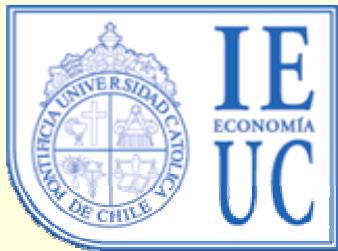


Nº 109

Abril 1987



Documento de Trabajo

ISSN (edición impresa) 0716-7334

ISSN (edición electrónica) 0717-7593

La Reforma Financiera Uruguaya de los Setenta: De la Liberación a la Crisis

Felipe Larraín

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE
INSTITUTO DE ECONOMIA

Oficina de Publicaciones
Casilla 274-V - Correo 21
Santiago - Chile

LA REFORMA FINANCIERA URUGUAYA DE LOS SETENTA:
DE LA LIBERALIZACION A LA CRISIS

Felipe Larraín B.*

Documento de Trabajo N°109
Abril de 1987

* Pontificia Universidad Católica de Chile. Tengo una deuda especial con Edgardo Barandiarán por numerosas y esclarecedoras discusiones sobre este trabajo. Agradezco también los comentarios de Domingo Cavallo, Ricardo López-Murphy, Carlos A. Rodríguez, Allen Sanginés y de los participantes de las Primeras Jornadas Anuales de Economía del Banco Central de Uruguay.

I. INTRODUCCION

La historia económica de la mayoría de los países de América Latina está plagada de ejemplos de mercados financieros excesivamente reglamentados, en que los topes a las tasas de interés, los altos requerimientos de reservas legales y los préstamos forzados por parte de los bancos comerciales al gobierno son sólo parte de una amplia gama de restricciones financieras impuestas por la autoridad económica. Este tipo de situaciones se conoce con el nombre de "represión financiera", término acuñado por McKinnon (1973, 1979).

En un entorno de represión financiera, las tasas reales de interés (tanto las de depósitos como de préstamos) son generalmente negativas. Los agentes responderían, de acuerdo con este enfoque, disminuyendo sus ahorros y canalizando sus fondos fuera del sistema financiero establecido. Puesto que el volumen de intermediación es pequeño y las tasas reales de interés son bajas o negativas, el crédito tiene que ser racionado por mecanismos distintos del precio. Esta situación resulta ineficiente, puesto que los agentes que obtienen los escasos fondos no son normalmente aquéllos que tienen los mejores proyectos, sino más bien los más influyentes y mejor conectados. Este proceso es también poco equitativo, y da origen generalmente a corrupción. Así, en una economía con represión financiera, el ahorro financiero es bajo debido a que su retorno no es atractivo y la inversión

es también baja debido al racionamiento del crédito. Muchos agentes actúan como ahorrantes e inversionistas a la vez, perdiéndose así uno de los importantes beneficios del sistema financiero, que es el de separar la propiedad de la administración, de modo de permitir una diversificación de portafolio a bajo costo (Barandiarán, 1985).

La liberalización de los mercados de capital daría entonces lugar al proceso que se ha denominado "profundización financiera" (Shaw, 1973), puesto que las tasas de interés se elevarían y aumentaría la intermediación financiera, expandiéndose la disponibilidad del crédito para el sector privado y haciendo posible un crecimiento de la inversión. Al mismo tiempo, la productividad de la inversión aumentaría, puesto que el racionamiento del crédito se hace por medio del precio (tasas de interés). Como sub-producto, el crecimiento de la economía tendería a mejorar.

Las recientes experiencias de Argentina, Chile y Uruguay durante los años setenta, todas las cuales perseguían una liberalización de sus mercados financieros, finalizaron en crisis durante los primeros años de la década del 80. Basado en gran parte en estos resultados, Díaz Alejandro (1985) ha cuestionado los supuestos beneficios de una liberalización financiera total, en un trabajo sugestivamente titulado, "Goodbye, Financial Repression, Hello

Financial Crash". Sus ideas están lejos de defender la bondad de un entorno de represión financiera, sino que más bien argumentan en favor de alguna liberalización, con intervención del gobierno en los mercados financieros, especialmente como agente regulador.

Al estudiar el caso específico de Uruguay, este trabajo intenta extraer algunas lecciones de esta experiencia, que comenzó con una amplia gama de reformas en 1974. Como resultado de ellas, la profundización financiera ocurrió a nivel macroeconómico, aunque estuvo centrada desde un principio en depósitos en dólares. Sin embargo, no ocurrió la aparición de crédito de largo plazo ni tampoco de nuevas formas de financiamiento para las empresas domésticas. Por otra parte, el ahorro y la inversión del sector privado no se incrementaron, y parecieron estar más influídos por elementos ajenos a la liberalización financiera. Tal vez el mensaje más claro de la experiencia uruguaya es que la desregulación de los mercados financieros no puede producir los beneficios que se esperan de ella si no es complementada con un conjunto coherente de políticas macroeconómicas. Particular atención debe prestarse en evitar una moneda doméstica sobrevaluada, especialmente si los flujos de capitales son irrestrictos.

La Sección II discute los acontecimientos relevantes de la economía antes de 1974, especialmente con respecto a los mercados fi-

nancieros, y describe los diferentes períodos de políticas en los cuales las reformas uruguayas pueden dividirse. La siguiente sección discute la liberalización de los mercados financieros, tanto con respecto a las operaciones internacionales como internamente. La Sección IV analiza los principales efectos de las reformas, mientras que la última sección presenta las conclusiones.

II. LAS REFORMAS ECONOMICAS DE AÑOS SETENTA Y COMIENZOS DEL OCHENTA

A. Condiciones Iniciales

A.1. Aspectos relevantes antes de 1974

Como muchos otros países en América Latina después de la Gran Depresión, Uruguay persiguió su desarrollo siguiendo la estrategia de sustitución de importaciones y de creciente intervención del gobierno en la economía. El resultado de estas políticas estuvo muy lejos de ser exitoso, ya que el producto por habitante creció a una tasa anual promedio de 0.7% desde fines de la Segunda Guerra Mundial hasta 1973, y las exportaciones se estancaron. De este modo, Uruguay perdió la oportunidad de obtener ventajas de las dos décadas de firme crecimiento y estabilidad de la economía mundial -los años cincuenta y sesenta- al confinarse a sí mismo dentro de sus fronteras. Como Ramos

(1984) lo describe, "..... el escaso dinamismo del producto y de las exportaciones fue resultado de una acción estatal exageradamente volcada hacia los aspectos distributivos, en desmedro de la actividad productiva, y del uso preferente de controles administrativos en sustitución del mercado"¹.

Los mercados financieros no fueron una excepción al patrón general de la economía. Ya en los años treinta se establecieron topes a las tasas de interés sobre los depósitos y durante las siguientes cuatro décadas se fueron sumando un cúmulo de reglamentaciones. El sistema bancario estaba organizado alrededor del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), establecido en 1896, que operaba tanto como la institución más importante en materia de préstamos, así como la autoridad monetaria hasta 1966. El Banco Central del Uruguay (BCU) fue creado en 1966 y tomó a su cargo los asuntos de emisión de moneda, el manejo de las reservas internacionales y la supervisión y el control del sistema bancario.

La utilización excesiva de las operaciones de redescuento durante la década del cincuenta provocó una ola de inflación la cual,

¹Ramos (1984), pág. 25.

dados los topes a las tasas de interés existentes, hizo que tanto las tasas de los depósitos como de los préstamos se volvieran negativas en términos reales y dió un poderoso incentivo a la fuga de capitales. Al comienzo de los sesenta la persistencia de controles sobre las tasas de interés impulsó a los bancos a montar un sistema de competencia no basado en precios para captar fondos, aumentando el número de sucursales y, en general, mejorando la calidad de sus servicios, lo que condujo a fuertes incrementos en los costos operativos².

El gobierno reaccionó imponiendo nuevas reglamentaciones (límites cuantitativos sobre créditos y depósitos, mayores requerimientos de reservas, políticas más estrictas en materia de redescuentos, etc.) en un intento de detener el crecimiento del crédito interno. Pero la fuga de los capitales se aceleraba y la posición de los bancos uruguayos se volvía cada vez más débil. En 1965 esta situación alcanzó su punto más bajo y se produjo una crisis generalizada del sistema bancario, ocasionando quiebras y fusiones de instituciones financieras.

La reacción de las autoridades siguió la línea de nuevas

²Véase Daly (1969).

reglamentaciones, puesto que atribuían la crisis a la excesiva expansión de los bancos. Este patrón de respuesta del gobierno a los problemas financieros fue ampliamente extendido y no sólo en los países en desarrollo, tal como las experiencias post-depresión de los EE.UU. lo reconocen³. Sin embargo, algunas raíces de la crisis uruguaya de 1965 parecen hallarse en el marco de reglamentación excesiva, especialmente con respecto a las tasas de interés, que impulsó a los bancos a una competencia no basada en el precio y a una escalada de los costos, y que llevó a los agentes privados a transferir sus fondos al extranjero.

Las medidas tomadas por las autoridades uruguayas en 1965 incluyeron una barrera absoluta a la entrada de nuevas empresas al sistema bancario, subsidios más grandes a los bancos supervivientes y una limitación en el crédito disponible para el sector privado. Que estas políticas no tuvieron éxito para paliar los problemas financieros, se vio claramente en la nueva crisis bancaria que ocurrió en 1971, cuando un aumento sustancial en las tasas reales de interés deterioró a un extremo tal los activos del sistema bancario que se sucedieron nuevas quiebras y fusiones de instituciones financieras.

³Véase por ejemplo Friedman (1969).

A.2. El estado de la economía uruguaya en 1974

En 1974 Uruguay sufrió un agudo deterioro de sus términos de intercambio causado por la primera crisis petrolera, cuyo costo se estimaba en un 7% del PGB. Uruguay fue particularmente perjudicado por el aumento de los precios del petróleo puesto que no existe producción de petróleo en el país. El mismo año, el mercado de la Comunidad Económica Europea (CEE) fue cerrado para la carne vacuna uruguaya, añadiendo problemas a la balanza de pagos del país y exacerbando el estancamiento de las exportaciones. El déficit fiscal se había elevado a 4.4% del PGB y la inflación alcanzaba un 77%. En verdad, los desequilibrios del sector público estaban en las raíces del problema inflacionario de Uruguay desde principios de la década de los sesenta, tal como lo ha señalado Harberger (1975)⁴. Finalmente, el producto continuaba su desempeño insatisfactorio de las últimas tres décadas.

En el sector financiero, las crisis bancarias de 1965 y 1971 habían provocado una creciente tendencia hacia la reglamentación, que redujo aún más el tamaño del mercado financiero. Sin embargo, no

⁴La tasa de inflación promedio anual en Uruguay durante el período 1961-71 fue de 44.1%, bastante alta aún medida por los "standards" de América Latina. Otras causas que influyeron en la inflación fueron el uso de operaciones de redescuento y la intervención del Banco Central en las crisis bancarias.

es posible atribuir completamente el patrón prevaleciente de la reglamentación financiera a la preocupación de las autoridades en prevenir una nueva crisis. Estos tipos de políticas también fueron un intento del gobierno de obtener los fondos necesarios para financiar su déficit fiscal (por ejemplo a través de la obligación de los bancos comerciales de comprar deuda pública por debajo de las tasas de mercado) y, en cierta medida, un modo de controlar la asignación de fondos de la economía por medio de crédito en condiciones preferenciales para ciertos sectores.

Después de 1965, como las "financieras" eran ilegales y el sistema financiero formal había disminuido su tamaño, comenzó a ganar terreno un mercado de préstamos informal (parabancario). Este último operaba por medio de notarios que certificaban la operación entre prestatario y prestamista. Los instrumentos financieros utilizados eran pagarés de hasta tres años de vencimiento, que otorgaban una tasa de interés anual de entre 40% y 60% a fines de los años sesenta. El crecimiento del mercado parabancario fue sustancial y para 1970 se estimaba que los préstamos llevados a cabo a través de éste eran una tercera parte de los depósitos bancarios. Sin embargo, el mercado parabancario se redujo tremadamente después de la crisis cambiaria de 1970, que provocó una fuga importante de capitales de Uruguay.

Además, el Gobierno intentó a fines de 1970 proteger a los bancos comerciales de la competencia del sector parabancario por medio de dos medidas: (i) una prohibición de préstamos superiores a US\$400 a través del mercado informal, a menos que fuera por períodos superiores a tres años, y (ii) el establecimiento de facilidades en el Banco Hipotecario para sustituir el rol de los notarios en el mercado parabancario.

En el momento de las reformas, el papel del sistema bancario como intermediario de fondos se había reducido a un nivel críticamente bajo, aproximadamente 35% del valor real de los préstamos y depósitos que había alcanzado a comienzos de la década de los cincuenta.

B. Períodos de Políticas

Las reformas uruguayas de mediados de los setenta fueron mucho más profundas y amplias en los mercados financieros que en otros sectores de la economía. Aún cuando la eliminación de la reglamentación también ocurrió en los mercados de bienes (tanto internamente como en la cuenta corriente) y también se implementaron reformas en el sector fiscal, éstas fueron de menor alcance y tuvieron lugar a un ritmo mucho más lento. De este modo, la experiencia uruguaya puede

calificarse como cualitativamente diferente de la chilena, que perseguía una liberalización con estabilización más comprehensiva y que fue menos liberal al comienzo con respecto a las operaciones financieras internacionales.

B.1. Fase I: Julio 1974 - Octubre 1978

El principal problema que enfrentaba Uruguay en 1974 estaba relacionado con el sector externo. Aún cuando la balanza comercial (y generalmente la cuenta corriente) había tenido superávits durante la mayor parte del período 1965-73, la cuenta de capital normalmente presentaba déficit; este último fenómeno era causado principalmente por la salida de capital privado. La tendencia a la sobrevaluación en la moneda nacional, la falta de instrumentos financieros atractivos en el mercado uruguayo⁵ y la existencia de agitación política y de terrorismo⁶ se combinaban para proporcionar un poderoso incentivo a la fuga de capitales. Cuando en 1974 los efectos de la cuadriplica-

⁵ Debido a la presencia de topes a las tasas de interés, conjuntamente con una inflación alta (y en ascenso), que no permitía el desarrollo de instrumentos reajustables.

⁶ El grupo de guerrilleros tupamaros fue muy activo a comienzos de los años setenta.

ción de los precios del petróleo comenzaron a hacerse sentir en la economía, y el mercado de la CEE para la carne vacuna uruguaya (la principal exportación a la fecha) se cerró, un fuerte deterioro en la balanza comercial se añadió a los ya existentes problemas en la cuenta de capital. En julio de 1974 Alejandro Vegh Villegas fue designado Ministro de Finanzas, con la tarea prioritaria de preparar un conjunto de medidas de política destinadas a restablecer el equilibrio en el sector externo y estabilizar la economía.

A fin de mejorar la balanza comercial, el tipo de cambio real aumentó en más de 25% durante 1974-76 y fue mantenido aproximadamente a ese nivel hasta octubre de 1978, utilizando el sistema de tipo de cambio reptante pasivo (crawling peg). En julio de 1974 se proporcionaron incentivos especiales a las exportaciones, liberándolas de impuestos hasta por el 50% de las ganancias reinvertidas y eliminando los impuestos a la exportación de carne vacuna y lana. Además, los exportadores tenían acceso a líneas de crédito subsidiado, las cuales a mediados de 1977 tenían una tasa anual de interés de -30% en términos reales. Todo esto ayudó a provocar una mejoría de casi 80% en el valor de las exportaciones entre 1975 y 1978. Las medidas de liberalización financiera, discutidas en detalle en el capítulo siguiente, estaban parcialmente dirigidas a revertir la salida de fondos y mejo-

rar de ese modo la cuenta de capital.

En un desarrollo paralelo, la amplia gama de controles de precios de la economía comenzó a ser lentamente removida. A comienzos de 1974, el 94% de los artículos de la canasta de consumo popular tenían sus precios fijados por medio de una oficina gubernamental (COPRIN). Aunque a mediados de 1974 comenzó una tendencia hacia la liberalización, el proceso no fue rápido⁷. A fines de 1978 aproximadamente el 40% de los productos de la canasta de consumo popular permanecían todavía bajo control de precios.

Desde mediados de 1974 hasta comienzos de 1975 tuvo lugar una liberalización parcial de la cuenta corriente, al eliminarse todas las restricciones cuantitativas sobre las importaciones. En particular, se eliminó el permiso previo para las importaciones de bienes de capital a comienzos de 1974. Sin embargo, un conjunto importante de barreras arancelarias permaneció inalterado durante esta fase.

En el frente inflacionario el progreso fue lento; en 1977 la inflación todavía se mantenía en 57%, aún cuando las causas internas de los aumentos de precios parecían bajo control: el déficit fiscal se redujo de 4.4% del PGB en 1974 a 1.2% en 1977⁸. Sin embargo,

⁷En comparación, la eliminación de las reglamentaciones de los precios de los bienes en Chile fue mucho más rápida, ya que la mayor parte de ella se realizó a fines de 1973.

⁸Durante esta fase no ocurrieron reformas fiscales importantes. Sin

el ingreso de recursos externos a Uruguay durante este período hizo que las operaciones de cambio fueran responsables de un rápido incremento en la oferta monetaria. Este efecto estaba estrechamente ligado a uno de los acontecimientos más importantes de los mercados financieros durante el período: a partir de septiembre de 1974 los uruguayos pudieron mantener cuentas en dólares en el sistema bancario nacional, y los flujos de capital se volvieron prácticamente irrestrictos. Desde la misma fecha, el país comenzó a operar bajo un régimen cambiario dual: una tasa flotante para las operaciones de capital y un tipo de cambio reptante para las transacciones de bienes. Las dos tasas fueron unificadas bajo el régimen de tipo de cambio reptante pasivo en noviembre de 1977.

Hacia fines de esta fase, la preocupación de las autoridades cambió marcadamente: del sector externo -cuyas cuentas estaban próximas al equilibrio- a la tasa de inflación. En 1978 el Banco Central intentó una operación de mercado abierto para controlar el crecimiento de la oferta monetaria, pero el ingreso de capitales al

embargo, se podría mencionar que los impuestos a los ingresos personales y a la herencia fueron eliminados en julio de 1974, mientras que el impuesto a las sociedades anónimas fue mantenido.

país compensó ese intento. En ese momento el gobierno llegó a la conclusión de que la inflación no iba a ser controlada con los tradicionales medios fiscales y monetarios. Uruguay parecía estar operando en un marco "Mundelliano" debido al alto grado de apertura financiera, en la cual las corrientes de capital privado podían actuar muy rápidamente de manera de compensar la política monetaria.

La evidencia empírica para este período indica que de un aumento dado en el crédito interno, el 75% de él se traducía en una pérdida de reservas en los dos trimestres siguientes. Cuando las autoridades uruguayas visualizaron esta situación, decidieron cambiar la estrategia para atacar el problema de la inflación, su principal preocupación en 1978.

B.2. Fase II: Octubre 1978 - Noviembre 1982

Aún cuando este período ha sido agrupado en una fase común desde el punto de vista de las políticas económicas seguidas, se pueden distinguir dos subfases importantes desde la perspectiva de los resultados macroeconómicos. En la primera, que va hasta el comienzo de 1981, Uruguay experimentó una importante expansión, con tasas de crecimiento del PGB superiores a 6%; sin embargo, a partir del segundo trimestre de 1981 comenzó a desarrollarse una fuerte recesión, cuando

los shocks externos negativos se combinaron con un mal manejo de las políticas.

En octubre de 1978 fue modificado el régimen cambiario, desde un tipo de cambio reptante pasivo destinado a mantener el tipo de cambio real, a uno activo ("la tablita") que tenía por objetivo disminuir la inflación. De este modo, en los tres meses siguientes al establecimiento del nuevo régimen, el tipo de cambio se elevó a una tasa anualizada del 29.9%, mientras que la inflación fue de 59.8% en la misma base. Este tipo de vuelco de política fue una característica común de las tres experiencias del Cono Sur (Argentina, Chile y Uruguay) en los años setenta. Simultáneamente el Banco Central del Uruguay abandonó las operaciones de mercado abierto y congeló el crédito interno; de este modo, los cambios en la oferta monetaria interna sólo podrían provenir de las operaciones en moneda extranjera.

También ocurrieron reformas importantes durante esta fase en otros dos frentes. En la parte comercial, los aranceles altos y variables fueron modificados: a fines de 1978 se anunció un programa de reducciones arancelarias que tendría lugar en seis etapas. Este programa estaba destinado a establecer un arancel final general de 35%, que nunca se alcanzó ya que el programa fue suspendido debido a la crisis económica de fines de 1982. En la parte fiscal, en noviem-

bre de 1979 se efectuó una reforma impositiva, que incluía: una disminución en los aportes a la seguridad social, la eliminación de la exención impositiva a las ganancias y del crédito subsidiado para las exportaciones, la eliminación del impuesto bancario del 8,4%, y el establecimiento de I.V.A. uniforme de 18% para los bienes considerados no esenciales.

Sin embargo, la principal preocupación de las autoridades durante esta fase, y el centro de la política de estabilización, fue la reducción de la inflación. Puesto que el problema externo se consideraba bajo control, se comenzó a utilizar el tipo de cambio para modificar las expectativas inflacionarias. La tablita establecía un programa de devaluaciones preanunciadas con 6 meses de anticipación; la tasa de devaluación se fijaba por debajo de la tasa de inflación, esperándose que ambas convergerían pronto en un nivel consistente con la inflación internacional⁹. Se suponía que esto tendría un efecto positivo en las tasas de interés, eliminando de ellas parte de la prima por inflación.

No obstante, la inflación demostró ser más obstinada que lo esperado, y no llegó a converger rápidamente a los niveles

⁹La tablita estableció una devaluación del peso de 23% durante los siguientes 12 meses, comenzando en octubre de 1978; la inflación durante los 12 meses anteriores había sido de 41%.

deseados¹⁰. Esto se puede atribuir principalmente a las presiones de demanda provenientes de fuentes diversas: por un lado, la sobrevaluación creciente de la moneda argentina durante 1979 y 1980 se canalizó en mayor demanda hacia los mercados uruguayos de bienes (tanto por medio de la balanza comercial como del turismo), y por otro lado, el aumento en el valor de los activos creó una atmósfera de prosperidad que también presionaba los mercados de bienes. Por el lado de la oferta, Hanson y De Melo (1983) han argumentado que la falta de canales de distribución para las importaciones hizo posible aumentos sustanciales en los precios de los bienes comerciables, mucho más allá de los niveles de paridad del poder adquisitivo.

Sin embargo, si bien el peso uruguayo se depreciaba con respecto a su contraparte argentina en 1979-80, esto sucedía a la vez que la moneda Argentina se volvía todavía más sobrevaluada que el peso uruguayo frente al resto del mundo. De este modo, la cuenta corriente se beneficiaba enormemente de las circunstancias que prevalecían en el país vecino. Más aún, las exportaciones a la Argentina se vendían con la ventaja de un tratado especial que las exoneraba de derechos, pero eran poco competitivas en otros mercados.

¹⁰La inflación fue de 73% durante los 12 meses posteriores al establecimiento de la tablita, mientras que el tipo de cambio se elevó sólo un 23% durante el mismo período.

No es de sorprender entonces que, tan pronto como Argentina comenzó a devaluar su moneda con respecto al peso uruguayo, la sobrevaluación "oculta" de este último comenzó a hacerse sentir. Durante el período que va de marzo de 1981 a noviembre de 1982, la confianza en el mantenimiento de la política cambiaria se erosionó rápidamente, a medida que las exportaciones de bienes y servicios se deterioraban como consecuencia de la reducción de la demanda argentina. El sentimiento general de que la moneda uruguaya se estaba volviendo cada vez más sobrevaluada no se reflejó en un ajuste del tipo de cambio. La apertura de los mercados financieros permitió entonces que los capitales comenzaran a salir de Uruguay a un ritmo rápido; se estima que entre enero y noviembre de 1982, la fuga de capitales se aproximó a una cifra cercana a los 2 mil millones de dólares.

La situación se volvió pronto insostenible y en noviembre de 1982 el tipo de cambio fue liberado, finalizando así el régimen de "la tablita". Ese año, la inflación fue finalmente controlada en niveles cercanos al 20% pero al costo de una fuerte recesión. La economía uruguaya bajo la política de la tablita se volvió extremadamente sensible a la depreciación de la moneda argentina y a la disminución de los ingresos de capital que ocurrieron después que surgieron grandes dudas respecto al mantenimiento de la política en vigencia. En

1981 la capacidad del sector privado para obtener fondos en el exterior disminuyó sustancialmente, pero el sector público lo compensó incrementando su endeudamiento en dólares. Esta estrategia se tornó insostenible en 1982 y los créditos externos se agotaron. Muchos analistas ven en ello el detonador del colapso.

B.3. Fase III: El periodo post-1982

La flotación de la moneda uruguaya en noviembre de 1982 impulsó un "overshooting" inicial del tipo de cambio, que se incrementó más de 100% en impacto; un mes más tarde se estabilizó 50% por encima de su valor preflotación. Esto provocó un aumento proporcional en las obligaciones en dólares que empeoró más aún la posición de los deudores, ya deteriorada por la depresión vigente. Consecuentemente, los activos del sistema bancario empeoraron notablemente con la baja recuperabilidad de los créditos. Por lo menos en un sentido ex-post, los bancos tienen parte de la responsabilidad en estos acontecimientos puesto que muchos préstamos habían sido otorgados aceptando como garantía activos gruesamente sobrevaluados. Cuando la efervescencia de los precios de la tierra agrícola y de los inmuebles finalmente se evaporó¹¹, el valor de la cartera de préstamos de los bancos cayó

¹¹Una hectárea de tierra agrícola valía US\$ 900 en 1979; dos años después la misma hectárea podía adquirirse por sólo US\$ 200.

bruscamente.

Las autoridades económicas intentaron manejar la crisis por medio de una serie de medidas tomadas por el Banco Central del Uruguay (BCU). Cuando un grupo de bancos estuvo cerca de la quiebra en 1981-82, el BCU se sintió obligado a intervenir a fin de evitar una crisis financiera de proporciones que, entre otras cosas, habría impulsado sustanciales fugas de capital¹².

Las acciones específicas tomadas incluyeron: (i) El BCU adquirió más de US\$ 400 millones¹³ de préstamos altamente riesgosos de los seis bancos que se consideró estaban en la peor situación. Cinco de estos fueron vendidos a bancos extranjeros y el sexto fue liquidado. (ii) Como la posición de las compañías financieras continuaba empeorando, el BCU decidió adquirir más activos de dudosa recuperabilidad de los bancos comerciales. A fin de ser elegible para esta operación, los bancos debían obtener préstamos en moneda extranjera de sus casas matrices para el BCU. El valor de estas adquisicio-

¹²A pesar de la intervención de las autoridades (y probablemente exacerbada por ella) ocurrió una fuga sustancial de capitales, especialmente en los años 1982 y 1983.

¹³De acuerdo con el BCU, la recuperabilidad de estos activos estaba próxima a los US\$ 130 millones.

nes, realizadas desde octubre de 1982 a febrero de 1984, ascendió a una cifra superior a los US\$ 200 millones. En el proceso, el sector público uruguayo adquirió nuevos préstamos por US\$ 540 millones. (iii) Los bancos comerciales fueron inducidos a reprogramar sus créditos otorgados al sector privado a siete años plazo. En los primeros dos años los deudores pagarían solamente el 60% de los intereses y el restante 40% le sería dado a los bancos por el BCU, mientras que los deudores capitalizarían esa suma.

La crisis financiera y la depresión que se experimentaba (que disminuyó fuertemente el valor real de las recaudaciones de impuestos) aumentó el déficit fiscal, que se elevó de 0.1% del PGB en 1980 a casi 9% del PGB en 1982¹⁴; otras causas que también cooperaron fueron un gran incremento en el déficit del sistema de seguridad social¹⁵, y un aumento del peso del servicio de la deuda externa pública. No es de sorprender entonces que tanto la inflación como el

¹⁴Otra parte del aumento en el déficit global del sector público fue la compra efectuada por el Banco Central de préstamos riesgosos, financiadas con créditos obtenidos en el exterior. Como los préstamos no se recuperaban a la misma tasa que el servicio de la mayor deuda externa, el presupuesto global del sector público experimentó un desequilibrio creciente.

¹⁵El mayor déficit en el sistema de la seguridad social ocurrió inicialmente debido a la reforma impositiva de fines de 1979, que redujo las contribuciones a la seguridad social.

desempleo crecieran.

En un esfuerzo por controlar el desequilibrio fiscal, a fines de 1982 se abandonó la mayoría de los subsidios a las exportaciones y otros tratamientos especiales; estas medidas ayudaron a hacer descender el déficit al rango de 4 - 5% en los dos años siguientes.

La experiencia de liberalización con estabilización finalizó dejando a Uruguay en una posición peor que cuando comenzó en 1974. Reaparecieron los altos niveles de inflación, de desempleo y de déficit fiscal, pero esta vez, a diferencia de en 1974, el país tenía la carga de una enorme deuda externa y de un sistema financiero virtualmente colapsado. Esta era la situación que encontró el nuevo gobierno civil que llegó al poder a comienzos de 1985. No obstante, la responsabilidad por estos resultados no puede atribuirse sólo a la estrategia liberalizadora; la evolución negativa de algunas variables externas y los errores de las políticas de estabilización son causales al menos tan importantes, como se analiza más adelante.

III. LA LIBERALIZACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La razón principal que impulsó la liberalización de los mercados financieros uruguayos en 1974 fue probablemente una reacción al desempeño económico poco exitoso de las últimas tres décadas, en un

entorno fuertemente reglamentado por el estado. Esta reglamentación excesiva fue considerada como un elemento desincentivador del desarrollo económico. En el caso uruguayo la liberalización financiera a partir de 1974 fue el elemento de mayor importancia en la estrategia global de liberalización y estabilización.

La reforma financiera se puede dividir conceptualmente en dos: la eliminación de la reglamentación de los mercados internos de capital y la liberalización de las operaciones financieras entre el país y el resto del mundo. Se ha argumentado generalmente que la primera tiene que preceder a la segunda; en otras palabras, un país debe abrir su cuenta de capital sólo después que los mercados internos han sido liberalizados. Este no fue el caso de Uruguay, donde mucho después de que los flujos de capital se movían libremente a través de las fronteras del país, todavía existían internamente considerables regulaciones. Es importante destacar que, excepto en la visión liberal más extrema, la liberalización financiera no se concibe como un intento de eliminar todas las reglamentaciones de los mercados de capital.

A. La Liberalización de las Operaciones Financieras Internacionales

En septiembre de 1974 se permitió mantener cuentas en dólares en el sistema bancario local a los residentes del país y se eliminaron los controles cambiarios, transformando al peso en una moneda totalmente convertible. Más aún, los uruguayos también tenían la libertad de mantener cualquier tipo de activos en el exterior (acciones de Wall Street, Bonos del Tesoro de los EE.UU. propiedades en Miami, etc.), cuyo retorno no tenía que ser declarado debido a la abolición del impuesto a la renta personal. Poco tiempo después se permitió a los inversionistas extranjeros que repatriaran libremente sus ganancias y capitales.

La eliminación de la reglamentación a las operaciones internacionales tuvo lugar en una etapa muy temprana. Las empresas privadas no financieras no tenían restricciones en cuanto a los préstamos provenientes del exterior, aún cuando es obvio que sólo un pequeño grupo de grandes compañías podía tener acceso directo a fondos externos. Para completar este panorama, los bancos comerciales podían libremente solicitar préstamos en el exterior, ya fuera a corto o largo plazo. Sorprendentemente, el límite de 16 a 1 en la relación de deuda a capital accionario de los bancos se aplicaba solamente a los pasivos

en pesos pero no a los pasivos en moneda extranjera¹⁶. Un sistema más liberal era difícil de concebir. En verdad, la única restricción indirecta a los préstamos obtenidos del exterior la constituía la existencia de topes operativos a la tasa de interés para los préstamos bancarios denominados en moneda extranjera. Puesto que los bancos enfrentaban una oferta de fondos externos con pendiente positiva¹⁷ el endeudamiento con el exterior, casi totalmente constituido por depósitos en dólares de no residentes, se volvió en la práctica limitado. La desregulación aludida es aún más sorprendente si se tiene en cuenta que antes de septiembre de 1974 era ilegal para los uruguayos mantener dólares.

De este modo, la cuenta de capital se liberalizó a comienzos del período de reforma, antes de que se hubiera intentado otro cambio importante de política, aún antes de cualquier esfuerzo para eliminar las reglamentaciones a los mercados internos de capital¹⁸.

¹⁶Esta situación se mantuvo hasta junio de 1979, cuando los pasivos en pesos y en dólares fueron tratados en forma análoga con respecto al límite de deuda a capital accionario.

¹⁷El caso presentado en los libros de texto de los pequeños países que enfrentan una tasa de interés internacional dada no es de mayor utilidad en un análisis de los mercados financieros.

¹⁸Esta es una diferencia importante con los casos de Argentina y especialmente de Chile, que fueron más conservadores con respecto a la liberalización de la cuenta de capital.

Los beneficios que podían esperarse de estas medidas eran un incremento en la disponibilidad de capital y un mayor nivel de competencia en los mercados financieros internos. Sin embargo, aquellos fondos externos que fueron atraídos hacia el país para especulación de corto plazo añadieron un importante elemento de inestabilidad a la economía. J. Tobin (1978), examinando los efectos adversos de una alta variabilidad en los flujos de capital, ha sugerido "arrojar un poco de arena en las ruedas" de los extremadamente eficientes mercados de capitales.

En realidad, la motivación de las autoridades económicas para liberalizar la cuenta de capitales no puede ser descrita como puramente ideológica. Un objetivo importante de esta medida lo constitúa, sin duda, la financiación con fondos externos del desequilibrio de la cuenta corriente debido a la crisis petrolera y a los acontecimientos negativos del mercado de carne vacuna. Pero puesto que esta estrategia sólo podía funcionar en el corto plazo, también se proporcionaron en ese momento diversos incentivos a las exportaciones, para mejorar el desempeño de la cuenta corriente en el mediano y largo plazo.

El tema de la liberalización de la cuenta de capitales ha dado lugar a algunas discusiones con respecto a su oportunidad en relación con la cuenta corriente. ¿Qué debería ser liberalizado prime-

ro: las operaciones de bienes o de activos con el resto del mundo? McKinnon (1982), Frenkel (1982) y Edwards (1984), entre otros, han argumentado en favor de la liberalización de la cuenta corriente en primer término. Uno de los principales argumentos esgrimidos para respaldar esta posición es que los mercados de bienes se ajustan más lentamente que los mercados de activos, y de este modo, al abrir en primer término la cuenta de capitales, se enviaría señales conflictivas al sector real de la economía debido a que éstas se revertirían cuando se abriera la cuenta corriente. De Melo (1985) ha argumentado en forma diferente, señalando que la preocupación de que los exportadores fueran dañados por una apreciación real del tipo de cambio provocada por la apertura de la cuenta de capitales en primer término, resultó infundada en Uruguay debido a que se les concedió incentivos compensatorios y a que existía confianza en la regla cambiaria destinada a mantener el tipo de cambio real.

B. Reformas de los Mercados Internos de Capital

B.1. El período 1974-82: la liberalización

Al comienzo de las reformas el sistema financiero uruguayo estaban severamente reglamentado en muchos aspectos. Las principales reformas que ocurrieron se describen a continuación:

(i) Tasas de interés

Sobre las tasas de préstamos en pesos existían topes, los cuales en septiembre de 1974 se fijaron en un 38% anual para tasas pagadas por adelantado; esto es equivalente a un 61.3% en tasas pagadas al vencimiento. La restricción era operativa ya que la inflación se elevaba sustancialmente por encima de 61.3% en ese momento¹⁹, resultando en tasas de interés reales negativas. No es de sorprender entonces que los depósitos denominados en moneda nacional permanecieran estancados. En abril de 1976 los topes a las tasas de interés fueron elevados marginalmente a 62% y se volvieron no operativos debido a que las tasas de mercado se ubicaron por debajo de ese nivel. Sin embargo, la inflación se elevó nuevamente en 1977 y a fin de evitar la reaparición de tasas reales negativas las autoridades elevaron una vez más el tope al 90% en octubre de ese año. Las restricciones no se aplicaban a las tasas de depósitos durante este período; de otro modo los spreads habrían permanecido fijos.

Con respecto a las tasas de préstamos en dólares, existía un tope del 12% anual durante la mayor parte del período que va desde

¹⁹La inflación alcanzó 107% en 1974, 67% en 1975 y 40% en 1976.

el comienzo de la liberalización hasta octubre de 1977, fecha en que se elevó al 15%. El límite de 12% fue una restricción operativa en todo el periodo, lo cual resulta claro cuando observamos que las tasas de mercado se establecieron exactamente a ese nivel; después de octubre de 1977 esta restricción dejó de ser operativa. En julio de 1978 el límite se elevó al 20%.

Los topes tanto sobre las tasas de préstamos en pesos como en dólares fueron eliminados en septiembre de 1979.

(ii) Los requerimientos de encaje legal y el impuesto bancario

Desde el momento de las reformas, los requerimientos de encaje fueron establecidos más bajos para los depósitos en dólares que para aquéllos en pesos. En mayo de 1975, el Banco Central comenzó a pagar intereses sobre los encajes legales; esto era especialmente atractivo para los depósitos en dólares, puesto que el interés pagado estaba por encima de las tasas de los eurodólares. Sin embargo, el temor a las presiones inflacionarias provenientes de la expansión de los depósitos en moneda extranjera y de los préstamos obtenidos en el exterior por los bancos comerciales, llevó a que el Banco Central incrementara el encaje requerido sobre los depósitos en dólares en el segundo semestre de 1977. Un año más tarde, en octubre de 1978, los requerimientos de encaje fueron unificados para los depósitos en pesos

y en dólares, estableciéndose ambos en un 20%. Sin embargo, en mayo de 1979 se eliminaron. Esta evolución refleja un comportamiento algo errático de la autoridad monetaria con respecto al encaje legal.

Otra parte importante de los costos de los préstamos, el impuesto bancario del 8.4% que estaba vigente desde el comienzo de las reformas, fue posteriormente abolido en noviembre de 1979. Este impuesto consistía en un recargo de 6% sobre el prestatario y de un 2.4% a cargo del banco; la base para el cálculo era el valor total del préstamo (capital e intereses) y de este modo constituyía un costo sustancial sobre las operaciones financieras²⁰. Se aplicaba tanto a los préstamos en pesos como en dólares.

(iii) Barreras de entrada

Como una reacción a la crisis financiera de 1965, se puso en vigencia una nueva legislación que no solamente prohibía el ingreso de nuevos competidores al sistema bancario sino que también prohibía la expansión del número total de sucursales que existían a esa fecha. De este modo, si un banco deseaba aumentar sus sucursales, esto sólo

²⁰En el período 1976-78, los ingresos de este impuesto alcanzaron una cifra superior al 6% de los ingresos del Gobierno Central.

era posible si un competidor disminuía las suyas.

En este mercado existían dos tipos básicos de instituciones: bancos comerciales y casas bancarias. Estas últimas no tenían permiso para obtener depósitos de residentes ni de no residentes, y de este modo no podían ofrecer servicios de cuenta corriente; su actividad principal se circunscribía a pedir préstamos en el exterior y prestar esos fondos en el mercado interno. A fines de 1977 el Banco Central de Uruguay reinterpretó la ley permitiendo a las casas bancarias obtener depósitos de no residentes.

Sin embargo, el ingreso de nuevos bancos al mercado y la creación de nuevas sucursales permaneció prohibido hasta 1982, cuando una nueva legislación permitió la formación de nuevos bancos, con un límite anual del 10% de los bancos ya existentes. Al mismo tiempo, fue permitida la expansión de las sucursales bancarias.

(iv) La exposición de los bancos

Desde el principio del período de reforma, no se fijaron restricciones a la exposición de los bancos en moneda extranjera. De este modo, los bancos podían obtener crédito en dólares y prestar en pesos, encarando el riesgo cambiario al nivel que desearan.

(v) Asignación del Crédito

Los programas con metas de asignación del crédito fueron

eliminados progresivamente. En especial, los créditos subsidiados proporcionados por el Banco Central para pre-financiamiento de las exportaciones, que explicaban una parte nada despreciable del crecimiento del crédito al sector privado, fueron reducidos en el segundo semestre de 1977 y finalmente eliminados en la reforma fiscal de noviembre de 1979.

B.2. El período post-1982

Después de la profunda crisis de la economía en 1981-82, la intervención del Gobierno en los mercados financieros aumentó inicialmente para luego disminuir. Ella incluyó las siguientes medidas:

(i) Se reimpusieron topes a las tasas de interés de los préstamos en pesos (aunque no sobre las tasas en dólares) en noviembre de 1984. El límite se fijó en 85%, luego se elevó a 87% en diciembre de ese año, a 90% en enero de 1985 y a 95% un mes después. Este tope fue operativo en todo momento hasta su eliminación en diciembre de 1985. A partir de entonces las tasas de interés son totalmente libres.

(ii) Se estableció un límite a la exposición neta de los bancos en moneda local (no en moneda extranjera) a partir de 1984. De este modo, los bancos podían tomar préstamos en dólares y prestar en

pesos, asumiendo el riesgo cambiario que quisieran; sin embargo se fijó una restricción a su exposición por la obtención de crédito en pesos para prestarlo en dólares. El límite no es homogéneo para todos los bancos, y resulta de la aplicación de una fórmula. Esta reglamentación es algo curiosa, puesto que en otros lugares se aplica generalmente al revés, es decir, sobre la exposición en dólares.

(iii) Los requerimientos legales de encaje sobre los depósitos en moneda nacional, después de haber sido nulos durante casi 4 años, se elevaron a 10% en enero de 1983, en un esfuerzo para restringir el exceso de liquidez del mercado. A fines del año esa proporción se había elevado al 14%. Para los depósitos en dólares no existía requerimiento alguno. A comienzos de 1984 ocurrió un cambio en la estructura de plazos de las reservas legales. Para obligaciones en pesos a muy corto plazo (30 días o menos) la proporción se elevó a 15%, mientras que para los depósitos de uno a seis meses los requerimientos de encaje disminuyeron de 14% a 5%, y fueron eliminados para depósitos de más de seis meses. Esta situación se mantuvo hasta fines de 1985 cuando el encaje legal aumentó a 24%, 11% y 5% respectivamente para los tres tipos de depósitos. Durante todo el período desde enero de 1984 los requerimientos de encaje han sido sustancialmente inferiores para las obligaciones en dólares; éstos son actualmente de 10% pa-

ra depósitos con plazos inferiores a seis meses y de 4% para aquéllos superiores a 180 días.

(iv) Se reanudó la asignación del crédito con destino fijo, con la obligación de invertir el 8% de los depósitos bancarios en Bonos del Tesoro a tasas inferiores a las del mercado (LIBOR + 2%).

(v) Fueron congelados los depósitos del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) en el Banco Central, los cuales ascendían a US\$ 115 millones.

De este modo, a pesar de todos los cambios ocurridos en la economía uruguaya desde 1965, el diagnóstico de las autoridades frente a la crisis financiera pareció dirigirse inicialmente en la misma dirección. En ambos casos parece haber sido atribuida, al menos parcialmente, a mercados financieros excesivamente libres -aún si en 1965 los controles eran mucho más profundos que en 1982- y las reglamentaciones aumentaron.

IV. EFECTOS DE LAS REFORMAS

Tal vez el índice más general del desempeño económico lo constituya la tasa de crecimiento del PGB. A juzgar por esta medida, el paquete de medidas de liberalización con estabilización mejoró sustancialmente el desarrollo económico de Uruguay entre 1974 y 1980. El crecimiento del PGB por habitante se situó aproximadamente en 4.0%

promedio anual durante ese período, más de 5 veces superior a la cifra correspondiente para 1950-1973. Esta mejoría ocurrió a pesar del brusco deterioro de los términos de intercambio que resultó de la crisis petrolera de los años 70. En todo caso, estos resultados alentadores no duraron mucho tiempo, ya que el PGB cayó en más de 15% entre 1981 y 1984. Ni el éxito ni la crisis pueden ser totalmente atribuidos a la liberalización financiera. Como ya se ha discutido, un número de otras reformas así como los acontecimientos externos son también causa de los resultados. Los efectos de las reformas se analizan a continuación en términos de diferentes indicadores económicos.

A. Profundización Financiera

Por profundización financiera se entiende el proceso de incremento en la intermediación de fondos a través del sistema financiero. Se considera deseable puesto que presumiblemente incrementa la productividad de dichos fondos, dirigiéndolos a actividades que generan mayores retornos en relación al caso en que el proceso de ahorro-inversión es efectuado por el mismo agente.

Además de las medidas agregadas de intermediación, hay otros dos temas específicos que merecen consideración en un proceso de profundización financiera: la forma en la cual las empresas obtienen

financiamiento y la composición de portafolio de las unidades familiares.

A.1. Intermediación financiera y crédito

El nivel de desarrollo de los mercados financieros se mide generalmente con el indicador (M_2/PGB). Para las naciones industrializadas como Bélgica, Suiza y los EE.UU. este coeficiente se situaba alrededor de 0.6 como promedio para el período 1960-75; en Alemania estaba cerca a 0.8 y en Japón por encima de 1.0 para el mismo período. En el otro extremo, para las economías en desarrollo de América Latina (es decir, Argentina, Brasil, Chile y Colombia), (M_2/PGB) se situaba en promedio por debajo de 0.2 durante 1960-75. Así pues, los sectores financieros de las naciones desarrolladas eran por lo menos 3 ó 4 veces mayores en proporción al ingreso nacional con respecto a sus contrapartidas de las economías semi-industrializadas. En verdad, como lo argumenta McKinnon (1979), la brecha en el tamaño de los mercados financieros es mucho mayor que lo que podría sugerir (M_2/PGB), debido a la existencia de mercados accionarios, de fondos de pensiones y de compañías de seguros más desarrollados en los países industrializados.

La relación (M_2/PGB) presenta un crecimiento impresionante en Uruguay durante el período post-reforma, tal como lo indica el

Cuadro 1. De niveles por debajo de 0.20 a comienzos de los años 70, crece firmemente después de 1974, hasta alcanzar cifras cercanas a 0.43 en 1981. El sector público tuvo una participación casi nula en este desarrollo, que puede ser atribuído completamente al aumento de los depósitos privados en el sistema bancario uruguayo.

Los depósitos en pesos no tuvieron gran importancia en este desarrollo en el período 1974-77 (Veáse Cuadro 2), ya que existían topes restrictivos a las tasas nominales de interés y las tasas reales eran normalmente negativas. En cambio, los depósitos en dólares crecieron fuertemente, desde un 2% del PGB en 1974 a casi un 15% del PGB en 1978.

Entre 1978 y 1981 la fuente más importante de moneda extranjera para el sistema bancario nacional la constituyeron los depósitos de no residentes. En especial, la moneda sobrevaluada en su país y la inestable situación política propiciaron un poderoso incentivo a muchos argentinos para depositar sus fondos en Uruguay, cuyas instituciones bancarias no necesitaron ofrecer tasas exorbitantes para atraer esos depósitos. Por otro lado, cuando los topes a las tasas de interés no fueron operativos -a partir de 1977- los depósitos en pesos también aumentaron (casi 10 puntos porcentuales del PGB en 3 años).

CUADRO 1: AGREGADOS MONETARIOS DEL SISTEMA BANCARIO URUGUAYO
(como % del PGB)

	Reservas Interna- cionales	Crédito Doméstico	Pasivos Monetarios (M ₂)	Deuda externa del Banco Central (Largo Plazo)
1973	2.41	20.25	19.23	-
1974	-1.02	23.32	18.90	-
1975	2.09	25.01	19.60	-
1976	7.10	26.96	26.07	-
1977	12.00	29.50	28.77	-
1978	20.00	31.87	36.10	-
1979	13.85	33.76	37.58	-
1980	10.75	37.52	39.14	-
1981	12.15	40.53	42.89	-
1982	7.50	90.25	70.91	7.03
1983	10.79	82.54	56.07	37.44
1984	7.17	83.51	55.09	40.49
1985	10.72	75.64	60.36	39.99

Fuente: Banco Central del Uruguay.

Nota: El Sistema Bancario Uruguayo incluye: Banco Central, Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), bancos comerciales y casas bancarias.

CUADRO 2: PASIVOS MONETARIOS DEL SISTEMA BANCARIO URUGUAYO
(Como % del PGB)

	Circulan- te	Depósito en pesos			Depósitos en dólares				Total Pasivos Monetarios (M ₂)	
		Sector Privado	Otros	Total	Sector Privado			Otros	Total	
					Resident.	No resident.	Total			
1973	7.88	9.14	0.63	9.77	1.16	0.22	1.38	0.21	1.59	19.23
1974	6.94	8.97	0.76	9.73	1.68	0.34	2.02	0.21	2.23	18.90
1975	5.75	8.73	0.89	9.62	3.13	0.83	3.96	0.26	4.22	19.60
1976	6.21	9.63	1.60	11.23	6.72	1.65	8.37	0.27	8.64	26.07
1977	5.59	8.85	1.29	10.14	10.74	1.91	12.65	0.39	13.04	28.77
1978	5.85	12.89	2.13	15.02	10.43	4.13	14.56	0.67	15.23	36.10
1979	5.53	15.48	2.59	18.06	8.84	4.50	13.34	0.65	13.99	37.58
1980	5.52	18.45	1.63	20.08	6.96	5.81	12.77	0.78	13.55	39.14
1981	5.02	17.44	0.54	17.44	9.95	9.31	19.26	0.63	19.89	42.89
1982	6.12	17.26	1.35	18.61	22.97	22.38	45.35	0.82	46.17	70.91
1983	4.54	14.85	0.70	15.55	17.58	17.58	35.16	0.82	35.98	56.07
1984	4.18	14.20	0.51	14.71	19.12	16.27	35.39	0.81	36.20	55.09
1985	4.55	15.39	0.81	16.19	21.27	17.39	38.66	0.96	39.62	60.36

Fuente: Banco Central de Uruguay y estimaciones del autor.

Nota: En "Otros" se incluyen depósitos del Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), de empresas públicas y casas de cambio.

Los depósitos de no residentes continuaron creciendo hasta 1981, cuando llegaron a casi US\$ 1.000 millones. Luego de ese punto comenzaron a descender, debido a que la confianza en la permanencia de la política económica uruguaya -y en particular en la política cambiaria- fue desvaneciéndose. Al mismo tiempo hubo una serie de devaluaciones de la moneda argentina que disminuyeron su sobrevaluación.

A partir de 1982, el impresionante movimiento en la relación (M_2/PGB) debe ser considerado en forma cauta, puesto que está más que explicado por el efecto de un tipo de cambio más alto sobre los depósitos en dólares. En verdad, los depósitos en moneda extranjera siguieron bajando año a año desde 1981 a 1984 si son medidos en dólares, aunque aumentaron como proporción del PGB, tal como lo indican los Cuadros 2 y 4.

La expansión de M_2 -principalmente depósitos- fue la que permitió el incremento en el crédito interno. Una parte importante del crecimiento de M_2 está explicado por la ola de depósitos de no residentes. Al ser estos hot-money, este aspecto puede ayudar a comprender por qué el crédito a largo plazo nunca se desarrolló en la economía uruguaya. De todos modos, del Cuadro 1 se ve claramente que la profundización financiera, en el sentido que le dan McKinnon y Shaw, tuvo lugar en Uruguay durante el período 1974-1981, ya que el

mayor nivel de depósitos fue trasladado a una mayor disponibilidad de fondos. Más importante aún, el crédito alcanzó efectivamente al sector privado, ya que los préstamos netos al gobierno disminuyeron en todo momento desde 1975 a 1980 y fueron muy bajos en 1981 (Cuadro 3). Sin embargo, el colapso de los mercados financieros y el intento de rescatarlos después de 1982 hizo que el Gobierno se convirtiera de nuevo en un fuerte demandante de fondos; el crédito neto al sector público como proporción del PGB se elevó de 1.66% en 1981 a 21.50% en 1983.

CUADRO 3: CREDITO INTERNO SUMINISTRADO POR EL SISTEMA BANCARIO URUGUAYO
(Como % del PGB)

	Crédito al Sector Privado			Crédito al Sector Público Consolidado	Total
	Peso	Dólar	Total		
1973	13.28	2.98	16.25	4.00	20.25
1974	15.35	3.38	18.73	4.59	23.32
1975	14.39	5.08	19.47	5.54	25.01
1976	14.16	7.30	21.46	5.50	26.96
1977	14.14	11.03	25.17	4.33	26.96
1978	15.33	13.09	28.42	3.45	31.87
1979	18.15	14.91	33.06	0.70	33.76
1980	20.16	16.88	37.04	0.48	37.52
1981	20.19	18.68	38.87	1.66	40.53
1982	20.37	57.18	77.55	12.70	90.25
1983	16.45	44.59	61.04	21.50	82.54
1984	14.96	43.89	58.85	24.66	83.51
1985	12.68	44.04	56.72	18.92	75.64

Fuente: Banco Central de Uruguay.

CUADRO 4: ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA DEL SECTOR PRIVADO
 (RESIDENTES Y NO RESIDENTES)
 (en miles de dólares, al final del período)

	Depósitos en el Sistema Bancario			Deuda Pública			Total	Tipo de cambio (NU\$/US\$)
	Residentes	No Residentes	Total	Bonos del Tesoro	Letras del Tesoro	Total		
1974	46.504	9.411	55.915	117.879	28.233	146.112	202.027	1,64
1975	94.585	25.082	119.667	228.083	19.170	247.253	366.920	2,70
1976	214.524	52.673	267.197	261.036	36.145	297.181	564.378	3,96
1977	396.080	70.439	466.519	282.640	24.398	307.038	773.557	5,40
1978	458.156	181.418	639.574	274.460	13.113	287.573	927.147	7,04
1979	603.396	307.559	910.955	265.910	6.206	272.116	1.183.071	8,44
1980	641.808	535.762	1.177.570	260.455	1.497	261.952	1.439.522	10,00
1981	1.053.742	985.964	2.039.706	265.136	1.496	266.632	2.306.338	11,56
1982	882.404	859.739	1.742.143	275.750	153.594	429.344	2.171.487	33,50
1983	756.300	756.300	1.512.600	407.057	276.298	683.355	2.195.955	43,00
1984	748.111	636.598	1.384.709	544.391	401.321	945.712	2.330.421	74,00
1985	873.899	714.485	1.588.384	619.612	510.497	1.130.109	2.718.493	124,75

Fuente: Banco Central de Uruguay y estimaciones del autor.

Nota: Para obtener la división de los depósitos en dólares entre residentes y no residentes se utilizaron las mismas proporciones que estos dos tipos de agentes tenían en los depósitos en dólares en las instituciones bancarias privadas (que agrupaban más del 80% de los depósitos en dólares en todo momento).

En general, los temores de que una creciente disponibilidad de fondos para préstamos podría no ser trasladada a mayores créditos para el sector privado uruguayo fueron infundados. Ni el sistema bancario invirtió en el exterior una parte importante de los fondos captados en Uruguay, ni el Gobierno compitió por recursos extra con el sector privado hasta 1981, lo cual era de esperar dada la fuerte con-

tracción del déficit fiscal.

La expansión de los depósitos y el crédito entre 1978 y 1981 también se puede explicar por la materialización de ganancias de capital por parte del sector privado, ya que el valor de los activos reales de la economía -especialmente tierras agrícolas y propiedades inmuebles- se incrementó fuertemente.

Es importante mencionar que después de 1982 una parte del crédito al sector privado ha sido, en cierta medida, proporcionado involuntariamente. Los bancos se vieron forzados a refinanciar los préstamos incobrables, los cuales si se hubieran reflejado apropiadamente en los balances, probablemente habrían borrado el capital de la mayoría de ellos. De este modo, el aumento de créditos privados después de 1982 debe ser considerado escépticamente con respecto a sus supuestos efectos benéficos, puesto que ciertamente refleja créditos involuntarios, como contrapartida del distress borrowing (endeudamiento para evitar la bancarrota).

A.2. Comportamiento de portafolio

El proceso de profundización financiera estuvo fuertemente dirigido desde sus comienzos hacia la moneda extranjera. Es muy natural que los no residentes invirtieran solamente en depósitos en dóla-

res, pero el hecho de que los residentes mantuvieran una proporción tal de sus activos en instrumentos en dólares se explica por un número de factores:

- En el período 1974-77 existían topes sobre las tasas de interés en pesos, que hicieron que los depósitos en moneda nacional no fueran atractivos. Así, éstos no se expandieron durante este período, tal como aparece en el Cuadro 2.

- No había buenas defensas (hedges) contra la inflación en Uruguay, con excepción del dólar. En realidad, la única cláusula de ajuste existente era la "unidad reajustable", un índice que reflejaba la evolución de los salarios y de otros precios seleccionados, pero parecía existir una desconfianza generalizada en este índice, ya que se creía que estaba manipulado por las autoridades. Sin embargo, no surgió ninguna cláusula de indexación basada en el índice de precios al consumidor, aunque ello era legalmente posible. Esto se debe en forma importante a la existencia de una inflación alta y variable, en que los precios relativos presentan alta volatilidad. En este escenario, la tasa de inflación promedio tiene significados muy diversos para distintos agentes; si éstos son aversos al riesgo, serán renuentes a efectuar contratos con cláusulas de ajuste basadas en la inflación promedio de la economía.

Es importante destacar que la expansión de los depósitos en dólares de los residentes no sólo era debida a su creciente demanda de activos en moneda extranjera, sino también a un cambio en los depósitos en dólares de uruguayos desde el exterior hacia el sistema bancario nacional. Los datos muestran que durante el período 1976-79 los depósitos de residentes uruguayos en los bancos de EE.UU. descendieron en términos nominales. Esto es una señal de la confianza otorgada por las reformas, que fueron capaces de revertir los déficits crónicos en la cuenta de capitales.

En el período 1980-81, un incremento aún más fuerte de depósitos en moneda extranjera por parte de los uruguayos (US\$ 400 millones en un año) es explicada en gran parte por las expectativas de ganancias de capital en los activos en dólares, puesto que la confianza en el sostenimiento de la política cambiaria se erosionó rápidamente. Los agentes demostraron estar en lo cierto y fueron recompensados por un retorno de casi 400% (expresado en moneda local) en sus depósitos en dólares.

Los depósitos en el sistema bancario uruguayo no eran los únicos activos en dólares disponibles en la economía. El sector privado (tanto residentes como no residentes) también tenía acceso a deuda pública denominada en moneda extranjera, que tenía aceptación debido a

la larga tradición de las autoridades uruguayas de cumplir con sus obligaciones externas. Así, en el año después que comenzaron las reformas (1974) el sector público logró obtener más de US\$ 100 millones por medio de la venta de Bonos del Tesoro. Desde 1975 a 1981 hubo un importante crecimiento de depósitos en dólares en el sistema bancario -un aumento de casi 2 mil millones de dólares- mientras que la deuda pública denominada en moneda extranjera permaneció virtualmente inalterada. Cuando la crisis de 1981-82 provocó una fuga sustancial de capitales, las autoridades comenzaron a vender nuevamente bonos y letras en dólares, para financiar su intervención en los mercados financieros.

Resulta importante enfatizar que gran parte de los instrumentos financieros eran de corto plazo (a menos de un año plazo), la mayoría de ellos por 90 días o menos. Esto puede ser parcialmente explicado por la falta de "buenos" activos indexados en una economía de inflación alta y variable. El estancamiento del negocio privado de seguros, debido a un virtual monopolio estatal en muchos tipos de seguros y a la prohibición de expandir el número total de compañías de seguros y la ausencia de otros inversionistas institucionales, tales como fondos mutuos o fondos de pensiones, contribuyen a explicar por qué los activos de largo plazo nunca se desarrollaron en la economía

uruguaya. Otro factor en ello es el hecho de que la mayoría de los depósitos eran a corto plazo, especialmente los de capital especulativo de los no residentes.

Finalmente, y tal como se discutirá más adelante, los activos financieros como acciones y bonos emitidos por empresas eran una parte insignificante de la cartera de los agentes privados.

A.3 El financiamiento de las empresas

Durante un proceso de desarrollo financiero normalmente aparecen instrumentos nuevos y más sofisticados. Las empresas generalmente descubren la posibilidad de obtener fondos directamente del público, como una alternativa a pedirlos prestados a intermediarios. En el caso uruguayo es bastante sorprendente descubrir que ninguna empresa emitió bonos (ya fuera con o sin garantía) durante toda la época post-reforma, a pesar del alto nivel de los spreads en la primera parte de ese período. Esto puede explicarse parcialmente por el hecho de que sólo unas pocas empresas grandes y bien conocidas podrían haber obtenido confianza pública como para atraer a agentes privados, ofreciendo tasas razonables por su deuda. Estas empresas eran los prestatarios preferenciales de los bancos y los spreads que se les cobraba disminuyeron enormemente después de 1979 (véase el Cuadro 5). La au-

sencia de prácticas de indexación en la economía fue probablemente otro elemento que impidió la existencia de bonos de empresas como medio de financiación. Finalmente, la existencia de una ley de quiebras muy benigna también podría ayudar a explicar este fenómeno.

Por otro lado, el mercado accionario en Uruguay ha tenido una participación casi nula en los mercados financieros. Aún cuando experimentó un cierto desarrollo desde 1976 a 1979, el valor total de las operaciones en acciones en un año dado nunca alcanzó a medio punto porcentual del PGB. Por lo tanto, el financiamiento por medio de la emisión de acciones nunca ha sido una alternativa para las empresas uruguayas. Una razón para este pobre desarrollo del mercado de acciones parece ser la ley uruguaya de sociedades anónimas, que proporciona poca protección a los accionistas minoritarios.

Así, aún en uno de los entornos más liberales, el desarrollo de formas nuevas de financiamiento para las empresas simplemente no tuvo lugar. Las empresas se limitaron a utilizar sus propios recursos para desarrollar nuevos proyectos, o alternativamente, a pedir préstamos a las instituciones bancarias. Después de 1980, las ganancias comenzaron a descender y las empresas recurrieron crecientemente al endeudamiento. La opción era pedir préstamos en pesos o en dólares; como las tasas de interés reales en pesos se elevaban y los ban-

cos alentaban a sus clientes a renovar sus préstamos en dólares, la exposición de las empresas uruguayas en moneda extranjera se elevó de manera importante²¹. De este modo, la fuerte devaluación del peso a fines de 1982 fue un golpe importante para la situación financiera de las empresas.

B. Tasas de Interés y Spreads

Los topes sobre las tasas activas de los préstamos en pesos y en dólares eran restrictivos en Uruguay hasta 1976, dando como resultado tasas reales negativas durante la mayor parte del período inicial de las reformas. La existencia de estos topes sobre las tasas activas limitaba los fondos que el sistema bancario podía atraer; si se descontaba el impuesto bancario, el costo de mantener reservas y otros costos operativos, la tasa de depósitos se determinaba como residuo.

A partir de 1977, los topes sobre las tasas de interés dejaron de ser operativos y éstas comenzaron a elevarse hacia niveles reales muy altos después de 1978. Como lo muestra el Cuadro 5, las tasas reales sobre los depósitos en pesos alcanzaron casi 40% en 1981, puesto que los agentes tenían crecientes dudas sobre el sostenimiento

²¹La exposición de las empresas uruguayas, en dólares, se había ido elevando firmemente desde 1974. Sobre este punto, véase Tybout (1985).

de la política cambiaria. Las altas tasas también podrían explicarse en este período por el aumento en la demanda de créditos impulsada por las ganancias de capital sobre los activos reales. Aún si los spreads estaban descendiendo en esa época, todavía eran bastante altos y los prestatarios no preferenciales se enfrentaban a costos financieros enormes, dado que no tenían prácticamente ninguna otra fuente de financiamiento. En el período post-1981, la demanda de crédito estuvo influenciada por el distress borrowing (es decir, el endeudamiento para evitar la quiebra) puesto que muchos agentes que veían sus posiciones deteriorarse en un período de tasas de interés reales altas continuaban presionando para obtener fondos, en un intento de postergar, o de evitar si era posible, las pérdidas de capital. Esta situación generalmente sucede en períodos de depresión generalizada, cuando es extremadamente oneroso cancelar deudas por medio de la venta de activos cuyos precios han caído radicalmente.

CUADRO 5: TASAS DE INTERÉS Y SPREADS

	Tasas Nominales de Depósitos			Tasas reales de depósitos				Tasas Nominales de préstamos (normal)			Spreads sobre préstamos en pesos		
	Peso		Dólar	Peso (1-6 meses)		Dólar		Peso	Dólar	Peso	Dólar	Normal	Preferencial
	1-6 meses	1 año	Ex-ante	Ex-post	Ex-ante	Ex-post	Ex-ante	Ex-post	Ex-ante	Ex-post	Ex-ante	Ex-post	
1974	30.0	48.0	7.0	-44.92	-17.58	-6.02	-13.70	61.3	12.0	3.57	50.95	31.3	
1975	30.0	48.0	7.5	-26.33	11.20	-17.66	35.38	61.3	12.0	42.50	39.88	31.3	
1976	30.0	46.0	6.5	-21.15	-21.95	-7.11	-12.08	62.0	12.0	-2.74	-11.78	32.0	
1977	51.4	63.2	7.5	2.89	10.35	-2.15	-9.47	76.6	13.8	20.95	-5.01	25.2	
1978	42.6	45.4	8.0	-5.66	-18.74	-1.26	-23.64	71.2	14.2	-2.44	-20.10	28.6	
1979	50.6	49.2	11.9	-21.21	3.35	-33.98	-15.08	68.1	16.8	20.85	-11.75	17.5	
1980	50.3	52.7	14.6	11.77	19.13	0.05	-0.23	65.1	18.5	33.93	3.60	14.8	
1981	47.4	49.8	13.1	19.82	36.54	0.53	18.47	59.8	18.4	48.94	23.77	12.4	
1982	66.2	67.3	10.2	35.15	0.87	601.20	216.87	76.3	18.2	10.97	224.87	10.1	
1983	67.8	66.0	9.8	29.85	-4.51	48.73	-5.50	85.0	17.2	9.28	-1.29	17.2	
1984	75.2	79.0	10.6	18.16	-5.32	43.09	-3.32	86.6	17.3	1.56	0.56	11.4	
1985	74.4	76.2	8.1	-3.67	5.54	-2.25	-10.15	95.0	15.8	26.14	-5.59	20.6	
												5.6	

Fuente: Banco Central de Uruguay y estimaciones del autor.

- Notas: (i) Tasas nominales de interés a diciembre de cada año.
- (ii) Las tasas reales de interés ex-ante sobre depósitos en pesos se calculan ajustando la tasa nominal con la tasa de inflación anualizada durante los 6 meses previos a diciembre (el plazo promedio de madurez era ciertamente inferior a un año y probablemente inferior a seis meses).
- (iii) Las tasas reales ex-post en pesos se ajustan utilizando la tasa de inflación anualizada durante los seis meses posteriores a diciembre.
- (iv) Las tasas de interés reales ex-ante sobre los depósitos en dólares se calculan de manera análoga a (ii), utilizando la depreciación anualizada del tipo de cambio de los seis meses anteriores a diciembre como depreciación esperada.
- (v) Las tasas reales ex-post en dólares se calculan utilizando tanto la tasa de inflación como la depreciación del tipo de cambio durante los seis meses posteriores a diciembre (anualizadas).
- (vi) Para las tasas reales ex-post en dólar de 1982, se efectuó una corrección utilizando el tipo de cambio de noviembre a fin de evitar los problemas del overshooting del tipo de cambio.

Los topes sobre las tasas de interés activas en pesos fueron reimpuestos en 1984, dando como resultado tasas de retorno bajas o negativas para los inversionistas.

La evolución de las tasas de interés durante el período 1974-1985 se presenta en el Cuadro 5. Es importante recordar que el cálculo de las tasas reales presenta importantes limitaciones. Las tasas ex-ante fueron computadas utilizando la inflación durante los seis meses anteriores como la expectativa de la inflación futura. Además, no existe información exacta en cuanto a los vencimientos promedio de los préstamos y depósitos, aunque el promedio estaba claramente por debajo de un año. Más aún, los períodos de inflación alta y variable acompañados de shocks externos provocan cambios sustanciales en los precios relativos que oscurecen el significado de la tasa real de interés como una cifra global.

B.1 El spread entre las tasas en pesos y en dólares

La liberalización de los mercados financieros frente al resto del mundo no produjo una convergencia entre las tasas de interés internas y externas. Paradojalmente, este spread se elevó entre 1977 y 1980, a medida que el sector financiero uruguayo se volvía cada vez más libre de regulaciones.

Los bancos que operaban en el mercado interno tenían básicamente dos alternativas para obtener fondos para préstamos: por medio de instrumentos denominados en moneda nacional o en moneda extranjera; estos últimos podían obtenerse atrayendo depósitos en dólares de no residentes o por medio de préstamos obtenidos directamente de instituciones financieras externas. Las últimas dos opciones difieren con respecto a la velocidad con la cual se podían obtener los fondos; un préstamo externo por parte de una institución extranjera lleva tiempo hasta completarse, especialmente si es un crédito de un conjunto de bancos, mientras que un aumento en los depósitos en dólares por parte de no residentes podía obtenerse mucho más rápidamente. En el caso uruguayo, los préstamos de la banca externa representaron una parte muy poco significativa en el incremento de la deuda externa, a diferencia de otros casos, como el de Chile. Solamente tres bancos llevaron a cabo este tipo de operaciones (Banco Pan de Azúcar, Banco Comercial y Banco de Crédito); el valor total de estos créditos no excedió los US\$ 70 millones, una proporción muy baja de la deuda externa uruguaya. Esto sucedió en una fecha relativamente tardía, puesto que la primera de estas operaciones ocurrió a comienzos de 1981.

La razón de este patrón de endeudamiento externo se encuentra probablemente en la capacidad del sistema bancario uruguayo para

obtener depósitos en dólares tanto de residentes como de no residentes. Aparentemente la larga tradición de las autoridades de dar cumplimiento a sus obligaciones externas inspiró confianza a los agentes privados en el sentido de que el gobierno no tocaría los depósitos en dólares en el mercado interno²². Hasta la fecha, esas expectativas se han visto confirmadas puesto que no ha ocurrido intervención alguna de este tipo²³.

Durante la mayor parte del período post-reforma, no existían restricciones en cuanto a la exposición de las instituciones financieras en moneda extranjera. De este modo, era posible pedir préstamos en dólares y prestarlos en pesos, asumiendo el nivel de riesgo cambiario deseado. En la práctica, el sistema bancario uruguayo tenía una exposición neta negativa en moneda extranjera durante todo el período post-reforma, ya que los préstamos otorgados en dólares más las reservas internacionales netas estaban significativamente por encima de los depósitos en dólares. Sin embargo, parte de esta segura posición cambiaria era sólo nominal; en muchos casos los bancos cu-

²²De hecho, los tres principales partidos políticos que tomaron parte en la campaña electoral de 1984 prometieron no nacionalizar los depósitos en dólares en el sistema bancario uruguayo.

²³Otros inversionistas en México y Perú han tenido recientemente una experiencia opuesta, ya que sus depósitos en dólares en el sistema bancario nacional fueron, o bien congelados o convertidos a moneda nacional al tipo de cambio oficial.

brían su riesgo por medio de la renovación de los préstamos en pesos sólo si éstos eran convertidos a dólares. Para los prestatarios que no estaban en el sector transable, una devaluación fuerte de la moneda habría significado ciertamente la quiebra y el banco hubiera recobrado solamente parte de su crédito, o alternativamente, habría tenido que verse involucrado en préstamos involuntarios. Este tipo de situación explica gran parte de la vacilante posición financiera de los bancos después de 1981. Una forma más segura de limitar su exposición para las instituciones bancarias hubiera sido cambiar su estructura de obligaciones, reemplazando los depósitos en dólares por depósitos en pesos. No obstante, este es un proceso lento que habría requerido una estructura desarrollada en materia de sucursales²⁴.

Las tasas de los depósitos en dólares en el sistema bancario uruguayo estaban próximas a aquellas de los mercados externos, tal como podría esperarse dado que el acceso a los depósitos en los mercados de EE.UU. o de eurodólares estaba abierto para la mayoría de los agentes. Pero el spread entre las tasas de pesos y dólares era alto, en el rango de 10 a 20% después de ajustar por la depreciación ex-post

²⁴Hasta 1982 no se permitía la expansión de la sucursales de los bancos.

de la moneda uruguaya con respecto al dólar. Antes de 1981 esta diferencia no puede ser atribuída a las expectativas de devaluación. El hecho de que existieran topes para los intereses sobre los préstamos en dólares, después que se eliminaron para los préstamos en pesos, puede explicar parte de este diferencial desde mediados de 1976 a octubre de 1977²⁵. Más aún, los depósitos en dólares estaban sometidos a requerimientos de encaje inferiores a los de los depósitos en pesos desde septiembre de 1974 a octubre de 1978, fecha en que los coeficientes de encaje legal fueron unificados en un 20%; por otro lado, las tasas de interés que se pagaban sobre los encajes eran comparativamente más atractivas para los depósitos en dólares, ya que las mismas estaban fijadas por encima de las tasas del eurodólar. Estos dos últimos elementos disminuían los costos de la intermediación en moneda extranjera con respecto a los costos en moneda nacional, y de este modo se podría explicar parte del spread entre las tasas de préstamos en pesos y en dólares, aún si los topes a las tasas de interés sobre los préstamos en dólares no fueran operativos. Ramos (1984) sigue una línea de argumentación diferente, sugiriendo que los fondos externos estaban en realidad racionados por cantidad más que por el precio, y que

²⁵Existían topes operativos sobre las tasas en pesos esencialmente hasta mediados de 1976, cuando se elevaron a 62%. Sin embargo, los topes sobre las tasas en dólares se mantuvieron hasta octubre de 1977.

la demanda interna por crédito en Uruguay creció mucho más que lo que estaban dispuestos a proporcionar los prestamistas extranjeros.

En el período 1981-82, a medida que la confianza en la sostenibilidad del régimen cambiario se iba progresivamente erosionando, las expectativas de devaluación comenzaron a desempeñar un papel más prominente para explicar el spread entre las tasas en dólares y en pesos. El Banco Central intentó cerrar esta brecha vendiendo seguros cambiarios a partir de febrero de 1981. Esta política tuvo algún efecto, puesto que la brecha en las tasas de interés disminuyó, pero fue interrumpida en septiembre de ese año.

B.2. El spread entre las tasas activas y pasivas y la competencia en el sector financiero

Uno de los beneficios esperados de la liberalización financiera es el fortalecimiento de la competencia en la actividad bancaria, que debería traducirse en mejores servicios y menores costos de intermediación. Sin embargo, el spread entre las tasas activas y pasivas fue muy grande durante la mayor parte del período post-reforma.

No obstante, debe diferenciarse entre spread bruto y neto. La brecha observada entre las tasas activas y pasivas (spread bruto) está influenciada por el encaje y por los impuestos sobre la interme-

diación financiera. Los requerimientos de encaje sobre los depósitos en pesos fueron diminuidos progresivamente desde el comienzo de las reformas financieras. En mayo de 1975 el Banco Central comenzó a pagar intereses sobre los encajes, haciendo descender por este medio el costo para los bancos de mantener reservas. En mayo de 1979 los encajes requeridos fueron finalmente eliminados y en noviembre del mismo año se eliminó el impuesto bancario del 8.4%, del cual 2.4% era cubierto por el banco y 6% por el prestatario de los fondos. El efecto esperado fue experimentado por los deudores preferenciales, para quienes los spreads descendieron de un promedio de 15.8 puntos porcentuales en 1977-78 a virtualmente cero desde 1979 a 1984. Sin embargo, los márgenes de intermediación para los deudores no preferenciales se mantuvieron por encima de 14 puntos prácticamente hasta 1982.

En todo caso, los requerimientos legales de encaje y los impuestos a las operaciones financieras no explican por sí mismos el alto nivel de los spreads. Este ha sido atribuido también a una falta de competencia en el mercado bancario. Debe tenerse presente que la ley bancaria de 1965 prohibía expresamente el ingreso de nuevos competidores a la industria bancaria, situación que prevaleció hasta mediados de 1977 cuando la ley fue modificada para casas bancarias, a las que se les permitió obtener fondos de no residentes. Como resultado

de ello, el número de esas instituciones aumentó de 1 a más de 20 y su participación en los préstamos denominados en dólares se elevó de 4.3% a 11.5% del mercado entre 1977 y 1979. Sin embargo, la participación de las casas bancarias en los préstamos en pesos se mantuvo a un nivel muy bajo, dada su incapacidad de obtener depósitos en moneda nacional.

Spiller y Favaro (1984) han mostrado, basados en evidencia econométrica, que la amenaza de nuevos competidores después del cambio en las reglamentaciones efectuadas en 1977 redujo el alcance de la interacción oligopolística entre las empresas de la industria bancaria. Esta conclusión apoya el argumento de que la disminución en los spreads después de 1978 puede ser parcialmente atribuída al debilitamiento de las barreras de ingreso al mercado.

Por otro lado, la reforma de 1982 que permitió el ingreso de nuevos bancos, con un tope máximo anual del 10% de los ya existentes, no tuvo gran impacto. En términos netos sólo una nueva institución (el Trade Development Bank) se estableció en Uruguay²⁶, aún cuando se habían recibido más solicitudes que fueron rechazadas por

²⁶También existieron algunos casos en los cuales un banco adquirió otro.

las autoridades. La recesión hacia que el mercado uruguayo fuera poco atractivo para establecerse.

C. Ahorro

La eliminación de las regulaciones financieras, de acuerdo a McKinnon, debería incrementar el ahorro al ofrecerse retornos más atractivos para que se postergara el consumo presente, y haría surgir una variedad más amplia de instrumentos financieros²⁷.

Sin embargo, no sólo la eliminación de las reglamentaciones sobre los mercados de capital tuvo influencia sobre el ahorro durante el período post-reforma en Uruguay, sino también: (i) La percepción de una mayor riqueza cuando los precios de los activos (tierra agrícola, propiedades inmobiliarias) aumentaron, lo cual indujo a los agentes a gastar más dado su ingreso. (ii) La apreciación del tipo de cambio real, que impulsó la sustitución en el consumo hacia bienes comerciables. Si la gente cree que esta apreciación es temporal (como parecía serlo durante 1981-82), el precio corriente de los bienes comerciables se vuelve barato en comparación con el nivel esperado que alcanzará en el futuro, induciendo a un mayor gasto en bienes comerciables, espe-

²⁷El aumento en los depósitos al elevarse las tasas de interés es mayor que el efecto sobre el ahorro neto, debido a los efectos de sustitución de portfolio provenientes de otros activos en los cuales la gente mantiene su riqueza.

cialmente durables²⁸.

Si se examina la evidencia sobre las tasas de ahorro que se presentan en el Cuadro 6, éstas descendieron en el período post-reforma; medido como proporción del PGB, el ahorro era en promedio 12.1% en el período 1951-73, 10.3% en 1974-78 y 10.1% en 1979-83. Sin embargo, las predicciones de la teoría se aplican más bien al ahorro privado, cuya disminución en el período post-reforma es aún más dramática que la del ahorro total (especialmente para los años 1975-80). El ahorro privado se recupera sólo en el período post-1981, a la vez que el sector público desahorra como resultado de mayores pagos por intereses sobre la deuda, de ingresos fiscales inferiores y de la reforma en el sistema de seguridad social.

Es deseable separar los efectos de la reforma de otras influencias. De Melo y Tybout (1985) concluyen que la tasa de interés real no es significativa en la explicación del ahorro privado²⁹,

²⁸Este efecto se produjo claramente en el caso chileno, tal como lo sostiene Dornbusch (1984). Sin embargo, parte del gasto sobre bienes durables es una inversión para consumo futuro y de este modo no puede ser considerado totalmente como un descenso en el ahorro.

²⁹Si bien esto puede ser debido al hecho de que ellos utilizan tasas ex-post en lugar de las teóricamente correctas ex-ante. Por supuesto, la dificultad de las tasas ex-ante es cómo medirlas.

mientras que el tipo de cambio real desempeña un papel protagónico. La influencia de esta última variable procede de acuerdo a los argumentos conceptuales discutidos: una apreciación del tipo de cambio real incrementa el gasto en bienes comerciables y ejerce un efecto negativo sobre el ahorro. No obstante, ellos encuentran evidencia de que la reforma en sí misma indujo un desplazamiento positivo en la función de ahorro después de 1974³⁰.

CUADRO 6: AHORRO
(Millones de Pesos Nuevos y % del PGB)

Year	Total*	% PGB	Público** (% PGB)	Privado (% PGB)
1970	57	9.39	2.07	7.32
1971	79	10.94	-2.33	13.27
1972	141	11.35	6.75	4.60
1973	348	13.59	3.48	10.11
1974	373	13.59	3.48	10.11
1975	661	8.09	2.15	5.94
1976	1.538	12.17	5.09	7.08
1977	2.157	10.83	7.12	3.71
1978	3.766	12.18	8.20	3.98
1979	6.997	12.14	7.09	5.05
1980	9.998	10.84	5.93	4.91
1981	13.278	10.84	-0.15	10.99
1982	12.202	9.48	-3.29	12.77
1983	14.707	7.80	-1.82	9.62
1984	19.754	6.68	-1.45	8.13

Promedio del Período

Período	Total (% PGB)
1951-55	14.20
1956-60	11.00
1961-65	12.10
1966-70	11.20
1971-73	11.96
1974-78	10.30
1979-82	10.83
1983-84	7.24

Fuente: Banco Central de Uruguay.

* Ahorro Nacional Bruto.

** Incluye sólo gobierno general

D. InversiónD.1. Tasas de inversión

La observación de las cifras en el Cuadro 7 muestra que la experiencia respecto a las tasas de inversión resultó más exitosa que la correspondiente al ahorro. Medida como proporción del PGB, la inversión fue de 12% en el período 1956-74, 15.1% en 1975-78 y 14.7% en 1979-83, aun cuando esta tasa declinó firmemente después de 1980. La ola ascendente estuvo influenciada de manera importante por la inversión pública, que más que se cuadruplicó entre 1974 y 1978, período en el cual se llevaron a cabo dos grandes proyectos hidroeléctricos (Salto Grande y Palmar). La pregunta es si esta mejora puede atribuirse a la liberalización financiera, o si se debió a otros factores. Harberger y Wisecarver (1977) concluyeron que el retorno sobre la inversión, después de descontados los impuestos, se situaba entre el 6 y 7 por ciento para el sector privado durante 1968-73. Esto era debido en buena medida a los grandes impuestos sobre las utilidades, que fueron disminuidos después de 1974. De este modo, las tasas de inversión bajas pueden haber respondido más a los retornos poco atractivos que a una restricción del ahorro.

CUADRO 7: INVERSIÓN
(Millones de Pesos Nuevos y % del PGB)

Año	Total*	% PGB	Público (% PGB)	Privado (% PGB)
1970	69	11.26	2.86	8.40
1971	91	12.60	3.49	9.11
1972	147	11.84	2.74	9.10
1973	322	12.57	2.64	9.93
1974	525	11.55	2.91	8.64
1975	1.102	13.49	3.45	10.04
1976	1.871	14.80	6.20	8.60
1977	3.028	15.20	6.99	8.21
1978	4.951	15.89	7.92	7.91
1979	9.975	18.52	7.43	11.09
1980	15.994	18.67	5.93	12.74
1981	18.802	15.36	4.93	10.43
1982	18.555	14.42	6.87	7.55
1983	20.785	11.03	4.44	6.59
1984	25.673	8.69	2.81	5.88

Promedio del Período

Período	Total (% PGB)
1951-55	12.50
1956-60	12.30
1961-65	11.10
1966-70	10.20
1971-73	12.33
1974-78	14.19
1979-82	16.74
1983-84	9.86

Fuente: Memorandum Económico del País, Banco Mundial, varios años.

* Incluye variación de existencias e inversiones en activos fijos.

De Melo y Tybout (1985) han estudiado este problema y llegaron a la conclusión de que la represión financiera no fue un determinante importante en el incremento de la inversión en el período post-1974. Más bien, afirman que el efecto acelerador funcionó durante el período 1962-83, sugiriendo que la restricción al ahorro no era importante. Ellos encontraron que la inversión respondía a las tasas de interés de la manera negativa usual, aunque el efecto era débil; una apreciación del tipo de cambio real también estimulaba la inversión al disminuir el costo de los bienes de capital importados. Sin embargo, sus conclusiones deben ser tomadas con cautela puesto que se basan en ecuaciones de regresión estrictamente ad-hoc, en las cuales el tratamiento de las expectativas -un problema crucial para explicar la inversión- es muy rudimentario.

En general, parece que la racionalización y la disminución de los impuestos a las ganancias así como la eliminación de cuotas de importaciones de bienes de capital y la apreciación del tipo de cambio real, fueron de mayor importancia en la explicación de los cambios en la inversión en el período post-reforma que la liberalización de los mercados financieros.

D.2. La eficiencia de la inversión

Cuando el crédito se raciona cuantitativamente, se supone que su asignación será menos eficiente de lo que resultaría si fuera racionado vía precio. En el período pre reforma, los topes a las tasas de interés impedían la utilización del mecanismo de precios para asignar los fondos.

¿Qué evidencia encontramos en favor de una productividad mayor del capital después de las reformas?. Una medida aproximada de la eficiencia de la inversión, la relación producto-capital, aumentó en 40% después de 1974, aunque este incremento también puede ser explicado por una mayor utilización de la capacidad instalada y por la eliminación de las restricciones a las importaciones de bienes de capital. De este modo, un movimiento ascendente en la relación producto-capital no es evidencia concluyente de una mejora en la eficiencia de la inversión.

Una prueba más formal fue efectuada por De Melo y Tybout (1985). Su hipótesis de trabajo era que cuando existían topes en las tasas de interés, los bancos no podían discriminar contra las empresas que presentaban mayores costos de operación por peso prestado y/o un patrón más incierto de ganancias, cobrándoles mayores tasas de interés. Así pues, los bancos debieron, en vez de ello, presionar a esas

empresas para que alteraran su comportamiento, disponiendo algunas medidas de "seguridad" (mantención de más activos líquidos, reducción de su leverage). Encontraron que "...con la liberalización financiera, las pequeñas empresas aumentaron su leverage y redujeron su liquidez con relación a las grandes empresas, y pagaron una mayor prima por hacer esto"³¹. Estos resultados sugieren la existencia de algunos efectos de eficiencia producidos por las reformas, aunque no parecen ser de gran importancia.

Un problema ulterior surge de la segmentación de los mercados de capital y de los diferentes costos financieros que enfrentaban los diversos agentes. En efecto, los deudores pequeños y peor conectados enfrentaban spreads que excedían aquéllos de los deudores preferenciales entre 10 y 30 puntos porcentuales anuales, después que fueron eliminados los topes de las tasas de interés. Esta brecha parece ser mayor que la que sería posible explicar por diferencias de riesgo y/o de costos administrativos del crédito entre distintos deudores.

Otra debilidad del sector financiero lo constitúa la aparente inexistencia de crédito de largo plazo en los bancos privados. A fines de 1979, más del 95% de todo el crédito de los bancos privados era a menos de un año de vencimiento, y la mayoría de él no alcanzaba

a los seis meses. Esto es un serio obstáculo para los proyectos de inversión a largo plazo, aún si los créditos son renovados a su vencimiento, debido a los costos de la refinanciación y a la incertidumbre acerca de la misma.

E. La Efectividad de la Política Monetaria

La efectividad de la política monetaria, es decir, su potencial para afectar las variables reales, ha sido discutida tanto en economías cerradas como en los casos en que sólo está abierta la cuenta corriente³². Cuando existe movilidad de capitales, la competencia de otras monedas debilita aún más el potencial de la política monetaria.

El fenómeno conocido como sustitución de monedas (SM) ocurre cuando la demanda de moneda extranjera se eleva por encima de los niveles requeridos por el comercio internacional y el turismo. Cuando se permiten los depósitos en dólares en el sistema bancario nacional y las corrientes de capital se vuelven prácticamente irrestrictas -como es el caso de Uruguay- aumenta la sustitución entre la moneda nacional y la extranjera. Así, cuanto más fácil es para los residentes la sustitución de monedas, tanto más eficientemente pueden combinar sus activos, y si la inflación se transforma en una amenaza, pueden evitar

el impuesto sobre sus tenencias de moneda.

Las autoridades uruguayas se dieron cuenta de la ineffectividad de la política monetaria cuando a fines de 1978 realizaron una operación de mercado abierto, cuyos efectos sobre la oferta de moneda nacional fueron completamente compensados por flujos de capital. Esto dio lugar a una revisión de la política cambiaria.

La SM corre paralela a la estabilidad monetaria, especialmente en períodos en que las expectativas sobre el tipo de cambio fluctúan ampliamente. Ramírez-Rojas (1985) ha estudiado este aspecto para Uruguay y ha encontrado evidencia econométrica que sugiere que la SM fue bastante importante en Uruguay en el período post reforma. La prueba se efectúa por medio de una regresión entre la razón de moneda nacional a extranjera, esta variable rezagada y la tasa esperada de depreciación del tipo de cambio (por medio de una proxy); el coeficiente de esta última variable resulta claramente significativo. De este modo, puede afirmarse que la sustitución de monedas limitó la efectividad de la política monetaria en Uruguay, por lo menos durante el período 1974-82.

V. CONCLUSIONES

Si bien el resultado final de la experiencia uruguaya post-1974 fue una profunda crisis a comienzos de los años 80, es precipitado culpar a la liberalización financiera como la única responsable del colapso. Las condiciones externas empeoraron para Uruguay a comienzos de la década del ochenta; los términos de intercambio se deterioraron como consecuencia de la segunda crisis petrolera, y más bruscamente aún en 1983 y 1984 (casi 10% en cada año); las tasas de interés real se elevaron en los mercados internacionales en un momento en que Uruguay tenía importantes obligaciones en moneda extranjera, y los créditos externos se interrumpieron; finalmente, la demanda argentina, de gran influencia, descendió bruscamente luego de la serie de devaluación en ese país.

Los acontecimientos externos no son, por supuesto, el total de la historia; una combinación desacertada de políticas también influyó en los resultados. Cuando coexistía una irrestricta movilidad de capitales con una moneda que se volvía cada vez más sobrevaluada, los capitales comenzaron a huir rápidamente del país. A medida que las expectativas de devaluación se incrementaban, el spread entre las tasas de interés en pesos y en dólares crecía. Debido a que la devaluación tardó en llegar, la sobrevaluación provocó una pesada carga sobre

los deudores con obligaciones denominadas en pesos. Cuando finalmente llegó la devaluación, tuvo que ser más profunda que si se hubiera efectuado al comienzo del período de la fuga de capitales, y castigó severamente a los deudores en dólares. La crisis estaba así perfilada, con todos los deudores en una posición precaria (o directamente en quiebra) que amenazaba el colapso del sistema financiero. Más aún, una buena parte del subsecuente incremento en el crédito al sector privado fue debido a refinanciaciones involuntarias que simplemente procuraban postergar -o evitar si fuera posible- las pérdidas de capital. ¿Por qué los agentes no vendieron activos para pagar sus deudas, y evitaron así las exageradas tasas de interés? Tal vez debido a expectativas de que las altas tasas reales de interés eran temporales, o que si eran permanentes el gobierno en alguna forma los rescataría. Así, cuando se evaluó la opción de la venta de activos en una economía profundamente deprimida, la decisión que se tomó fue de continuar adquiriendo obligaciones.

Las principales conclusiones que surgen de la experiencia uruguaya de liberalización financiera, son:

- (i) El crecimiento del PGB mejoró notablemente durante el período 1974-81, a pesar de los dos shocks adversos del petróleo. El crédito por este desarrollo debe dársele al paquete global de reformas, cuya

parte más importante fue la liberalización financiera.

(ii) La profundización financiera a nivel agregado ocurrió después de la liberalización, aún cuando se orientó desde el comienzo hacia los activos en moneda extranjera. Parte de este comportamiento se explica por la ausencia de activos indexados atractivos, lo cual hizo que el dólar fuera la principal defensa contra la inflación para los uruguayos. Otra parte se explica por el aumento de depósitos en dólares de no residentes.

(iii) En la medida en que el ingreso de capitales al sistema financiero fue predominantemente especulativo -tal como ocurrió durante la segunda fase- esto provocó una situación macroeconómica muy inestable. De cualquier modo, la creciente disponibilidad de fondos pudo llegar al sector privado, dado que el déficit fiscal disminuía. Sin embargo, la expansión del crédito privado en el período post 1982 refleja en buena medida refinanciaciones involuntarias.

(iv) La profundización financiera no ocurrió en términos de una expansión de las oportunidades de financiamiento para las empresas. Estas nunca utilizaron emisiones de bonos ni de acciones para obtener fondos directamente del sector privado. El mercado de acciones nunca se desarrolló.

(v) Los mercados financieros privados fracasaron en la creación de

crédito de largo plazo para financiar proyectos de inversión, lo cual es una desventaja seria para un proceso de desarrollo. La mayoría de los préstamos era de corto plazo, aún cuando a su vencimiento muchos se reprogramaban.

(vi) Después de que se eliminaron los topes, las tasas reales de interés llegaron a niveles muy altos. Esto se explicó parcialmente durante el período 1978-80 por el incremento en la demanda de crédito impulsada por las ganancias de capital logradas sobre los activos reales (principalmente propiedades inmuebles y tierra agrícola). En 1981-82 las altas tasas en pesos podían explicarse por la creciente desconfianza en el mantenimiento de la política cambiaria. Después de 1982 la demanda de crédito estuvo influenciada por los préstamos involuntarios (la refinanciación de las deudas para evitar la quiebra).

(vii) Otro elemento en las altas tasas de interés fue el fuerte spread entre las tasas en dólares y en pesos. Una manera de disminuir esta brecha es la venta de seguros cambiarios mientras éstos no estén apoyando una moneda sobrevaluada. Aún cuando es difícil determinar el valor de equilibrio del tipo de cambio ..." los tipos de cambio reales fuertemente subvaluados o sobrevaluados, tal como las jirafas, no son difíciles de reconocer a simple vista"³³.

El otro aspecto de las altas tasas de interés reales lo consti-

tuyen los grandes spreads entre las tasas activas y pasivas. Estos están ciertamente influídos por los requerimientos legales de encaje, pero también por las condiciones competitivas en los mercados financieros. Puesto que el acceso a la industria bancaria siempre está restringido, resulta necesaria la supervisión del gobierno contra comportamientos oligopolísticos.

(viii) El pobre desempeño del ahorro estuvo probablemente más influenciado por el efecto riqueza y la subvaluación del tipo de cambio más que por la liberalización financiera en sí misma. El ahorro privado presentó una respuesta débil a la tasa real de interés.

(ix) Una situación similar ocurrió con la formación de capital; la eliminación de las restricciones sobre las importaciones de bienes de capital y la reducción del impuesto a las utilidades parecen haber sido los determinantes de la ola de inversiones. La liberalización financiera fue aparentemente más exitosa en mejorar la productividad de la inversión. Por otro lado, el sector público tuvo una participación importante en la inversión post 1976; la inversión privada sólo se recuperó entre 1979 y 1981.

(x) La capacidad de llevar adelante una política monetaria independiente está limitada en entornos en que los flujos de capitales son prácticamente irrestrictos, donde la sustitución de monedas aumenta

fuertemente.

(xi) En general, tal vez el mensaje más claro que surge de la experiencia uruguaya es que la liberalización financiera no puede producir los beneficios esperados a menos que se realice en conjunto con un grupo coherente de políticas macroeconómicas. Especial cuidado debe tenerse en evitar tipos de cambio subvaluados, particularmente cuando los flujos de capital son irrestrictos.

REFERENCIAS

- Barandiarán, E. (1978) "Las Tasas de Interés en Uruguay". Mimeo, Octubre.
- Barandiarán, E. (1986) "Financial Liberalization in Developing Countries: An Analytical Framework". Mimeo, The World Bank.
- Daly, H. (1969) "The Pathological Development of the Uruguayan Financial System". Economic Development and Cultural Change, Octubre. pp. 91-96.
- De Melo, J. (1985) "Financial Reforms, Stabilization and Growth Under High Capital Mobility: Uruguay 1974-83". Mimeo, The World Bank.
- De Melo, J. and J. Tybout (1985) "The Effects of Financial Liberalization on Savings and Investment in Uruguay". Discussion Paper N°DRD129, The World Bank.
- De Melo, J., R. Pascale and J. Tybout (1985) "Microeconomic Adjustments in Uruguay during 1973-81: The Interplay of Real and Financial Shocks". World Development, Agosto, pp. 995-1015.
- Díaz, Alejandro, C. (1985). "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash". Journal of Development Economics, pp. 1-24.
- Dornbusch, R. (1974) "Real and Monetary Aspects of the Effects of Exchange Rate Changes" in R.Z. Aliber (ed.) National Monetary Policies and the International World Financial System, University of Chicago Press.
- Dornbusch, R. (1985) "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates". In G. Smith and J. Cuddington (eds.)". International Debt and the Developing Countries. The World Bank.
- Edwards, S. (1984) "The Order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the Balance of Payments".

Essays in International Finance N°156, Princeton University.

Frenkel, J. (1982) "The Order of Economic Liberalization". In K. Brunner and A. Meltzer (eds.) Economic Policy in a World of Change, North-Holland.

Friedman, M. (1969). "Controls on Interest Rates Paid by Banks". Journal of Money, Credit and Banking, Febrero, pp. 13-32.

Hanson, J. and J. de Melo (1983) "The Uruguayan Experience with Liberalization and Stabilization: 1974-81". Journal of Interamerican Studies and World Affairs, Noviembre, pp. 477-508.

Hanson, J. and J. de Melo (1985) "External Shocks, Financial Reforms and Stabilization Attempts in Uruguay During 1974-83". World Development, Agosto, pp. 917-939.

Harberger, A. (1975) "El Rol de los Factores Fiscales en la Inflación Uruguaya". Cuadernos de Economía, Diciembre, pp. 33-45.

Harberger, A. and D. Wisecarver (1977) "Private and Social Returns to Capital in Uruguay" Economic Development and Cultural Change, pp. 411-445.

Larraín, F. (1986) "Financial Liberalization in Uruguay: Success or Failure? Working Paper N°1987-1, Country Policy Department, The World Bank.

McKinnon, R. (1973) Money and Capital in Economic Development. Brookings Institution.

McKinnon, R. (1979) "Represión Financiera y el Problema de la Liberalización dentro de los Países menos Desarrollados". Cuadernos de Economía, Abril, pp. 3-22.

McKinnon, R. (1982) "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina" in K. Brunner and A. Meltzer (eds.) Economic Policy in a World of Change, North-Holland.

- Ramírez-Rojas, C. (1985) "Currency Substitution in Argentina, Mexico and Uruguay". IMF Staff Papers, Diciembre, pp. 629-667.
- Ramos, J. (1984) Estabilización y Liberalización Económica en el Cono Sur. CEPAL.
- Shaw, E (1973) Financial Deepening in Economic Development. Oxford University Press.
- Spiller, P. and E. Favaro (1984) "The Effects on Entry Regulation on Oligopolistic Interaction: The Uruguayan Banking Sector". Rand Journal of Economics, pp. 244-254.
- Tobin, J. (1982) "The State of Exchange Rate Theory: Some Skeptical Observations. In R. Cooper et al. The International Monetary System Under Flexible Exchange Rates.
- Tybout, J. (1985) "A Firm Level Chronicle of Financial Crises in the Southern Cone". Mimeo, The World Bank, Abril.