de fondo. Tal la autorización para suscribir por parte del Estado 1:000.000 de pesos de la 2da. serie de acciones destinadas a integrar el capital del Banco República y que de acuerdo con la ley de creación quedaban libradas a la actividad privada. Se lograba así dotar al Banco República de mayor capacidad de emisión desde que ésta estaba limitada por su capital.

Pero continúan los saldos favorables en el balance comercial; el Estado realiza importantes obras públicas, la ganadería se desarrolla en condiciones muy favorables como consecuencia de la instalación de los frigoríficos, nuevas industrias manufactureras comienzan su actividad; el país en suma abandona la economía de tipo pastoril para entrar lentamente en una etapa de industrialización.

Nuevamente muestra el sistema monetario su incapacidad para adaptarse a la marcha del aparato real. Ello es percibido por los hombres de gobierno procediéndose a la reforma de la Carta Orgánica del Banco de la República por ley del 17/7/911. Pero tampoco en este caso se procede a una revisión a fondo del sistema, sino que se limita a aumentar el capital del Banco a \$ 20:000.000, llevando la emisión al triple del mismo y manteniendo un encaje oro del 40 % de la emisión y depósitos a la vista.

Hacia 1910 las importaciones comienzan a ascender como consecuencia del incremento de las actividades dentro del país, nivelando primero a las exportaciones y superándolas luego, en los años 1911, 1912 y 1913 (anexo 3). Los retiros de oro para el pago de estos saldos desfavorables, de deudas a corto plazo contraídas en el exterior y el deseo de las potencias europeas de rehacer sus encajes auríferos para afrontar las necesidades de una probable guerra mundial que ya se preveía, hicieron disminuir considerablemente el encaje del Banco de la República.

En un primer momento no se quiso seguir una política deflacionaria como exige la teoría del Patrón Oro automático, sino que el instituto emisor continuó su política de ayuda a los sectores agrarios, industriales y comerciales recurriendo a efectos de mantener el encaje exigido, al expediente de la colocación de letras de tesorería en el exterior. Pero hacia 1913 la situación se hizo insostenible, y en julio al caer la proporción oro-billetes y depósitos a la vista por debajo del 40 %, el Banco de la República procedió a cortar violentamente el crédito, al tiempo que reducía la emisión circulante (los depósitos del Banco República se redujeron de 17:595.000 en diciembre de 1912 a 8:935.000 en diciembre de 1913 y la emisión de billetes de 27:999.000 a 21:538.000 para el mismo período, como puede verse en el anexo 3).

## IV

### EL SISTEMA EN EL PERIODO 1914-1931

En agosto de 1914 el gobierno obligado por las circunstancias, (el estallido de la primera Guerra Mundial) decretó la prohibición de exportar e importar libremente el oro y la libre conversión dentro de fronteras, lo que significaba el apartamiento del Patrón Oro. Este alejamiento que debía ser transitorio resultó a la postre definitivo.

Las características del sistema, durante esta etapa, en lo interno y en lo internacional, fueron las siguientes.

#### a) EN LO NACIONAL.

Como se pensó en un período transitorio, hasta que finalizara la Guerra Mundial, se trató de conservar en lo posible las características del sistema oro.

Uno de los grandes temores era el que decretada la inconvertibilidad, se inundara la plaza de billetes y ello redundara en una gran elevación de precios y costos que pusiera al país fuera de la competencia internacional. Se impusieron límites muy severos a la emisión de billetes, que continuó a cargo del Banco de la República, estableciéndose:

- a) emisión máxima contra oro hasta \$ 26:000.000.-
- b) entrega de billetes contra oro a los otros Bancos por un máximo de \$ 4:000.000.- Estos 4 millones no entraban dentro del límite de la emisión máxima y los Bancos podían disponer en cualquier momento de los depósitos contra entrega de billetes.
- c) el Banco de la República quedaba autorizado para redescantar con sus propios recursos la cartera de los bancos de Montevideo hasta 4 millones de pesos.

*Rigidez del sistema.* — Las modificaciones impuestas determinan un sistema híbrido que presenta algunos puntos vulnerables:

- 1) se pretende regular la cantidad de medios de pago y sólo se tiene en cuenta la emisión de billetes, prescindiendo de los depósitos en cuenta corriente creados por la banca comercial. Sobre la base de los billetes emitidos por el Banco República el resto de la banca puede crear diversas cantidades de depósitos según la política que siga en materia de encajes, el uso que del cheque o del billete haga la comunidad, la velocidad de circulación impuesta por las costumbres (forma de pago, expectativas de precios), etc.

- 2) no se tienen en cuenta las necesidades del mercado. Las necesidades de medios de pago varían con los períodos de zafas impuestos por las variaciones estacionales o con el incremento o decremento que por otras causas puedan experimentar las actividades económicas. La emisión de billetes no puede exceder de 26 millones de pesos y la autoridad monetaria como se ha dicho, carece de medios para actuar sobre el total de depósitos.
- 3) la emisión se hace contra oro. La cantidad de billetes se regula automáticamente según la marcha de los encajes metálicos. Dos son las limitaciones que determinan la imposibilidad de adaptación del aparato monetario a las variaciones del aparato real:
  - a) el encaje metálico, que depende del comercio internacional;
  - b) el límite de 26 millones de pesos, impuesto a la emisión cualquiera que sea el encaje metálico, que impide la expansión de la producción, aunque encuentre mercados en el exterior por dificultades de financiación.
- 4) no se dan instrumentos al instituto emisor, que aparentemente debe desempeñar las funciones de Banco Central, para ejercer el contralor cuantitativo del crédito y menos aún para el cualitativo a efectos de encauzarlo hacia los sectores que más conviene a la economía nacional.

Tiene la virtud de crear el instituto de redescuento, con los recursos propios del Banco República, aunque por un monto muy reducido sin utilizarlo como un arma a efectos de proceder a la selección del crédito. Hay que agregar a ello, que el hecho de que el Banco de la República actuara como competidor inhibía al resto de la banca para hacer uso del mismo por lo cual resultó totalmente ineficaz.

En un primer momento, el sistema, pese a sus imperfecciones, permitió la adaptación del aparato monetario a las necesidades de la plaza en virtud de la contracción de las actividades impuesta por las expectativas desfavorables que acarrearía la guerra. Sin embargo la situación cambió apenas los países beligerantes empezaron a abastecerse de materias primas y alimentos en estas latitudes.

En el Uruguay aumentaron rápidamente las exportaciones y los productores nacionales ante las perspectivas de fácil colocación a precios remuneradores, comenzaron a trabajar intensamente. Por otra parte, las dificultades de importación fomentaron el desarrollo de industrias nuevas que necesitaban medios para su financiación, lo que, agregado al incremento de la producción agropecuaria, puso en evidencia la rigidez del sistema.

*Reacciones contra la rigidez.* — Comienza la presión de distintos sectores de la población, que solicitan mayor cantidad de circulante y, paulatinamente, se toman distintas medidas que modificarán la estructura de los medios de pago. Sin embargo, ello no representará una revisión a fondo del sistema.

Una de las primeras medidas fue la de autorizar la emisión contra depósitos en oro en las Legaciones y luego ampliar el límite de emisión hasta el duplo del capital del Banco de la República, manteniendo un encaje del 40 % del total de billetes y depósitos a la vista.

Se continúa regulando la emisión de acuerdo con las normas del Patrón Oro con el agravante de determinar, a priori, que las necesidades del mercado están íntimamente relacionadas con el capital del instituto emisor que es a la vez banco comercial.

*Para dar mayor elasticidad al sistema se vuelve a las formas de emisión del Patrón Oro tradicional.* — Mientras tanto las exportaciones ascienden vertiginosamente (anexo 3) y como consecuencia, la producción toma un ritmo acelerado. Los puntales de emisión son rígidos; las reservas están dispersas entre los distintos bancos particulares, cada uno de los cuales sigue su propio política; el crédito, sin un instituto que lo canalice hacia las actividades productivas, se orienta hacia la especulación con las consiguientes repercusiones sobre los precios.

El Banco de la República, agotado el límite de la emisión debe lanzar oro a la circulación hasta que, en noviembre de 1917, se amplía nuevamente el límite de la emisión, esta vez al triple del capital del Banco. A medida que se amplía este límite nos acercamos más al Patrón Oro Clásico pues la circulación de billetes depende exclusivamente del encaje metálico. En efecto, al elevarse el poder emisor hasta el triple del capital del banco, ese límite es superior a la emisión que permiten las reservas monetarias, dejando, por lo tanto, de actuar como tope. La emisión se regula entonces por la masa de metálico como en el Patrón Oro clásico.

Siguiendo las reglas del Patrón Oro los saldos favorables en el balance de cuentas deben originar mayores encajes metálicos y expansión del medio circulante. Existen saldos favorables en la balanza comercial como consecuencia de las exportaciones a Estados Unidos, Francia y Gran Bretaña, pero el oro no afluye al país en virtud de los créditos concedidos y, en consecuencia, los encajes metálicos no siguen el ritmo de esos saldos. Para permitir la expansión del medio circulante como lo indica la teoría se autoriza la emisión contra esos créditos.

Puede apreciarse en el anexo 3 la estrecha relación que existe entre los saldos del balance de cuentas y los medios de pago en circulación durante el período 1914-19. El ingreso monetario crecía al ritmo de las exportaciones como consecuencia de la expansión del crédito provocado por los cuantiosos recursos en poder de los bancos.

*Al finalizar la guerra se invierte el proceso alcista.* — Terminada la guerra comenzaron a jugar dos factores que provocaron la detención del proceso acumulativo al alza:

- a) un elevado porcentaje del ingreso monetario se volcó al exterior en forma de demandas con lo cual las importaciones crecieron vertiginosamente;
- b) la producción nacional vió cerrarse los mercados que hasta entonces la absorbían a elevados precios.

El juego de ambos factores incidió en el balance de cuentas que arrojó un déficit de más de 81 millones de pesos entre los años 1920 y 1923. Las repercusiones del mercado internacional sobre el crédito interno fueron inmediatas. Hubo que reajustar el monto de los billetes en circulación (de 73 millones de pesos en 1919 cayeron a 64 en 1920, anexo N° 3) y los créditos bancarios, con la consiguiente caída de los depósitos.

*Importancia del sistema en la crisis de post-guerra.* — Aunque el proceso acumulativo al alza y luego a la baja se debió a factores externos, —la guerra—, es indudable que el sistema monetario tuvo una importancia considerable.

En primer término, la rigidez del comienzo del período y la falta de contralor sobre el crédito fueron obstáculo al desarrollo progresivo de las actividades, ya que se atendió fundamentalmente a aquellos sectores que, por obtener rendimientos más elevados, podían soportar más altas tasas de interés mientras quedaban desamparados otros que hubiera sido conveniente estimular.

En segundo término, la afluencia de oro a medida que crecían las exportaciones puso grandes disponibilidades en poder de los Bancos que al volcarse al mercado, permitieron un crecimiento considerable del ingreso monetario frente a activos más o menos estables. Ello provocó grandes aumentos en el valor de los establecimientos ganaderos, agrícolas, industriales, etc., requiriéndose cada vez mayor circulante para financiar la misma cantidad de operaciones.

Fueron pues dos grandes defectos los que presentó el sistema, que por otra parte son propios del Patrón Oro:

- 1) algunas veces la rigidez impide el desarrollo normal de la producción y el cambio,
- 2) otras veces desata crecimientos desordenados del crédito que trae aparejados incrementos ficticios de ingresos, con incidencia principalmente sobre los precios y costos, cuando la oferta nacional es rígida como en nuestro país. No es tal la seguridad que pretende

ofrecer el sistema desde que el poder de compra del dinero experimenta oscilaciones al alta y a la baja.

*Nuevas modificaciones.* — Producida la contracción de los medios de pago, como consecuencia de la disminución de las reservas auríferas motivadas por los saldos desfavorables de la balanza comercial, nuevas dificultades debió afrontar la plaza. Algunas veces la falta de cambio menor originó serios trastornos; otras, la contracción del crédito impidió el desarrollo normal de las actividades económicas, dejando planes a medio realizar, stocks sin vender, etc. El instituto emisor en estas circunstancias se vió apremiado por los reclamos del mercado y la solución la encontró en pedir la ampliación de alguno de los puntales de la emisión. Así por ley del 28/10/926 se resuelve:

- a) elevar el capital del Banco de la República a 35 millones de pesos posibilitando así el aumento de emisión.
- b) autorizar al Banco de la República a descontar conformes, vales y demás documentos comerciales o suscritos por instituciones del Estado hasta 10 millones de pesos.

Es una medida que sin alterar el sistema determina variaciones estructurales. Al aumentar la cantidad de billetes se aumenta también la cantidad de depósitos, modificándose las relaciones y proporciones entre las respectivas variables.

Superada la crisis de post-guerra, y pese a las experiencias recogidas se desea volver al Patrón Oro tomando las siguientes medidas:

- a) autorización al Banco República para administrar libremente el excedente de 55 millones de pesos de su encaje metálico, con libertad de exportación.
- b) por ley 17/12/929 se dispone la regularización de la circulación monetaria exclusivamente por las tenencias de oro, estableciéndose que el Banco de la República podrá emitir billetes al portador y a la vista manteniendo un encaje a oro del 40 % sobre billetes y depósitos a la vista. No se toma ninguna medida respecto de los depósitos, admitiéndose su regulación automática por la marcha de las variables anteriores: oro y billetes.

b) EN LO INTERNACIONAL.

Decretada la prohibición de libre exportación e importación de oro, las curvas de oferta y demanda en el mercado de cambios dejan de ser totalmente elásticas y el precio de la divisa extranjera puede oscilar entre

límites muy amplios que dependen de la renta montaria, la productividad, la elasticidad de la demanda de exportaciones e importaciones, del movimiento de capitales y del juego de las expetactivas como se estableció en el capítulo 1.

Durante los años de la guerra (1914-18) y el primer año de post-guerra los países beligerantes empeñados en la producción de material bélico necesitaban abastecerse de materias primas y alimntos en gran escala, sin poder mantener sus exportaciones al nivel anterior. La renta monetaria, crecía continuamente mientras disminuían los bienes destinados al consumo en virtud de la modificación en la estructura de la producción.

En nuestro país la renta monetaria también crecía como consecuencia de saldos favorables en la balanza comercial, pero al mismo tiempo se desarrollaban industrias nuevas ante la imposibilidad de la importación y experimentaban gran impulso las agropecuarias, estimuladas por las demandas de ultramar. Pero este incremento de productividad, no alcanzaba a compensar el incremento de renta monetaria originado por la expansión del crédito.

La oferta de moneda extranjera fue muy intensa durante el período considerado. La demanda, en cambio, pese al aumento del ingreso monetario, se mantuvo retraída debido a la dificultad de abastecimiento. Del enfrentamiento de curvas de oferta y demanda de divisas con tales características surgieron tipos de cambios favorables para el país. Nuestra moneda se cotizó por encima de la par como puede verse en el anexo N° 4.

*La influencia de la renta monetaria en el tipo de cambio.* — Hacia 1919, primeramente Estados Unidos y después Inglaterra, siguieron una política deflacionista, de restricción del crédito, lo que contrajo sensiblemente el ingreso monetario y la demanda de divisas para importaciones.

Frente a estos países, el nuestro, con un ingreso inflado, con un alto coeficiente de importaciones y la necesidad de abastecimiento después de cinco años de abstención, se volcó en damandas de moneda extranjera. El ingreso monetario que, por la fuerza de las circunstancias, había circulado dentro del país generando aumentos de precios, comienza ahora a presionar en el mercado de cambios.

Este doble juego de ofertas y demandas de moneda extranjera determinó la caída del tipo de cambio por debajo de la par, con relación al dólar y la libra como puede verse en el anexo N° 4.

La situación fue distinta con los países que no siguieron una política deflacionista, tales como Francia e Italia. El franco y la lira no se cotizaron durante los primeros meses que siguieron a la guerra pero al comenzar el año 1915 quedaron po rdebajo de la par, permaneciendo en esa situación los años siguientes de la post-guerra.

*Recuperación de nuestra moneda en el mercado internacional.* — Después de la brusca caída del tipo de cambio el país comenzó una política de contracción del medio circulante, (anexo 3) y por lo tanto de la renta monetaria. La brusca contracción trajo el enlentecimiento de la actividad económica con la baja consiguiente de la ocupación y los costos internos, lo que en definitiva significaba un aumento de productividad. Ello se tradujo en la lenta recuperación del valor del signo nacional (con relación al dólar el tipo de cambio pasó de 67,06 en 1921, a 77,29, 77,42, etc. según anexo 4).

El sacrificio fue muy grande. Hubiera sido mejor buscar el aumento de productividad por otros medios sin provocar la contracción del ingreso monetario y de la ocupación, aunque el valor del peso con relación al dólar no se hubiese recuperado con tanta firmeza.

*Efectos de la crisis de 1929.* — El estallido de la crisis provocó cambios desfavorables en el balance de cuentas. La demanda de divisas para el pago de importaciones presionó en el mercado de cambios con tal intensidad que a pesar de los empréstitos contratados en el exterior el tipo de cambio cayó nuevamente. Ello se debió a que el país mantuvo su renta monetaria y por lo tanto la posibilidad de importación sin poder colocar sus productos en el exterior.

El Banco de la República utilizó la “masa de maniobras” que se había creado con el excedente de los 55 millones de pesos de su encaje oro a efectos de mantener la estabilidad en la cotización del peso. Pero esta medida, de gran eficacia a efectos de impedir oscilaciones debidas a variaciones estacionales o movimientos especulativos, careció de efectividad, pues las modificaciones que se producían eran de gran intensidad.

## V

### NUESTRO SISTEMA DINERARIO DESPUES DE 1931

#### *Introducción.*

La gran crisis mundial iniciada en 1929 provocó un cambio radical en la política económica. Hasta ese momento predominaba el principio liberal de dejar jugar libremente los factores, pues de ese modo se creía alcanzar la estabilidad en lo nacional y en lo internacional. Pero las crisis periódicas que culminaron con la de 1929 mostraron que, lejos de alcanzarse esa estabilidad, las economías estaban expuestas a la alta y a la baja y que esos movimientos de auge y depresión iban acompañados, a su vez, de movimientos similares en los niveles de precios.

Se pensó entonces que eliminando las variaciones en el nivel de precios, se podría lograr la estabilidad, pero para ello, el principio liberal

debe ceder ante el principio intervencionista. El fin de la política económica seguirá siendo la búsqueda de la estabilidad, pero la estabilidad interna, mediante la intervención del Estado en la fijación de los niveles de precios. De este modo, el empresario, que sigue siendo el centro de la actividad económica, no se verá expuesto a las bajas de precios que inciden en el beneficio y desalientan la producción con la consiguiente contracción de la renta y la ocupación.

La política monetaria tiene en esta concepción, un papel muy importante a desempeñar dentro de la política económica general, ya que siendo el medio de pago uno de los elementos determinantes del nivel de precios, actuando sobre él, se puede regular este último. Si bien se siguieron otros medios para elevar el nivel de precios después de la crisis tales como el enrarecimiento de la oferta, fijando el Estado límites máximos a la producción, la política de obras públicas, etc., se dió preponderante importancia al aspecto monetario considerándose que con sólo medidas de carácter dinerario podría lograrse la estabilización.

Al cambiar la política monetaria, haciéndose intervencionista, deben cambiar el sistema dinerario, la estructura y el propio concepto de dinero a efectos de adaptarse a las nuevas concepciones.

El concepto dinero-metal da paso al dinero-signo; la circulación monetaria no puede estar regulada por la entrada o salida de oro si se quiere mantener fijo el nivel de precios, sino por el propio Estado, y para ello la emisión de billetes debe estar a su cargo.

El sistema deja de ser automático. El instituto emisor, Banco Central, se organiza sobre nuevas bases tomando a su cargo la emisión y contralor del resto de las instituciones dinerarias como medio de lograr que la cantidad de medios de pago permitan el mantenimiento del nivel de precios deseado.

La estructura dineraria también se modifica. Deja de jugar la variable oro y en cambio adquiere importancia preponderante la variable billete, que no es sino un signo creado por el Estado.

*El sistema dinerario del Uruguay.* — Se enfocará el problema, como en los casos anteriores desde el punto de vista interno (nacional) y externo (internacional).

#### a) EN LO NACIONAL.

El sistema siguió tal como había sido estructurado por la ley de 1929 hasta el año 1935, en que se modifica el régimen de emisión.

Durante el período 1929-35 la caída de las exportaciones provocaron la lenta disminución del encaje metálico del Banco República. Este trató de restringir el crédito disminuyendo sus colocaciones a efectos de lograr

la contracción del ingreso monetario y la recuperación del peso en el mercado internacional, pero no tuvo éxito por carecer de medios para actuar sobre el total de depósitos bancarios.

*Las modificaciones de 1935 y 1938.* — Abandonado definitivamente el Patrón Oro, el sistema no puede funcionar bajo los moldes anteriores y es así que por la ley 14/8/935 se crea el Departamento de Emisión del Banco de la República.

Se separa la función dineraria de la típicamente comercial del Banco República quedando la primera a cargo del referido Departamento de Emisión y la segunda a cargo del Departamento Bancario.

Al Departamento de Emisión compete:

- 1) la emisión de billetes y acuñación de monedas,
- 2) la supervigilancia y fiscalización de la banca privada,
- 3) el gobierno y dirección del régimen monetario.

Con respecto al punto 1) se establece que el Departamento de Emisión entregará billetes al Departamento Bancario del Banco de la República por los siguientes conceptos:

- a) el equivalente del capital con garantía de su Activo líquido,
- b) contra entrega de oro por el equivalente en billetes,
- c) contra entrega de plata el equivalente en misión menor,
- d) hasta 10 millones de pesos para redescuento de documentos a menos de 180 días.

Los puntos 2) y 3) sólo representan una aspiración porque no se dan instrumentos para la fiscalización ni para el gobierno de la moneda y el crédito.

La circulación monetaria sigue estrechamente ligada al oro, pero se observan, no obstante, importantes modificaciones en lo referente: a) la emisión de billetes y b) un esbozo del contralor de la banca privada.

- a) *Emisión.* — Aparecen dos puntales nuevos que indican cierto dirigismo: el capital del Banco y el redescuento. El primero pone en manos del instituto un elemento que le permite expandir o contraer la cantidad de medios de pago cuando lo crea conveniente con independencia de las reservas metálicas, y por el segundo está en condiciones de adaptar el aparato monetario a las altas y bajas del ingreso real.

Va a encontrar, sin embargo, dos grandes limitaciones para regular la corriente monetaria:

- 1) los estrechos límites entre los que puede jugar con la emisión de billetes (45 millones de pesos: 35 del capital del Banco y 10 por concepto de redescuento), y
  - 2) no tiene ninguna intervención en la creación de depósitos por parte de la banca privada. Existe una sola limitación a la creación de medios de pago: el Banco República debe mantener un encaje del 20 % de los depósitos a la vista.
- b) *Contralor.* — El esbozo de contralor de la banca privada es muy tímido, pero quedan echadas las bases para un ajuste posterior.

*Organización del sistema.* — A partir de la ley 10/1/938 las instituciones que integran el sistema dinerario, y que se mantienen en la actualidad, son las siguientes:

- a) el Departamento de Emisión del Banco de la República con sus funciones de emisión y contralor de la banca privada en la forma establecida.
- b) El Departamento Bancario del Banco de la República que interviene en la oferta y demanda de dinero a corto y largo plazo, y atiende ciertos sectores especializados (Crédito Rural e Industrial) y ejerciendo el Contralor de Cambios.
- c) Las instituciones bancarias privadas que actúan tanto en el corto con el plazo sin especialización, y las Cajas Populares que sólo se pueden instalar fuera del departamento de Montevideo.
- d) la Caja Nacional de Ahorro Postal que recoge el ahorro flotante invirtiéndolo en títulos de Deuda Pública.
- e) el Banco Hipotecario, institución típicamente de largo plazo.

*El Departamento de Emisión no controla la oferta de medios de pago.* — El Departamento de Emisión carece de medios para actuar tanto en caso de contracción como de expansión exagerada en los medios de pago, ya provenga de factores de origen externo como de factores de origen interno.

- a) Si provienen de factores de origen externo, saldos favorables del balance de cuentas o de entrada de capitales, el Banco República debe salir a comprar el cambio extranjero incrementando la cantidad de billetes. En caso contrario, si las importaciones superan a las exportaciones o se producen salidas de capitales, disminuyen las reservas metálicas y debe contraerse la emisión de billetes.

Nuestra economía es típicamente de exportación, entendiéndose

por tal, aquella en la cual las exportaciones desempeñan la función que corresponde a las inversiones en economías altamente desarrollada. Por esta causa, en las épocas de auge, el aumento de exportaciones produce en el ingreso nacional el mismo efecto que el incremento de inversiones en una economía altamente capitalista. Al tiempo que se incrementan las exportaciones la economía se hace más líquida, pues aumentan las reservas metálicas y con ellas la emisión de billetes, los activos bancarios y el crédito. Por el contrario, en los períodos de depresión la economía se vuelve menos líquida. El aumento de las importaciones al actuar sobre las reservas metálicas contrayéndolas, provoca la disminución de billetes, de activos bancarios y del crédito.

b) Las perturbaciones pueden ser de origen interno:

I) la banca puede en cualquier momento seguir una política de expansión o contracción del crédito, provocando la creación o retracción del medio de pago depósito con la consiguiente repercusión en la vida económica del país.

Las limitaciones impuestas por la ley 10/1/938 son:

- i) los depósitos no pueden exceder de cinco veces el capital y reservas, llegando hasta ocho veces en los casos de especial liquidez previa autorización del Poder Ejecutivo.
  - ii) obligación de mantener un encaje mínimo del 16 % sobre depósitos a la vista y 8 % sobre depósitos a plazo cuando el total de depósitos recibidos no exceda de cinco veces el capital de reserva. Por el excedente de cinco a ocho veces, los referidos porcentajes se duplican.
- Estos topes a priori presentan graves inconvenientes:

- 1) son motivo de rigidez de la oferta si los capitales de los Bancos resultan menores que las necesidades de medios de pago.
- 2) no representan obstáculo a una expansión exagerada del crédito, si el monto de esos capitales multiplicado por el coeficiente legal respectivo de cinco u ocho, excede de las necesidades.
- 3) el encaje obligatorio (16 % y 8 %) puede resultar muy bajo en caso de expansión de los activos bancarios por aumento de exportaciones y muy alto en épocas de astringencia monetaria. Resulta también, un elemento que quita elasticidad al sistema.

La función del Departamento de Emisión consiste, sólo en controlar que los Bancos se mantengan dentro de los límites establecidos, careciendo de instrumentos para regular las alteraciones en la oferta producidas por este factor.

- II) En los casos de déficit fiscal las perturbaciones serán distintas según que se financien con crédito bancario o con deuda pública. Si se recurre al primer expediente, solicitando préstamos al Banco de la República se amplía la cantidad de medios de pago, depósitos o billetes, según se atiendan las demandas con recursos propios del Departamento Bancario o mediante la emisión de billetes. Si se recurre al segundo no se provoca la expansión como en el caso anterior, pero se impide la esterilización de medios de pago por parte de la autoridad monetaria realizando operaciones de mercado abierto.

Este elemento desestabilizador ha tenido gran influencia por la falta de coordinación entre la política monetaria y la política fiscal.

Puede decirse, en conclusión, que nuestro sistema dinerario no estuvo organizado para seguir la política de estabilización de precios surgida en la década de los treinta a raíz de la crisis mundial.

*La experiencia de la segunda Guerra Mundial.* — Iniciada la segunda Guerra Mundial ocurrió algo similar a lo de 1914. Las exportaciones aumentaron rápidamente, superando a las importaciones, lo que originó saldos netamente favorables en el balance de cuentas. Los exportadores concurrían al Banco República a vender las divisas con el aumento consiguiente en la emisión de billetes, los activos bancarios y el ingreso monetario.

Mientras se producían estos incrementos en los medios de pago y el ingreso monetario, el aparato real permanecía más o menos estacionario en virtud de la limitación impuesta por la guerra a las importaciones y la rigidez de la oferta nacional, agravada por la sequía de los años 1942/43 que afectó considerablemente la producción agropecuaria.

El desnivel entre el ingreso monetario y el ingreso real determinó alzas de precios, y con ello, ganancias extraordinarias para los sectores industriales y comerciales, se agregaron a la de los exportadores y productores rurales.

Los asalariados ante la suba del costo de la vida presionaron a los Poderes Públicos obteniendo el régimen de "Consejos de Salarios".

El Estado, con un sistema impositivo rígido, que no se adapta a los movimientos de la renta no pudo hacer frente con sus ingresos a los gastos que determinaban el alza de los precios de los bienes necesarios para

mantener sus servicios y los sueldos de sus funcionarios, recurriendo al déficit.

Fueron éstos, dos nuevos elementos que concurrieron a elevar el ingreso monetario.

*Nuestro sistema dinerario careció de un instituto capaz de regular la circulación monetaria.* — El Banco de la República trató de intervenir, deteniendo el alza del ingreso monetario, origen del desequilibrio.

Para ello tomó las siguientes medidas:

- a) Contrajo las colocaciones del Departamento Bancario en perjuicio de su función de banco comercial, pero ello fue insuficiente ante el incremento de las colocaciones del resto de la banca que disponía de gran liquidez.
- b) Por resolución del 1º de junio de 1944 impuso el contralor de entrada de capitales. Con ello limitaba las repercusiones de la inmigración de capitales golondrinas en la corriente monetaria.

Pero estas medidas resultaban insuficientes ante la magnitud de la expansión del crédito interno.

Recurrió entonces a los Poderes Públicos y obtuvo:

- a) por ley 18/9/944 y decreto 30/10/944 la duplicación de los encajes bancarios con lo cual se limitaba la creación de depósitos, y
- b) autorización para la emisión de Bonos de Defensa Monetaria. Esta medida destinada a retirar billetes de la circulación tuvo poco éxito en virtud de:
  - i) el escaso desarrollo de nuestros mercados monetarios y de capitales.
  - ii) el deseo de no competir con el Estado que debía colocar títulos de Deuda Pública para enjugar déficit.

Fueron medidas tomadas un tanto tardíamente y tendientes a regular solamente los aspectos cuantitativos del crédito, prescindiendo de los cualitativos y sin tener en cuenta el problema de la iliquidez que debería afrontar el sistema en la etapa de post-guerra.

*En la post-guerra el instituto del redescuento da elasticidad al sistema.* — Terminada la guerra el balance de cuentas arrojó saldos deficitarios por más de 100 millones de dólares en el trienio 1946/48 lo que amenazó afectar seriamente la circulación de medios de pago.

El sistema, muy rígido, era impotente para adaptarse a las necesidades

del mercado. Al exceso de liquidez seguiría la astringencia monetaria como tantas otras veces.

Pero el país no estaba dispuesto a soportar la insuficiencia de liquidez que afectaría sensiblemente las actividades secundarias y terciarias que se habían desarrollado durante la guerra, con la consiguiente influencia sobre la ocupación y la renta. Era necesario, entonces, actuar sobre el sistema dinerario haciéndolo más elástico, y ello se consiguió con la introducción de elementos propios de una teoría rentalista.

En efecto, se perfeccionó el instituto del redescuento por las leyes de 24/6/948 y 16/11/950 que aumentaron la liquidez en momentos en que las salidas de oro hacían sentir a la plaza la falta de circulante.

La primera de esas leyes autorizó al Departamento de Emisión a entregar billetes al Departamento Bancario para redescantar documentos de su propia cartera o de otros bancos, siempre que no fueran extendidos a más de 180 días de plazo, por un máximo de 50 millones de pesos.

El tope de 50 millones era un obstáculo a la elasticidad, y así la segunda ley mencionada estableció que el propio Departamento de Emisión redescantaría al Departamento Bancario del Banco de la República y a los restantes bancos, documentos comerciales que reunieran las siguientes condiciones:

- a) estar extendidos a un plazo no mayor de 180 días.
- b) estar relacionados con negociación de mercaderías, materias primas, ganados, frutos del país y
- c) que lleve por lo menos dos firmas solventes, una de las cuales debe ser bancaria.

El perfeccionamiento del instituto del redescuento le da al sistema una elasticidad de la que carecía hasta ese momento. Sigue en cambio expuesto a las expansiones exageradas de la oferta provocadas por balances de cuentas favorables o la política crediticia de la banca comercial.

*La estructura dineraria.* — Se modifican, con la utilización del redescuento, las proporciones entre las variables oro, billetes y depósitos.

La cantidad de billetes y depósitos se relacionan más con la renta real que con las reservas metálicas del Banco, acercándonos a una estructura de tipo rentalista.

*En 1950 nuevamente factores de origen externo provocan la expansión desordenada de los medios de pago.* — Factores de orden externo, la guerra de Corea, provocaron la suba de precios de algunos productos de exportación y con ello saldos favorables en el balance de cuentas. Los medios de pago, estrechamente relacionados con los saldos del balance de cuen-

tas, aumentaron de 607 millones en 1949 a 728 millones de pesos en 1950 como puede verse en el anexo N° 3 con la repercusión consiguiente en el ingreso monetario y el sistema de precios internos.

Superado el riesgo de un conflicto más extenso, las importaciones sobrepasaron a las exportaciones con la consiguiente pérdida de liquidez.

Pero el desajuste de precios y costos de los bienes y servicios había incidido sobre los salarios elevándolos. Resultaba muy peligroso pretender volver a la situación anterior recurriendo a la contracción del crédito, pues dada la rigidez de los salarios y otras rentas a la baja, la consecuencia sería la desocupación.

La solución estaba en buscar el aumento de productividad, reorientando el crédito y coordinando la política monetaria con la política fiscal y la política de producción.

Como se mantuvo el crédito sin la adecuada redistribución, el exceso de liquidez en algunos sectores ha provocado tensiones inflacionarias de carácter parcial.

#### b) EN LO EXTERNO.

Iniciada la crisis de 1929, el Uruguay mantuvo el crédito interno al mismo nivel. La renta monetaria no se contrajo en la misma medida en que lo hizo la renta real, mientras en los países altamente industrializados, Gran Bretaña y Estados Unidos, fundamentalmente en este último, el crédito se redujo violentamente cayendo la renta monetaria a límites insospechados.

Al mantenerse el poder de compra dentro de un país con alto coeficiente de importaciones como ocurre con el nuestro, la demanda de divisas para importaciones no sufre alteraciones. Los países industrializados, por el contrario, al contraer el crédito interno y la renta monetaria disminuyeron el poder de compra y por lo tanto sus importaciones, con la consiguiente repercusión en la oferta de divisas en nuestro mercado de cambios. Del enfrentamiento de curvas de demanda de divisas más o menos estables con curvas de oferta que han disminuído, surge un tipo de cambio más bajo.

La caída del precio de la moneda nacional en el mercado de cambios y la situación económica mundial muy inestable, hizo jugar un nuevo factor que incidió en nuevas bajas: expectativas desfavorables. La brusca desvalorización del peso, y las expectativas de mayores desvalorizaciones provocaron la reacción de los demandantes de moneda extranjera para importaciones, especulación, etc., que apuraron las compras, incrementando la demanda o por lo menos impidiendo que ésta bajara de acuerdo a las restricciones que imponía la crisis.

*La creación del Contralor de Cambios.* — Con el fin de detener la depreciación del signo nacional se decidió actuar directamente sobre los rubros del balance de pagos creándose el Contralor de Cambios.

Los rubros a que se dedicó la atención de las autoridades fueron los de exportación e importación. Por la ley 16/10/931 se creó el Contralor de las Exportaciones a cargo de la Dirección General de Aduanas, función que por decreto 4/4/935 pasó al Banco de la República conjuntamente con el contralor de las operaciones cambiarias resultantes de la exportación. El nuevo régimen impone la obligación de negociar en plaza la letra correspondiente a la exportación en moneda extranjera por vía de la autorización para efectuar la operación, estando a cargo del Banco de la República el contralor respectivo.

Pero con solo el contralor de las exportaciones no se lograba el equilibrio del balance de pagos y debió irse al contralor de las importaciones. Después de varias disposiciones tendientes a limitar las importaciones se instauró el contralor de las mismas por la ley del 9/11/934, estableciéndose que compete al Banco de la República determinar periódicamente las disponibilidades de cambio por rubros, países y clases de cambio en atención al producido de las exportaciones. La distribución de las divisas entre los importadores quedó a cargo de una Comisión Honoraria de Importaciones y Cambios, Comisión que luego fue sustituida por el Contralor de Exportaciones e Importaciones.

*La actuación del Contralor y el tipo de cambio.* — Se pretendió utilizar el Contralor para mantener el tipo de cambio superavaluado, por encima del tipo normal o de equilibrio, creándose el llamado cambio oficial. Pero dependiendo el tipo de cambio de la renta monetaria, la productividad, el movimiento de capitales y las expectativas, no es posible, como ya se ha demostrado, mantener cualquier tipo de cambio dadas las variables anteriores. En esta situación hay dos soluciones de tipo monetario:

- 1) actuar sobre el crédito, contrayéndolo, o
- 2) dejar oscilar el tipo de cambio a la baja hasta llegar a la posición de equilibrio.

En el primer caso la disminución de la renta monetaria significa anulación de poder de compra y disminución de la demanda con estas consecuencias:

- a) en lo interno se consigue la baja de costos posibilitando el aumento de exportaciones.
- b) menores importaciones y por lo tanto disminución de la demanda de divisas.

Pero la baja de costos, que no es otra cosa que aumento de productividad, se consigue a expensas de la ocupación.

Como no se deseó esta solución hubo que optar por la segunda, y los propios hechos la impusieron. Surgió, al lado del mercado oficial, el mercado negro donde el peso se cotizó muy por debajo del primero quedando entre ambos el tipo de equilibrio.

Posteriormente se crearon el cambio compensado (1932/33) y el cambio libre (febrero de 1934) que no hacen otra cosa que acercar el tipo de cambio al tipo de equilibrio.

El cambio compensado consistió en autorizar al exportador a transferir a terceros las divisas provenientes de la exportación, o utilizarlas en importaciones propias. En el primer caso el exportador obtiene una prima lo que produce el mismo efecto que la baja del tipo de cambio. Se mantiene la ilusión de que el peso conserva su valor, pero en la realidad se ha depreciado.

Tuvo sin embargo gran importancia el cambio compensado. El hecho de impedir nuevas bajas del tipo de cambio oficial limitó el juego de las expectativas desfavorables, que influían llevándolo hacia abajo.

El cambio libre no fue otra cosa que admitir la imposibilidad de eliminar el mercado negro y mantener una moneda supervaluada. Se utilizó para operaciones no realizadas en el oficial quedando librado el tipo de cambio, al libre juego de la oferta y la demanda. Como el peso se cotizaba en este mercado muy por debajo de lo que lo hacía en el oficial se empleó para favorecer ciertas exportaciones dando un porcentaje en libre y otro en dirigido. Fue otra manera de aproximar el tipo de cambio al tipo de equilibrio.

*La 2da. Guerra Mundial y el tipo de cambio.* — En diciembre de 1937 se creó el cambio dirigido con precios de venta de la moneda extranjera superiores al precio de compra, lo que dió lugar a beneficios para el gobierno aplicados a distintos fines.

Al iniciarse la guerra el tipo vendedor era de 189.88 y el comprador de 151.90 por cada 100 dólares. Durante el conflicto la renta monetaria aumentó mientras disminuían los bienes que pasan por el mercado. El aumento en la renta monetaria se tradujo en incrementos de demandas de importación y suba de precios de los productos provenientes de la ganadería y la agricultura en el mercado internacional. Afluyó al Uruguay una masa enorme de divisas por este concepto, a lo que hay que agregar la entrada de capitales en busca de la seguridad que se ofrecía en estas latitudes. La demanda efectiva de divisas, por el contrario, se enlenteció debido a las dificultades con que tropezaban las importaciones.

El tipo de cambio fijado para el mercado dirigido, con tipos múltiples para ciertas exportaciones, permitió la salida de la producción nacional sin dificultades. El tipo libre comenzó a subir a partir de 1940 llegando a un promedio de 178.50 en 1946 (Anexo N° 5).

Hacia fines de 1947 y comienzos de 1948 los países que participaron en la guerra iban transformando sus industrias de guerra en industrias de paz y ajustando la renta monetaria y la productividad. En nuestro país se mantiene, como se ha dicho, una renta monetaria elevada lo que incide en el tipo de cambio libre cuya media es en 1948 204.18, en 1949 225.00 y así sucesivamente hasta pasar de 400.00 en el corriente año.

En el mercado dirigido el tipo de 151.90 está por encima del de equilibrio. Se presenta una vez más la disyuntiva: actuar sobre la renta monetaria contrayéndola, o permitir la baja del tipo de cambio. Se opta nuevamente por la segunda solución, estableciéndose por decreto del 5/10/49 el tipo comprador de 178 por 100 dólares para ciertos productos (aceites comestibles, aceites de lino, aceite de pata, cueros lanares, salados, etc.) y 235.00 para otros (artículos y confecciones de punto de lana, residuos y desperdicios de hilandería, cueros curtidos y semi-curtidos, etc.). Este último constituye el llamado libre comercial, vendiéndose las divisas que provienen de él a 245 pesos cada 100 dólares. Subsiste el básico de 151.90 para animales en pie, (excepto reproductores), carnes y menudencias vacunas y ovinas, lanas, lino en grano, etc., por lo que resulta muy difícil determinar cual es en realidad el tipo de equilibrio.

Finalmente, en setiembre de 1955 fueron necesarios tratamientos cambiarios especiales para facilitar la exportación de lanas. Se otorgó una prima de 0.21 por dólar para el período comprendido entre el 15/9/55 y el 31/12/55, de 0.14 para el período 1/1/56 - 31/3/56 y 0.07 para el período 1/4/56 - 3/6/56. Expirado el plazo de vigencia del referido decreto se percibe nuevamente la imposibilidad de continuar con el tipo básico de 151.90 si se quiere mantener la renta monetaria sin conseguir aumentos en la productividad.

*En conclusión:* el contralor no ha podido mantener un tipo de cambio fijo sino que ha tenido que admitir en él oscilaciones paralelamente a las que se han producido en la renta monetaria y la productividad.

## VI

### EL SISTEMA DINERARIO DEL URUGUAY NO SE HA ADAPTADO A LA ESTRUCTURA ECONOMICA

Nuestro sistema dinerario ha estado vinculado al sistema político y económico imperante en el mundo occidental: el liberalismo, que abarca el siglo XIX y los comienzos del siglo XX. El sistema de Patrón Oro, con la regulación automática del aparato monetario y a través de él, del precio y la producción, se adaptaba perfectamente a una concepción que procuraba eliminar toda intervención estatal. De ahí su triunfo durante ese período.

Bajo el reinado del Patrón Oro, un grupo de países con Gran Bretaña al frente, dieron un gran impulso a las actividades industriales mientras los restantes, sin la capacidad técnica de aquellos se vieron imposibilitados de hacerlo y continuaron dedicados a las actividades tradicionales. Se perciben entonces dos tipos de estructuras económicas:

- 1) estructuras donde los sectores industrial y comercial representan una proporción importante y
- 2) estructuras con predominio de las actividades agrícolas, ganaderas y extractivas.

La teoría no reconoció las diferencias entre estos dos grupos de países, a los que consideró en un mismo pie de igualdad, y el Patrón Oro automático se adoptó en todos ellos. Pero no podía funcionar de la misma manera en dos estructuras distintas y los hechos se encargaron de demostrarlo. La experiencia de nuestra economía durante el período 1830-1914 es bien elocuente. Cuando aumentaban las exportaciones, porque así lo determinaba el comercio internacional, entraba oro al país y, siempre que se dieran circunstancias favorables, se aumentaban los medios de pago, se extendía el crédito y todos los sectores de la producción incrementaban sus actividades. Pero el alto coeficiente de importaciones, propio de nuestra estructura económica, hacía que rápidamente el oro fuera devuelto al exterior en pago de nuestras compras y a la etapa de alta siguiera una etapa de baja.

Careció nuestro sistema dinerario de instrumentos que actuaran como compensadores, limitando el alza y enlenteciendo la depresión, tal como la tasa de interés, propio de los países desarrollados. Sin embargo, el país no siempre se resignó a sufrir los efectos del automatismo del patrón oro y, en muchas oportunidades con el fin de evitar las consecuencias de la brusca contracción del aparato monetario, se apartó del mismo, decretando la in-conversión.

El decreto de in-conversión era el reconocimiento de las fallas del sistema. No obstante, superadas las dificultades del momento, se volvía al sistema tradicional atraído por la magia del automatismo y achacando todos los males al hecho de no haber cumplido con las reglas del juego.

Así se llegó a la guerra de 1914 donde se abandonó el Patrón Oro en forma definitiva al suspenderse la libertad de conversión y exportación de metal. Se continuó, en cambio, regulando la corriente monetaria de acuerdo a las entradas y salidas de oro por lo que se obtuvieron resultados similares: exceso de liquidez con elevación exagerada de precios en el alta e iliquidez en la baja.

Recién a partir de 1948, con el perfeccionamiento del instituto del redescuento comienza a abandonarse la regulación automática y a tenerse en cuenta las necesidades de la producción.

## VII

### COMO DEBERIA ORGANIZARSE NUESTRO SISTEMA DINERARIO

Es necesario modificar nuestro sistema dinerario procurando adaptarlo a la estructura económica del país para que cumpla las dos condiciones esenciales: elasticidad y seguridad.

Los factores que influyen en la oferta monetaria y afectan la elasticidad y seguridad se han clasificado en:

- a) de origen externo:
  - 1) exportaciones, determinadas por fluctuaciones producidas en los países altamente industrializados.
  - 2) movimiento de capitales extranjeros, caracterizados por su irregularidad.
- b) de origen interno:
  - 1) expansión o contracción del crédito provocado por el sistema bancario;
  - 2) déficit o superávit fiscal.

Para evitar la acción desestabilizadora de los factores enunciados debe dotarse al sistema de institutos provistos de medios adecuados para actuar en lo interno y en lo externo.

a) EN LO INTERNO. — Debería organizarse el sistema con la base de los siguientes institutos:

- i) Banco Central.
- ii) Banca actuando en el corto plazo.
- iii) Banca especializada actuando en el corto y medio plazo.
- iv) Banca especializada actuando en el largo plazo.

i) *Banco Central*. Será el encargado de regular la corriente monetaria de acuerdo con las exigencias del desarrollo económico, neutralizando los excesos y deficiencias de liquidez impuestos por los saldos de los balances de cuentas y de capitales.

Con la introducción de elementos propios de una concepción rentalista de dinero puede lograrse la estrecha vinculación entre la oferta monetaria y la marcha de la producción. En tal concepción, siendo el fin de

la política económica la consecución del máximo de producción o renta, y alcanzándose ese máximo cuando se han ocupado la totalidad de los factores productivos con su mejor combinación, la creación de medios de pago ha de tener por meta la búsqueda de la ocupación plena con la mayor productividad.

La adecuada correlación entre el aparato monetario y la renta real permitirá el mantenimiento del poder adquisitivo del medio de pago, cumpliéndose de este modo con la doble condición de elasticidad y seguridad.

Para que cumpla con esta doble finalidad: logro de la ocupación plena y mantenimiento el poder adquisitivo deben conferirse al Banco Central las siguientes funciones:

1) *Emisión de billetes.* — Constituye en nuestro país una función de gran trascendencia por la importancia que los billetes tienen dentro del total de medios de pago. Nuestro mercado monetario, poco afinado, no acostumbra usar el cheque en la proporción de mercados más desarrollados. El escaso uso del cheque determina menores activos bancarios y por lo tanto limitación a la creación del medio de pago depósito.

Reconocida la importancia del billete es necesario dar elasticidad a la emisión para que el Banco Central pueda actuar fácilmente sobre la totalidad de medios de pago.

El oro, puntal eminentemente rígido, se utilizará como respaldo que inspire confianza en el billete y no como regulador de su circulación, imponiendo altas y bajas en la misma, según las entradas y salidas del metal.

*El redescuento y préstamo en última instancia como puntales de la emisión.* — Utilizándose el redescuento para documentos que respondan a transacciones realmente efectuadas, es un instrumento que da elasticidad al sistema sin afectar la seguridad.

El carácter de prestamista en última instancia le permitirá auxiliar a ciertos sectores particularmente afectados en épocas de astringencia monetaria. En efecto, escaseando los medios de pago, la oferta se encamina hacia los sectores que por sus mayores ganancias están en condiciones de pagar más altos intereses. La financiación del comercio exterior y otras actividades comerciales tienen así preferencia frente al agro, el transporte y ciertos sectores industriales de menores beneficios.

Mediante el redescuento y el préstamo en casos especiales, el Banco Central está en condiciones de asegurar a todos los sectores un ritmo normal de producción, sin sufrir las consecuencias de las alteraciones del crédito.

2) *Operaciones de mercado abierto.* — Para que este instrumento resulte eficaz en nuestro país, el Banco Central debe perfeccionar el mercado de valores. Con la colaboración del Gobierno y la baja del interés

motivada por la mejor distribución del crédito puede orientar hacia esta clase de papeles, grandes masas de circulante que hoy encuentran elevada remuneración en virtud de la mala dirección de la oferta.

La venta de valores puede ayudar a detener un proceso expansivo del medio circulante quitando liquidez a la plaza en momentos de aumentos de exportaciones o pronunciadas subas de precios en el mercado internacional. La compra de valores, por otra parte, puede aliviar las tensiones impuestas por insuficiencia en la oferta de medios de pago mejorando el estado de liquidez.

3) *Fijación de los encajes y centralización de las reservas bancarias.* — El encaje tiene como finalidad defender al depositante y a la economía nacional, obligando a los bancos a mantener en caja una proporción de las obligaciones contraídas.

Pero, dependiendo del encaje la cantidad de depósitos que pueden crear los bancos con un activo dado, resulta un medio realmente eficaz para regular la corriente monetaria.

En nuestro país, dada la relativa eficacia de los restantes instrumentos que se pueden proporcionar al Banco Central, en atención a las características del mercado de los medios de pago, la facultad de fijar los encajes adquiere importancia relevante.

La centralización de las reservas permitirá un mejor aprovechamiento de las mismas, aumentando la liquidez del sistema.

4) *Selección cualitativa del crédito.* — Orientará el crédito bancario hacia las actividades que conviene al país estimular, limitándolo para las operaciones de especulación y en general las que puedan ser un obstáculo al desarrollo económico.

La política de encajes múltiples estableciendo porcentajes variables según las actividades de que se trate y la utilización del redescuento como medio de canalización del crédito resultan un poderoso auxiliar a efectos de la selección. Hay que agregar a ello la importancia que irá adquiriendo la tasa de interés a medida que se perfecciona el mercado.

5) *Selección cuantitativa del crédito.* — La facultad de establecer máximos, limitando compulsivamente el crédito como medio de regular la oferta de medios de pago ha de utilizarse sólo en los casos en que resulte insuficiente la aplicación de las medidas enumeradas.

6) *Consejero del Gobierno y ejecutor de la política monetaria.* — Dada por el Gobierno la orientación de la política económica, el Banco Central como organismo especializado le asesorará respecto de la política monetaria a seguir. Aprobado el plan de política monetaria será el encargado de llevarla a cabo.

7) *Contralor del resto de la banca.* — Vigilará el cumplimiento de las disposiciones que rigen las actividades bancarias.

8) *Banquero del Gobierno.* — Llevará las cuentas bancarias del Gobierno debitando por los depósitos realizados por las respectivas oficinas y efectuando adelantos en los casos de déficit transitorios por desplazamientos entre la percepción del recurso y el gasto. El total de adelantos estará previsto en el plan trazado para cada ejercicio financiero.

El Banco Central puede manejar estos instrumentos conjunta o alternativamente según la naturaleza del factor que actúa como desestabilizador. Así, ante una expansión o contracción provocada por saldos favorables o contrarios del balance de cuentas la venta o compra de valores debe preferirse a la modificación de encajes bancarios, pues actúa sobre la masa de billetes que constituyen la base de la pirámide de los medios de pago.

Las mismas operaciones con valores pueden en cambio carecer de eficacia en circunstancias en que el Estado, para hacer frente al déficit recurre a la colocación de deuda como ocurrió en nuestro país durante la segunda Guerra Mundial.

Para detener una expansión provocada por el crédito bancario, la elevación del encaje es más aconsejable porque limita las posibilidades de creación de crédito, origen del desequilibrio.

ii) *Banca actuando en el corto plazo.* — Sus funciones serán, la clásica, de recoger el ahorro flotante y orientarlo en forma de préstamo a corto plazo hacia la industria y el comercio, y las accesorias que la complementan.

Estará en estrecha conexión con el Banco Central para que la creación de depósitos y su distribución estén de acuerdo con las necesidades de la economía nacional.

iii) *Banca especializada actuando en el corto y medio plazo.* — Hay dentro de la economía, sectores que por sus características exigen una atención especial en materia de plazos, intereses, garantías, etc. Así las actividades agropecuarias deben ser provistas de circulante para períodos más largos que las restantes.

Ciertas necesidades de préstamos son para períodos mayores que la simple financiación de una zafra (adquisiciones de ganado, cuidado de la salud de los animales, etc.). sin llegar por ello a catalogarse de inversiones a largo plazo.

Hay que agregar a ello la propia naturaleza de la producción agropecuaria, dispersa en toda la República, que la aparta de los centros urbanos donde se concentran las instituciones de crédito.

Problemas con características especiales debe afrontar también la producción manufacturera.

Ello exige la creación de institutos de crédito especializados que, cono-

cedores de la peculiaridad de estas actividades, les presten el apoyo requerido para su mejor desenvolvimiento.

El Banco Central, con la colaboración del Gobierno, deberá ir creando condiciones favorables para que el capital privado encuentre incentivo en aplicarse a la prestación de este tipo de servicio. Ello sin perjuicio de que el propio capital público, por medio de instituciones del Estado, se adelante a canalizar el crédito a mediano y corto plazo hacia los diversos sectores de la economía nacional de acuerdo con las necesidades impuestas por sus características.

iv) *Banca especializada actuando en el largo plazo.* — Cuando se trata de financiar activo fijo, el plazo debe ser mayor y los recursos obtenerse por lo tanto del mercado financiero, mediante la colocación de valores que absorban el ahorro creador.

Se requieren, también en este caso, institutos especializados que atiendan la industria y el agro con conocimiento de sus necesidades.

No estando el capital privado en condiciones de emprender tal empresa, deberá el Estado como en otros países latino americanos tomar sobre sí la responsabilidad de hacerlo, buscando al mismo tiempo el afinamiento del mercado financiero.

b) EN LO EXTERNO. Ha de establecerse el tipo de cambio teniendo en cuenta la renta monetaria y la productividad, de tal modo que permita:

- 1) la colocación en el exterior de la producción nacional exportable, dejando al productor un margen razonable de beneficio, y
- 2) el desarrollo de actividades destinadas a abastecer las necesidades del mercado interno en la medida en que los factores aplicados a las mismas obtengan un ingreso mayor que si se destinaran a las de exportación, aunque la productividad resulte menor que en los países más desarrollados.

La fijación del tipo de cambio ofrece dificultades porque no todas las empresas, ya sea productoras de bienes de exportación o destinados al mercado interno, tienen la misma eficiencia. Basarse en las de máxima eficiencia puede desplazar del mercado a las restantes, con la repercusión consiguiente de la ocupación; basarse en las de menor eficiencia puede provocar desajustes estructurales por desplazamiento de factores aplicados a actividades internas u otras de exportación hacia aquellas favorecidas por altos ingresos originados por un elevado tipo de cambio.

Pero, como el Banco Central al coordinar la política monetaria con las restantes políticas (fiscal, social, de inversiones, etc.) buscará la mejor combinación de los factores productivos en los diversos sectores, y con ello la nivelación de la productividad, estará en condiciones de fijar el tipo de cambio conveniente al desarrollo económico del país.

Para el logro de los fines perseguidos las siguientes funciones deben otorgarse al Banco Central en lo externo:

- 1) *Contralor de Cambios.* — Nuestra condición de país sub-desarrollado, muy vulnerable a los impactos provenientes del exterior, exige el contralor de ciertos rubros del balance de pagos. La disponibilidad de divisas provenientes de las exportaciones resulta insuficiente para atender las necesidades impuestas por un alto coeficiente de importaciones.

El país debe abocarse, entonces, a una adecuada distribución, atendiendo en primer término al consumo imprescindible, la introducción de materias primas, combustibles y bienes de capital, y destinando el saldo restante a la adquisición de productos manufacturados de lujo y semi-lujo.

El Banco Central, teniendo en sus manos el contralor de cambios, determinará anualmente, de acuerdo con la marcha de las exportaciones y los previos del mercado internacional, las entidades de moneda extranjera que se aplicarán a importaciones de distintas categorías.

- 2) *Instrumentos para el mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio en el mercado libre.* — El decreto del 3 de agosto de 1956 ha mantenido el mercado libre financiero para el movimiento de capitales, creando el libre comercial para el de mercaderías, con porcentajes de libre y dirigido o totalmente libre según los casos.

El Banco Central debe mantener la estabilidad del tipo de cambio, dentro de ciertos límites, en ambos mercados.

Necesita para ello:

- 1) Una masa de maniobras que le permita salir a ofertar divisas cuando la presión de la demanda tienda a sacar el cambio de su posición de equilibrio y a demandar cuando sea la oferta el elemento desestabilizador.
- 2) Otros medios que le permitan actuar indirectamente sobre el tipo de cambio.

El mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio, dentro de ciertos límites, reporta dos grandes ventajas:

- 1) la libre entrada y salida de capitales en el mercado financiero y el mantenimiento del tipo de cambio son un incentivo valioso para atraer el capital extranjero que busca colocación fuera de sus fronteras nacionales.

Sin embargo, la entrada de capitales en gran magnitud, de carácter transitorio, puede actuar como desestabilizador del in-

greso nacional. Deben darse al Banco Central, instrumentos para que en este caso proceda a la esterilización de los referidos capitales llegando hasta a prohibir su entrada en casos extremos.

No es conveniente, en un país de las características del nuestro permitir la entrada de este tipo de capital y actuar sobre el crédito interno contrayéndolo, porque si bien se mantiene estable la oferta monetaria, las modificaciones estructurales son por lo general de mucha entidad. Dada la pequeñez del mercado monetario, el porcentaje de los medios de pago que se retiran de la producción por restricción del crédito para ir a manos de los que ingresan capitales, puede representar una cifra de tal magnitud, que afecte la generación de la renta.

- 2) El mantenimiento de tipos estables en el mercado libre comercial, permitirá al empresario, en una economía basada en la libre empresa, la realización de planes a largo plazo en materia de importación de equipos, de materias primas, de exportaciones, etc.

#### ANEXO N° 1

	<u>ENCAJE</u>	<u>EMISION</u>
Febrero 1865	770.072	4:327.514
Agosto 1865	2:721.389	3:459.380
Marzo 1866	2:504.497	4:686.316
Junio 1866	2:268.155	4:333.480
Agosto 1866	3:283.655	5:348.885
Marzo 1867	5:134.819	6:798.993
Agosto 1867	4:642.952	6:386.812
Diciembre 1867	4:395.000	7:610.000
Mayo 1868	7:033.000	13:317.000

Datos correspondientes a los Bancos de Montevideo.

Fuente: Eduardo Acevedo.

#### ANEXO N° 2

<u>MARZO DE:</u>	<u>CAPITAL BANCOS</u>	<u>EMISION</u>	<u>ACREEDORES</u>
1883	2:436.042	3:647.610	6:008.268
1884	2:436.042	4:128.990	5:862.177
1885	3:094.000	4:588.030	7:905.183
1886	4:034.000	5:759.590	11:958.806

Datos: idem.

Fuente: idem.

## ANEXO Nº 4

### COTIZACIONES EN EL PERIODO 1913-1930 - (Media anual)

*Dólar* — Paridad legal: 100 \$ oro = 103.52 dólares.

*Franco Francés.* — Paridad legal: hasta 18/6/928 - 1 \$ oro = 5,36 fs.  
desde 18/6/928 - 1 \$ oro = 26,45 fs.

*Lira.* — Paridad legal: hasta 22/12/927 - 1 \$ oro = 5,36 liras.  
desde 22/12/927 - 1 \$ oro = 19,68 liras.

*Libra.* — Paridad legal: 1 \$ oro = 51 1/16 peniques.

<u>AÑOS</u>	<u>DOLAR</u>	<u>FRANCO</u>	<u>LIRA</u>	<u>LIBRA</u>
1913	102.62	5.42	5.43	51 3/4
1914	100.65	5.38	5.36	51 23/64
1915	99.70	5.70	6.10	52
1916	104.06	6.10	6.85	52 5/32
1917	111.11	6.35	8.74	56 17/64
1918	120.19	6.73	9.18	61 3/32
1919	109.59	9.38	10.94	60 27/32
1920	85.74	13.60	19.15	63
1921	67.06	10.05	16.68	44 41/64
1922	77.29	10.70	17.15	43 7/64
1923	77.42	13.48	17.40	43 9/64
1924	86.32	16.15	20.43	46 7/64
1925	98.14	22.85	25.85	48 31/32
1926	101.11	36.85	26.58	50 7/64
1927	100.86	25.73	20.58	50 1/32
1928	102.70	26.14	19.45	50 37/64
1929	97.75	24.89	18.56	48 11/64
1930	82.38	20.95	15.73	40 17/32

Fuente: Banco República (Sinopsis Económica y Financiera del Uruguay) 1930.

ANEXO Nº 5  
*Media de los tipos de cierre*

Años	Mercado Libre			Libre Comercial (desde 1949)			
	Libra	100 Dls.	100 Fcos.	Comprador		Vendedor	
	Libra	100 Dls.	100 Fcos.	Libra	100 Dls.	Libra	100 Dls.
1934	11.66	227.50	—	—	—	—	—
1935	11.76	241.38	—	—	—	—	—
1936	9.90	199.50	10.80	—	—	—	—
1937	9.09	182.63	6.86	—	—	—	—
1938	11.35	236.13	6.95	—	—	—	—
1939	11.97	275.50	6.66	—	—	—	—
1940	9.83	271.00	5.42	—	—	—	—
1941	s/c	221.50	s/c	—	—	—	—
1942	"	190.00	"	—	—	—	—
1943	"	190.00	"	—	—	—	—
1944	"	190.00	"	—	—	—	—
1945	"	181.75	"	—	—	—	—
1946	"	178.50	"	—	—	—	—
1947	"	183.77	"	—	—	—	—
1948	9.21	204.18	0.96	—	—	—	—
1949	8.47	225.00	0.80	6.58	235.00	6.86	245.00
1950	6.64	s/c	0.69	6.58	235.00	6.86	245.00
1951	6.10	"	s/c	6.58	235.00	6.86	245.00
1952	6.88	"	"	6.58	235.00	6.86	245.00
1953	7.94	292.20	"	6.58	235.00	6.86	245.00
1954	8.82	319.27	"	6.58	235.00	6.86	245.00
1955	9.40	339.77	"	6.58	235.00	7.15 (1)	255.21 (2)

Fuente: Suplemento Estadístico (Banco de la República O. del Uruguay).

(1) Decreto de setiembre de 1955 llevó el tipo a 7.84

(2) Decreto de setiembre de 1955 llevó el tipo a 280.00

ANEXO N° 5  
*Media de los tipos de cierre*

Años	Mercado Dirigido			Mercado Oficial		
	Comprador		Vendedor			
	Libra	100 Dls.	Libra	100 Dls.	Libra	100 Dls.
1934	s/d	s/d	s/d	226.24	6.35	129.70
1935	s/d	s/d	s/d	219.06	6.08	125.74
1936	9.03	184.98	9.53	192.68	s/d	125.58
1937	8.07	163.00	8.79	178.17	s/d	126.58
1938	7.59	155.93	8.58	177.70	—	—
1939	6.80	164.90	8.31	207.62	—	—
1940	5.43	151.90	7.14	189.88	—	—
1941	6.10	151.90	7.64	189.88	—	—
1942	6.12	151.90	7.65	189.88	—	—
1943	6.12	151.90	7.65	189.88	—	—
1944	6.12	151.90	7.65	189.88	—	—
1945	6.12	151.90	7.65	189.88	—	—
1946	6.12	151.90	7.65	189.88	—	—
1947	6.12	151.90	7.65	189.88	—	—
1948	6.12	151.90	7.65	189.83	—	—
1949	5.65 (1)	151.90	7.07	189.91	—	—
1950	4.35	151.90	5.33	190.00	—	—
1951	4.25	151.90	5.33	190.00	—	—
1952	4.25	151.90	5.33	190.00	—	—
1953	4.25	151.90	5.33	190.00	—	—
1954	4.25	151.90	5.33	190.00	—	—
1955	4.25	151.90	5.49 (2)	195.83 (2)	—	—

Fuente: Suplemento Estadístico (Bco. República)

(1) Devaluación de la libra en setiembre de 1949.

(2) Decreto de setiembre de 1955 (libra 5.88, 100 Dls-210.00)

# I N D I C E

---

I. LOS SISTEMAS MONETARIOS .....	5
Características del sistema patrón oro	
a) En lo nacional .....	5
b) En lo internacional .....	8
Funcionamiento del sistema en su totalidad .....	11
Características del sistema rentalista .....	12
a) En lo nacional .....	12
b) En lo internacional .....	15
Funcionamiento del sistema en su totalidad .....	22
Diferencias entre los dos sistemas	
a) En lo nacional .....	23
b) En lo internacional .....	24
II. SISTEMA MONETARIO DEL URUGUAY .....	26
III. EL SISTEMA MONETARIO DEL URUGUAY EN PERIODO 1830-1914 .....	27
Características .....	28
a) Primer período .....	28
b) Segundo Período .....	30
El patrón oro no funcionó como lo señala la teoría .....	34
IV. EL SISTEMA EN EL PERIODO 1914-1931	
a) En lo nacional .....	38
b) En lo internacional .....	42
V. NUESTRO SISTEMA DINERARIO DESPUES DE 1931	
Introducción .....	44
a) En lo nacional .....	45
b) En lo internacional .....	52
VI. EL SISTEMA DINERARIO DEL URUGUAY NO SE HA ADAP- TADO A LA ESTRUCTURA ECONOMICA .....	55
VII. COMO DEBERIA ORGANIZARSE NUESTRO SISTEMA DI- NERARIO	
a) En lo interno .....	57
b) En lo externo .....	61
ANEXOS:	
Nos. 1 y 2 .....	63
N° 3	
N° 4 .....	64
N° 5 .....	65

## ANEXO N° 3

Años	A Importaciones	B Exportaciones	C Saldos	D Encaje Metálico	E Emisión de Billetes	F Depósitos en Cta. Corriente	G = E + F Total Medios de Pago
1862	8:151	8:804	652	—	—	—	—
1864	8:384	6:334	— 2:049	—	—	—	—
1866	14:608	10:665	— 3:943	—	—	—	—
1867	17:657	12:077	— 5:580	—	—	—	—
1868	16:102	12:139	— 3:962	—	—	—	—
1869	16:830	13:930	— 2:900	—	—	—	—
1870	15:003	12:779	— 2:224	—	—	—	—
1871	14:864	13:334	— 1:530	—	—	—	—
1872	18:859	15:489	— 3:370	—	—	—	—
1873	21:075	16:301	— 4:773	—	—	—	—
1874	17:181	15:244	— 1:936	—	—	—	—
1875	12:431	12:693	262	—	—	—	—
1876	12:800	13:727	927	—	—	—	—
1877	15:045	15:899	853	—	—	—	—
1878	15:927	17:492	1:564	—	—	—	—
1879	15:949	16:645	696	—	—	—	—
1880	19:478	19:752	283	—	—	—	—
1881	17:918	20:229	2:310	—	—	—	—
1882	18:174	22:062	3:888	—	—	—	—
1883	20:322	25:221	— 5:099	—	—	—	—
1884	24:550	24:759	209	—	—	—	—
1885	25:275	25:285 (1)	9	—	—	—	—
1886	20:194	23:854	3:659	—	—	—	—
1887	24:615	18:703	— 5:911	—	—	—	—
1888	29:477	28:021	— 1:456	—	—	—	—
1889	36:823	26:009	— 10:814	—	—	—	—
1890	32:364	29:172	— 3:192	—	—	—	—
1891	18:978	27:089	9:110	—	—	—	—
1892	18:404	26:005	7:601	—	—	—	—
1893	19:671	27:726	8:055	—	—	—	—
1894	23:800	33:494	9:694	—	—	—	—
1895	25:386	31:570	6:184	—	—	—	—
1896	25:530	30:428	4:897	2:267	1:431	—	—
1897	19:512	29:358	9:845	1:811	1:312	—	—
1898	24:784	30:310	5:525	3:554	3:872	—	—
1899	25:652	36:601	10:948	4:049	4:866	—	—
1900	23:978	29:442	5:463	4:023	5:034	—	—
1901	23:691	27:762	4:070	5:500	5:587	—	—
1902	23:517	33:660	10:142	6:314	6:536	—	—
1903	25:103	37:369	12:265	6:285	7:020	—	—
1904	21:216	38:484	17:268	9:263	7:020	—	—
1905	30:777	30:805	27	7:705	9:471	—	—
1906	34:454	33:437	— 1:017	8:946	11:131	—	—
1907	37:470	34:963	— 2:506	10:592	13:084	—	—
1908	37:456	40:341	2:885	11:414	15:306	—	—
1909	36:944	45:109	8:165	20:036	16:692	—	—
1910	40:814	40:935	121	18:151	18:077	—	—
1911	44:798	42:499	— 2:298	16:389	23:900	—	—
1912	49:788	48:800	— 988	15:472	27:999	—	—
1913	50:352	68:496	18:143	12:086	21:538	19:111	40:649
1914	43:200	58:248	15:048	13:863	26:108	18:912	45:020
1915	40:600	73:301	32:701	23:642	31:579	23:109	54:688
1916	52:900	73:870	20:970	34:074	36:565	32:302	68:867
1917	66:573	103:456	36:882	43:041	42:605	40:728	83:335
1918	100:807	116:050	15:243	48:088	55:650	50:185	105:835
1919	113:191	147:251	34:060	57:739	73:898	69:872	143:770
1920	132:547	80:751	— 51:795	58:170	64:860	74:276	139:136
1921	93:855	70:265	— 23:589	57:552	66:339	70:537	136:876
1922	81:886	77:422	— 4:463	58:029	64:120	65:678	129:793
1923	102:082	100:591	— 1:490	57:938	68:970	67:183	136:153
1924	81:810	106:836	25:025	57:995	68:500	60:071	128:571
1925	95:364	98:853	3:489	58:278	63:507	56:738	120:245
1926	74:111	94:303	20:191	58:421	67:611	67:089	134:700
1927	81:829	96:418	14:588	60:843	71:787	72:984	144:771
1928	93:954	101:203	7:248	73:381	72:484	72:046	144:530
1929	94:720	92:756	— 1:964	69:441	71:340	84:356	155:696
1930	89:301	100:864	11:562	63:815	74:116	89:771	163:887
1931	88:781	78:303	— 10:478	55:327	81:031	83:072	164:103
1932	55:510	58:283	2:773	51:275	84:641	86:414	171:055
1933	63:789	66:685	2:895	53:214	78:390	77:093	155:483
1934	61:374	69:772	8:398	50:818	79:606	78:864	158:470
1935	59:476	95:361	35:885	37:000 (4)	81:025	69:951	150:976
1936	66:029	90:212	24:183	37:000	87:652	73:451	161:103
1937	79:876	98:931	19:055	37:000	89:700	77:411	167:111
1938	74:930	96:342	21:412	81:148	92:967	73:109	166:076
1939	65:364	101:366	36:002	81:148	92:257	80:029	172:286
1940	74:218	110:473	36:255	81:148	105:824	83:958	189:782
1941	63:135 (2)	70:846 (2)	7:711 (2)	81:148	112:687	98:405	211:092
1942	63:662	57:775	— 5:887	81:148	112:764	100:136	212:900
1943	63:807	100:022	36:215	111:594	140:710	145:783	286:493
1944	72:446	97:559	25:113	111:594	156:202	202:025	358:227
1945	114:759 (3)	122:013	7:254	126:783	178:779	236:262	415:041
1946	166:995	152:764	— 14:231	172:355	214:332	271:074	485:406
1947	231:324	162:502	— 68:822	172:355	240:365	270:187	510:552
1948	201:455	178:953	— 22:502	202:736	270:564	294:617	565:181
1949	184:718	191:660	6:942	202:736	296:277	311:625	607:902
1950	201:669	254:282	52:613	255:813	360:260	368:338	728:598
1951	373:017	236:330	— 136:687	248:307	372:601	350:350	722:951
1952	257:257	208:925	— 48:332	248:307	405:630	394:635	800:265
1953	195:237	269:816	74:579	268:502	451:036	453:758	904:794
1954	274:451	248:958	— 25:493	248:307	491:697	459:743	951:440

(1) Desde el año 1885 en adelante, incluido el valor del oro no amonedado.

(2) Desde 1941, cantidades en miles de dólares.

(3) Se incluyen Dls. 17:638.530 correspondientes a oro ingresado al país con destino al Banco de la República

(4) Excluidos billetes en poder del Banco de la República