

Una de las consecuencias principales de la política monetaria inaugurada en 1974, particularmente —según nuestra opinión— en razón de la eliminación del control de cambios que ella comportó, fue el cambio radical de la conformación de la balanza de pagos uruguayo. El Cuadro 1 procura dar una visión de largo plazo de la evolución de la balanza de pagos, en la cual el período 1974-80 se destaca por el gran nivel que alcanzan los saldos de la cuenta de capital. Al mismo tiempo, es posible apreciar que, en la treintena larga que abarca este vistazo, hay dos períodos en los cuales percibimos asimismo entradas de capital apreciables (digamos, superiores a la media de 1950-80): 1960-61 y 1968-71. El primero de ellos fue otro lapso en que se interrumpió el régimen de control de cambios implantado en 1931. El segundo abarca un período de abatimiento considerable de la inflación, que suscitó cierto grado de confianza respecto del peso uruguayo. De estos elementos, y otros que también se reflejan en el Cuadro 1, procuraremos derivar una hipótesis sobre la determinación del saldo de capital. A las tres columnas del cuadro que resumen la balanza de pagos de cada período hemos agregado una que nos informa sobre la tasa de crecimiento del producto real en el mismo lapso. Puede discernirse a primera vista una relación entre el ingreso de capital y la tasa de crecimiento real, cuyo análisis constituirá uno de los temas principales de este artículo.

■ La balanza de pagos

Antes debemos asegurarnos de que todos atribuimos igual contenido a las palabras que estamos utilizando. Por **balanza de pagos** solemos referirnos a un estado financiero en el cual se resumen las transacciones realizadas por los residentes

Dinero, soberanía y bienestar (XXVI)

Crecimiento y balanza de pagos

en el país con los residentes en el resto del mundo. En la balanza de pagos distinguimos una cuenta corriente, una cuenta de capital, y un saldo global. En la **cuenta corriente** registramos las transacciones que generan ingresos por ventas de bienes y servicios al exterior (exportaciones) y, con signo de menos, los gastos en compras de bienes y servicios a no residentes (importaciones). En estos conceptos amplios de exportaciones e importaciones incluimos los llamados "rubros invisibles", o sea exportaciones e importaciones de servicios, que no pasan por las aduanas, y que abarcan el gasto de turistas, los pagos por seguros y fletes, y las remesas de intereses y dividendos por el capital de no residentes invertido en el país.

Lo que nos interesa aquí sobre todo es munimos de una interpretación del saldo de la cuenta corriente. Supongamos que éste fuera cero, o sea que las exportaciones se igualaron con las importaciones. En esta hipótesis el gasto de todas las unidades residentes (familias, empresas y gobierno) coincidiría exactamente con sus ingresos. Si el saldo corriente difiere de cero esto no sucede. Si es positivo, o sea que las exportaciones superan a las importaciones, el ingreso nacional excede del gasto nacional, precisamente en la magnitud de ese saldo. En el caso contrario, el gasto supera el ingreso en la magnitud del saldo negativo.

Volvamos a la hipótesis de un excedente de exportaciones. Los residentes han exportado 100, y han importado 80. Si no ha habido otras transacciones que las corrientes, los residentes deben haber aumentado sus

tenencias de "caja" en 20. Tal vez hayan vendido a su vez las divisas generadas por ese excedente, pero el conjunto de la economía, incluyendo el sistema bancario, habrá incrementado su stock de divisas en aquella suma; la contrapartida del superávit corriente (excedente de exportaciones) será un aumento de las **reservas internacionales**. Dicho de otro modo aún, el saldo corriente se traducirá directamente en un superávit global.

Como es obvio, esta consecuencia se deriva del supuesto de que no habían ocurrido otras transacciones. Si introducimos **transacciones de capital**, las cosas cambian. Los residentes del país, en conjunto; no tienen por qué conservar el producido de su excedente de ventas sobre compras corrientes en forma líquida. Pueden utilizarlo para comprar **activos** en el exterior: empresas, acciones, inmuebles, títulos de deuda pública, etc.

Inversamente, un déficit corriente, implica que el gasto agregado de los residentes del país excede de su ingreso agregado. Obviamente ese exceso del gasto sobre el ingreso debe financiarse. Una forma de hacerlo consiste en recurrir al acervo de reservas internacionales (oro y divisas) acumulado en el pasado. Otra consiste en vender activos al exterior: empresas, acciones, inmuebles, bonos, etc. Una diferencia entre estos dos medios consiste en que el **stock de reservas** no puede usarse indefinidamente para cubrir un excedente de importaciones.

En cambio, el recurso a la venta de activos carece de límites igualmente visibles.

Algunos países, el caso clásico es el de los EE.UU., han acumulado saldos negativos en cuenta corriente durante períodos más que centenarios (los EE.UU. lo hicieron desde su independencia hasta principios del siglo XX) vendiendo activos al exterior.

Es posible apreciar mejor este fenómeno si se repara que la relación entre cuenta corriente y cuenta de capital bien puede ser la inversa de la que hemos estado presumiendo implícitamente. Esa relación bien puede comenzar del lado de la cuenta de capital. Pongamos que un país ofrece excelentes perspectivas de inversión en su territorio (el caso norteamericano en el siglo XIX sigue siendo el ejemplo ideal) y adopta una política de apertura el capital extranjero. El capital extranjero llegará por dos vías diferentes. Una, la compra de activos tangibles (digamos, empresas); la otra, la compra de activos financieros (digamos, acciones; digamos, pagarés del sistema bancario local). En un caso los no residentes se hacen propietarios de activos reales en el país; en el otro, se hacen acreedores de agentes económicos residentes. En la medida que el flujo de capital extranjero se gaste internamente —y normalmente es lo que ocurrirá— la inversión del exterior generará ella misma el déficit corriente, al hacer que el gasto doméstico exceda del ingreso.

Debería ser claro que ambas clases de inversión extranjera estarán normalmente asociadas con inversión real en el país. En el caso de compra de activos tangibles por los no residentes (**inversión directa**), por razones obvias, pero también en el caso en que los no residentes adquieran activos financieros, ya que, ni los agentes domésticos querrán tomar dinero prestado sin un pico de inversión, ni, menos aún, encontrarán prestamistas dispuestos a adelantarse fondos en ausencia de proyectos de inversión que hagan verosímil la capacidad del deudor para reembolsar el préstamo. La excepción más usual debe estar representada por empréstitos públicos, ya que el crédito de un ente capaz de recaudar impuestos posee características peculiares.

■ Endeudamiento externo e inversión doméstica

Lo dicho debería inclinarnos a esperar que la entrada de capital del exterior y la inversión doméstica —es decir la formación de capital real— estuvieran positivamente correlacionadas. El Cuadro 2 muestra que ese es el caso respecto de nuestro país en el período 1960-80.

Convendría examinar alguno de los períodos en que aparecen divididas las cifras del Cuadro 2 (y del Cuadro 1, ya que son los mismos, excepto que éste se remonta otros 10 años hacia el pasado). El período 1962-67 muestra una inversión neta doméstica insignificante, de menos del 1% del producto bruto interno (PBI menos la depreciación del capital). En realidad el trienio final de ese período muestra **inversión neta negativa**. Al mismo tiempo, al sexenio exhibe una importante salida neta

de capital hacia el exterior, y un estancamiento prácticamente total del producto. ¿Qué interpretación cabe atribuir a esos números? Ellos nos dicen que toda la inversión bruta que se llevó a cabo (un 12,6% del PBI) fue apenas superior al consumo de capital en el mismo período, y que el capital se mantuvo por lo tanto prácticamente constante. En realidad, el en trienio 1965-67, la inversión bruta (11% del PBI) fue menor que el consumo de capital, y el país se descapitalizó en términos absolutos. Por lo tanto es comprensible que el estancamiento haya hecho presa de la economía uruguayo (y que en el trienio 1965-67 el producto haya decrecido alrededor de 0,3% al año). ¿Qué pasaba, mientras tanto, con el ahorro neto (ahorro bruto menos consumo de capital)? Las cifras derivadas de la contabilidad nacional y de las estimaciones del Profesor Arnold Harberger sobre consumo de capital indican que hubo un ahorro neto del orden del 1,7% del PBI, lo que implica un excedente del ahorro bruto sobre la inversión bruta del orden de un punto porcentual del PBI. La implicación de esta diferencia es que el flujo de ahorro, no invertido localmente estaba saliendo hacia el exterior. Las cifras de la balanza de pagos muestran al mismo tiempo una salida de capital algo superior al 2% del PBI durante el mismo lapso. Ninguna de las dos fuentes es demasiado confiable, pero ambas se confirman recíprocamente dentro de una banda de un par de puntos porcentuales del PBI: el estancamiento real del sexenio 1962-67 estuvo asociado a una caída de la inversión neta a niveles ínfimos, y ésta a su vez con el flujo hacia el exterior de una parte apreciable del ahorro doméstico. Y ello, dicho sea de paso, en medio de un severo control de cambios.

Otro período en el cual el saldo de la cuenta de capital, aun sin tornarse negativo, cayó precipitadamente, fue el bienio 1972-73. En lugar del 1,6% del PBI —nivel por debajo del promedio de 1960-80, según puede verse en el Cuadro 2— en que la entrada de capital se había situado en el cuatrienio 1968-71, en 1972-73 ese flujo se redujo en tres cuartas partes. Al mismo tiempo también cayó la inversión doméstica neta, y la tasa de crecimiento se volvió negativa.

Los dos períodos que acabamos de observar (1962-67, 1972-73) tienen algo más en común: ambos siguen inmediatamente a otros tantos períodos en que se había suscitado un grado apreciable de confianza en la moneda uruguayo, en la medida suficiente para atraer un flujo importante de capital (1960-61 y 1968-71; véanse Cuadros 1 y 2). En ambos casos, la confianza resultó al fin y a la postre infundada, según los hechos demostraron. En ambos casos, el déficit fiscal terminó haciendo naufragar la experiencia de estabilización. En ambos casos, la consecuencia fue una fuerte retracción de la inversión extranjera, que se reflejó a su vez en una caída de la inversión doméstica y de la tasa de crecimiento real.

Dirijamos ahora nuestra

mirada hacia los períodos en que la balanza de pagos muestra un elevado saldo positivo en cuenta de capital. Aparte de los tres períodos que comienzan en 1974, en los cuales los saldos de capital crecen arrolladoramente, los otros dos períodos pertinentes son 1960-61 y 1968-71, a los que acabamos de aludir, acotando que ambos albergaron tentativas de estabilizar el peso uruguayo. El primero de ellos incluyó la remoción del control de cambios y, presumiblemente por ello, contó con un flujo de capital externo apreciablemente mayor. Luego de observar los períodos que se inauguran en 1974, se vuelve muy fuerte la presunción de que el control de cambios se halla negativamente correlacionado con la entrada de capital. Esto puede parecer paradójico, puesto que el control de cambios representa la erección de un muro alrededor de una economía para evitar que el capital se evada de ella. Sin embargo, los hechos parecen demostrar concluyentemente que no existe método más eficaz para desalentar la salida de capital, a la vez que para alentar su entrada, que la demolición de aquella muralla.

Queremos concluir esta nota con la consideración de dos aspectos estrechamente vinculados entre sí. El primero es el mecanismo que conecta la entrada de capital con el crecimiento económico. El segundo concierne la consideración de al "endeudamiento" que comporta la recepción de capital extranjero es capaz de originar en el futuro una crisis de balanza de pagos.

El primer aspecto es harto sencillo. Lo que muestran los hechos es que el ahorro doméstico que genera la economía uruguayo, invertido íntegramente en el país, ha alcanzado hasta ahora para generar una tasa de crecimiento cuya tendencia a largo plazo sería del orden del 2% al año. La elevación de esa tasa de crecimiento exige una tasa mayor de inversión que la originada domésticamente, y a su vez ésta un aporte de ahorro externo; es decir, un flujo de recursos reales recibido desde el exterior, como el que se registra en la cuenta de capital de la balanza de pagos. Aproximadamente cada punto porcentual respecto del PBI estaría asociado con un incremento de la tasa de crecimiento real, también del orden de un punto porcentual. Un crecimiento a largo plazo del 5% requeriría, según ello, un saldo positivo de la cuenta de capital del orden del 3% del PBI. La posibilidad de justificar estas apreciaciones cuantitativas exceden de las posibilidades de este artículo. Para ello nos remitimos a nuestro ensayo sobre **Enfoque monetario de la balanza de pagos**, próximo a publicarse editado por el BCU.

Finalmente queremos referirnos hoy al problema del endeudamiento. La inversión directa —compra de activos reales por no residentes— suele entenderse que no suscita esta clase de dificultades. En cambio sí suele percibirse las asociadas a la **inversión de cartera** —compra de activos financieros. En los últimos años las alusiones al **capital golondrina** han sido un tema frecuente en las discusiones sobre economía en nuestro país, dándose a entender con aquella imagen que el capital que hemos estado recibiendo carece de arraigo, y que su partida podrá

(Continúa pag. 13)

Cuadro 1

Saldos de la balanza de pagos de Uruguay  
Promedios anuales

Millones de dólares de 1975

Período	Años de duración	Cuenta Corriente	Cuenta de Capital	Saldo Global	Tasa de crecimiento real (%)
1950-59	10	- 58,0	35,6	- 22,4	2,6
1960-61	2	- 120,0	129,1	9,1	3,2
1962-67	6	6,1	- 58,2	- 52,1	0,1
1968-71	4	- 72,0	75,0	3,0	2,8
1972-73	2	20,7	11,6	32,3	- 1,4
1974-75	2	- 192,3	114,6	- 77,7	4,1
1976-78	3	- 98,5	207,7	109,2	4,1
1979-80	2	- 302,6	369,3	69,7	6,5
1950-80	31	- 74,7	69,7	- 5,0	2,4

Fuente de los datos originales: BCU. Saldos corregidos por el precio unitario mundial de las exportaciones según IFS.

Cuadro 2

Relaciones de la inversión neta interna y la cuenta de capital con el producto social

(Promedios anuales)

Período	Años de duración	Inversión neta interna PNI %	Saldo cuenta capital PBI %	Tasa de crecimiento real %
1960-61	2	5,8	3,8	3,2
1962-67	6	0,9	- 2,3	0,1
1968-71	4	2,7	1,6	2,8
1972-73	2	2,4	0,4	- 1,4
1974-75	2	3,3	3,6	4,1
1976-78	3	8,8	5,5	4,1
1979-80	2	14,3	7,0	6,5
1960-80	21	4,5	1,8	2,3

Fuente de los datos originales: BCU; A. Harberger, **Tasas de retorno al capital**, BCU, 1980.

## Dinero, soberanía y bienestar

alterar seriamente nuestro equilibrio externo.

Comenzaremos refiriéndonos a las transacciones de carácter privado, particularmente atendiendo a la naturaleza del obligado a la restitución del capital. En todos esos casos, cuando los activos financieros son pagarés de empresas privadas, el flujo de capital res-

ponde a operaciones crediticias. Todas ellas suponen algún grado de incertidumbre respecto de la capacidad del deudor para efectuar el reembolso del préstamo. En este aspecto las transacciones de crédito internacionales no se diferencian de las domésticas. El riesgo de incumplimiento no es excluyente "a priori" en ninguno de esos casos.

Entendemos, sin embargo, que quienes se refieren al endeudamiento externo como origen de un riesgo colectivo, como una amenaza de incumplimiento nacional, apuntan hacia otra vertiente de la cuestión. No hacia la vertiente privada, es decir, hacia el riesgo de que las previsiones de los agentes privados que dieron sustento a la operación de crédito no lleguen a materializarse, sino a la vertiente pública, consistente en que la autoridad monetaria nacional carezca de reservas internacionales suficientes para posibilitar la remesa correspondiente a los servicios (intereses y amortización) de la deuda privada. Ello, aunque el deudor acuda a sus ventanillas a comprar divisas provisto de moneda nacional con cantidad adecuada.

En nuestra opinión ese temor es lógicamente inconsistente. Si el deudor obtiene de la inversión el ingreso que tanto él como su acreedor previeron en el momento de financiarla, y si se abstiene de gastar ese ingreso localmente, como debe ocurrir si ajusta su conducta a su compromiso de remesarlo a su acreedor, la micro-transacción generará su propio micro-superávit corriente — que como todo superávit corriente entraña un excedente de ingreso respecto del gasto— y por lo tanto la micro-disponibilidad de divisas

para efectuar la micro-remesa. Y si las condiciones para el servicio de la deuda se dan en el nivel "micro" en cada transacción, automáticamente quedan aseguradas en el nivel "macro" que sólo supone la sumatoria de todas aquéllas.

El caso de un deudor estatal no es en esencia diferente al que acabamos de considerar. Si un gobierno coloca deuda pública en el exterior para cubrir un déficit corriente, o para financiar una inversión que no produce un flujo financiero de ingresos, la generación de la disponibilidad de cambio extranjero requiere que este deudor público haga uso de su potestad tributaria. Esta no puede dejar de permitirle distraer ingresos de sus súbditos, y por lo tanto evitar que tales ingresos se gasten localmente, en la cantidad necesaria para producir el superávit externo corriente, y por lo tanto la disponibilidad de divisas, necesarios para el servicio de la deuda. Lo único que puede ocurrir —y el arte del banquero internacional se integra naturalmente con la capacidad de prever tal contingencia— es que, si la deuda que se ha acumulado es muy grande, los gobernantes estimen que no les resulta políticamente factible recaudar impuestos en la medida necesaria para servirla. Pero esa eventualidad política no implica la imposibilidad económica de efectuar las remesas pactadas.

De todo lo cual se desprende que un país cuya autori-

dad monetaria observa la debida disciplina no tendrá en principio motivos adicionales de preocupación, a

propósito de su balanza de pagos, en razón de su endeudamiento externo.

R.D.



## MINISTERIO DE AGRICULTURA Y PESCA

### DIGRA

Se recuerda a las personas físicas o jurídicas inscriptas en el Registro nacional de Vendedores de Semillas, que según el Art. 2º del Decreto N° 106/978, de 22 de febrero de 1978; la inscripción en dicho Registro es válida por el término de dos años.

Aquellas firmas cuya inscripción esté vencida, deberán proceder de inmediato a la renovación de la misma en la Dirección Granos (DIGRA), Avda. Uruguay N° 1016, en el horario de 12 y 30 a 18 y 30 horas.

El no cumplimiento de esta obligación, determinará la eliminación de oficio del Registro, y en consecuencia, la inhabilitación para proseguir comerciando semillas.

LA DIRECCION



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

### Indice de Precios al por Mayor de Productos Nacionales

Base: 1968 = 100

AÑO Y MES	INDICE
1981 - Enero	19.405.7
Febrero	19.810.6
Marzo	19.889.8
Abril	20.034.4
Mayo	20.124.8
Junio	20.512.6
Julio	21.255.9
Agosto	21.865.4
Setiembre	22.612.5
Octubre	22.777.0
Noviembre	22.779.6
Diciembre	21.962.8
1982 - Enero	22.230.9
Febrero	22.263.3
Marzo	22.253.4