

POLÍTICA MONETARIA Y OFERTA DE DINERO
EN URUGUAY (1931-1959):
NUEVOS CONTEXTOS Y NUEVOS
INSTRUMENTOS

Carolina Román Ramos
2010

INSTITUTO DE ECONOMIA
Serie Documentos de Trabajo

DT 7/10
ISSN:1688-5090

POLÍTICA MONETARIA Y OFERTA DE DINERO EN URUGUAY (1931 A 1959): NUEVOS CONTEXTOS Y NUEVOS INSTRUMENTOS¹

Carolina Román Ramos²

Resumen

El objetivo de este trabajo es aportar una mirada global a las principales características de la política monetaria entre 1931 y 1959 relacionando los cambios ocurridos con el contexto nacional e internacional. Las transformaciones más importantes abarcaron dos dimensiones. Por un lado, el rol cada vez más significativo y determinante del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) en la conducción de la política monetaria y cambiaria. La otra dimensión relevante fueron los cambios introducidos en el sistema de emisión como principal mecanismo de acción de la política monetaria, que revelan la transición hacia una política donde se prioriza la flexibilidad a través de la introducción de puntales de emisión ligados a fuentes internas, reemplazando la rigidez característica del régimen de patrón oro. En la evolución del sistema de emisión, desde fines del siglo XIX, se identifican cuatro etapas: un sistema metálico hasta 1929; una transición desde 1930 hasta 1934; entre 1935 y 1946 un período caracterizado por el surgimiento de puntales internos y los dos revalúos; y los últimos años del período hasta 1959 donde los redescuentos adoptan un importante papel en la política monetaria. Por otra parte, se describe la evolución de los principales agregados monetarios, la vinculación de estos con el nivel de actividad y una primera aproximación al efecto del dinero sobre los precios.

JEL Clasificación: E51, E52, N16,

Palabras claves: política monetaria, oferta de dinero, Uruguay

¹ Este trabajo forma parte de la línea de investigación del Área de Historia Económica del Instituto de Economía denominada “Industrialización, dirigismo estatal y construcción de un Estado de Bienestar 1930-1958”. Agradezco los valiosos comentarios y sugerencias recibidos de los integrantes del Área de Historia Económica del Instituto de Economía, de Reto Bertoni, Luis Cáceres y Henry Willebald. Todos los errores son de mi responsabilidad.

² Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República, Correo electrónico: croman@iecon.ccee.edu.uy

Monetary policy and money supply in Uruguay (1931-1959): new contexts and new instruments

Abstract

This paper brings a global approach to the principles characteristics of the monetary policy in the period 1931-1959 and its changes related to the national and international context. Two were the most important transformations. On one hand, the increasing role of the Republic Bank of Uruguay (Banco de la República Oriental del Uruguay, BROU) in the conduction of the monetary and exchange-rate policy. On the other hand, there were important changes in the monetary regime evolving to a more flexible system as the gold standard was abandoned. Considering the evolution of the emission regime since the beginning of the 20th century we can distinguish four phases: a metallic system until 1929; a period of transition between 1930 and 1934; the period 1935-1946 characterized by the two revaluations of the gold reserves and the introduction of rediscounts and; finally the last years until 1959 with an increasing use of rediscounts of documents as a source for issue money. In addition, we described the evolution of the monetary supply, the link with the economic activity and a first approximation to the effect of money on prices.

JEL Classification: E51, E52, N16,

Keywords: monetary policy, money supply; Uruguay

1) INTRODUCCIÓN.....	5
2) ANTECEDENTES	6
3) LA POLÍTICA MONETARIA Y LA OFERTA DE DINERO: 1931-1959	8
3.1) El BROU como autoridad monetaria	8
3.2) Evolución del sistema de emisión.....	10
3.2.1) <i>Sistema metálico hasta 1929.</i>	11
3.2.2) <i>La crisis y la transición: 1930-1934</i>	12
a) Efectos de la crisis de 1929	12
b) Etapa de transición en el sistema de emisión	16
3.2.3) <i>La introducción de nuevos puntales y los revalúos: 1935-1946.</i>	18
3.2.4) <i>Los redescuentos: 1947-1959.</i>	21
a) El período de post guerra y el <i>neobatllismo</i>	21
b) El mecanismo de los redescuentos.	22
4) INDICADORES MONETARIOS, NIVEL DE ACTIVIDAD Y PRECIOS.....	27
4.1) Evolución de los agregados monetarios.....	27
4.2) Dinero y nivel de actividad	34
4.3) Dinero y precios.....	37
5) REFLEXIONES FINALES.....	38
6) BIBLIOGRAFÍA	40
7) GLOSARIO	44
8) ANEXOS	45

1) INTRODUCCIÓN

Durante el régimen de patrón oro que caracterizó el sistema monetario hasta la Primera Guerra Mundial, y que muchos países reestablecieron durante la década de los veinte, el objetivo prioritario de la política económica era la estabilidad monetaria porque se entendía que a través de ella se lograría la estabilidad económica nacional. Predominaba la idea general que *“una moneda fuerte, sólidamente respaldada por el metal y tipos de cambio fijos respecto al oro eran los objetivos máximos que podían aspirar las economías sanas”*.³ El ajuste de los demás aspectos económicos quedaba, entonces, supeditado a lo que se lograra en los aspectos monetario y cambiario. En este contexto, la política monetaria se basaba en un funcionamiento prácticamente automático donde la cantidad de dinero se ajustaba, principalmente, en función de las tenencias de oro que poseía una economía. Y, en el caso de una economía sin dotación de oro, en última instancia la dependencia era directamente con los saldos de balanza de pagos.

Las consecuencias de la Primera Guerra Mundial y la Crisis de 1929 llevaron al fin del patrón oro, marcando un punto de quiebre en la política monetaria y la política económica internacional, y Uruguay no se mantuvo ajeno a dichas transformaciones. El objetivo de la política dejó de ser la estabilidad de precios para atender el nivel de actividad y el desempleo.⁴

Gran Bretaña abandonó el patrón oro y devaluó la libra en setiembre de 1931 y Estados Unidos suspendió el patrón oro en marzo de 1933 y devaluó el dólar en abril. En América Latina varios países suspendieron definitivamente el patrón oro entre 1929 y 1931: Argentina (1929), Bolivia (1931), Chile (1931), Colombia (1931), México (1931), Nicaragua (1931). A partir de entonces, surgió un nuevo escenario para el uso de políticas monetarias activas. En el contexto nacional los efectos de la crisis mundial comenzaron a notarse en 1931, año en el cual se estableció el Contralor de Cambios y se aceptó definitivamente el abandono de la paridad con el patrón oro. A partir de la década de los treinta se desarrollaría un sistema institucional de protección a las actividades orientadas al mercado interno y el Estado fue asumiendo un papel cada vez más intervencionista en la economía. Esta etapa de regulación e intervención estatal culminó en 1959 con la Ley de Reforma Monetaria y Cambiaria.

Este trabajo aporta una mirada global de la política monetaria y la oferta de dinero en Uruguay entre 1931 y 1959 vinculándola con el contexto internacional y nacional. Se estudian las medidas de política monetaria y sus objetivos en relación con el control de la cantidad de dinero, y en particular, sobre la emisión.⁵ En función de los cambios introducidos en el sistema de emisión se identifican cuatro etapas: un sistema metálico hasta 1929; una transición desde 1930 hasta 1934; un período entre 1935 y 1946 caracterizado por el surgimiento de puntales internos y los dos revalúos; y la etapa de los redescuentos hasta 1959. Así mismo, se aporta una descripción de los agregados monetarios, y se plantean algunas preguntas sobre la vinculación de estos con el nivel de

³ Faroppa *et al.* (1954), pág. 6.

⁴ Banda (2008).

⁵ La política sobre el tipo de cambio durante este periodo ha sido analizada en el trabajo de Zunino (2009).

actividad y los precios.

El documento presenta la siguiente estructura. Luego de esta introducción se comentan los trabajos nacionales que han abordado algunos aspectos de la política monetaria durante el período de estudio. En la tercera sección, se describen las características principales del sistema de emisión analizando dos aspectos fundamentales: los cambios en la autoridad monetaria y en el sistema de emisión. La cuarta sección aporta una descripción de los indicadores monetarios y se proponen algunas interpretaciones sobre la evolución de la cantidad de dinero, el nivel de actividad y los precios. En la última sección, se presentan las conclusiones y se proponen nuevas preguntas. Finalmente, se presenta la bibliografía, un glosario y los anexos con las series de datos utilizados.

2) ANTECEDENTES

A nivel nacional se han abordado algunos aspectos de la política monetaria del período posterior al patrón oro desde diversos enfoques. Por un lado, un conjunto de autores, entre las décadas de los cincuenta y los setenta, parten de la concepción que la política monetaria debe estar vinculada a las necesidades de la actividad económica. Por otro lado, en años recientes se ha retomado el estudio de la política monetaria desde un enfoque de economía política.

Los trabajos de los cincuenta y setenta se basaron, fundamentalmente, en el estudio de la relación entre los medios de pago y los requisitos por parte de la producción y la comercialización. Estos autores resaltaban las nuevas posibilidades de acción de la política monetaria que permitió vincular el dinero a las necesidades de la actividad económica durante el período posterior a los treinta en contraste con el sistema vigente durante el patrón oro. Por un lado, Faroppa, Iglesias y Wonsewer (1954) analizan las relaciones entre la creación de los medios de pago y los requisitos por parte de la producción y la comercialización. La idea principal que estos autores manejan es que los medios de pago deben ponerse a disposición de las necesidades del mercado y, en este sentido, se preguntan si la creación de los medios de pago en Uruguay respondió a los objetivos de la política económica. Para esto, analizan cómo ha cambiado históricamente la relación entre los objetivos políticos, económicos y monetarios, la estructura y el sistema nacional e internacional y los medios de pago.

En la misma línea que los autores anteriores, los trabajos de Iglesias (1954, 1959) sostienen la concepción de una política monetaria al servicio del desarrollo económico nacional. Este autor se focaliza en estudiar específicamente el instrumento de los descuentos bancarios y cuál ha sido su rol en la política monetaria nacional.

Bucheli (1957) se centra en estudiar la evolución histórica del sistema dinerario distinguiendo diversas etapas en el sistema económico nacional: un sistema liberal entre 1830 y 1914; el período entre la Primera Guerra y 1931 cuando el Estado comienza a tener una política intervencionista en el mercado de trabajo y el control de precios, y un tercer período a partir de 1931 cuando la intervención se expande a otros ámbitos de la vida económica. Argumenta que el sistema monetario se ha desarrollado vinculado a estas

etapas: desde el siglo XIX hasta la Primera Guerra Mundial un sistema bimetalista basado en el oro y la plata y luego en el patrón oro; los años entre 1914 y 1931 caracterizados por el abandono del patrón oro, y una etapa posterior a 1931 cuando se introducen nuevos instrumentos en el sistema dinerario y se interviene en el mercado de cambios. Bucheli plantea que cuando la política monetaria se vuelve más intervencionista, debe cambiar el sistema dinerario, la estructura y el propio concepto de dinero a efectos de adaptarse a las nuevas concepciones.

Damonte y Saráchaga (1971), en su monografía sobre la evolución del sistema monetario en Uruguay en el período 1896-1955, plantean la hipótesis de que la evolución monetaria debe estar estrechamente vinculada con la evolución productiva. Argumentan que los cambios que se producen en la estructura productiva, en el modo y en el nivel de generación de excedentes, determinan ajustes en las estructuras financieras. En este marco, concluyen que las transformaciones que se dieron en la estructura productiva, características del período de industrialización por sustitución de importaciones, exigieron cambios en el sistema de emisión.

Desde otro enfoque y con una perspectiva de economía política, en años recientes, Aboal y Oddone (2003) han dado una lectura diferente a la política monetaria posterior al patrón oro. Su objetivo es analizar para el período 1920-2000 los efectos de la discrecionalidad (flexibilidad) versus credibilidad (rigidez) de la política monetaria y de los ciclos políticos oportunistas sobre la inflación y el producto. Para medir la discreción de la política monetaria utilizan tres medidas: la proporción del crédito interno neto en la base monetaria; un índice de rotación de los presidentes de la autoridad monetaria, y los acuerdos con el FMI. La conclusión de estos autores es que la flexibilidad que caracterizó a la creación de dinero a partir de la eliminación del patrón oro le otorgó un grado de discrecionalidad a la política monetaria que incidió en una mayor tasa de inflación y en una mayor volatilidad. Además plantean la hipótesis de que la política discrecional tuvo un efecto negativo sobre la tasa de crecimiento del producto, aunque hubiera contribuido de forma positiva a atenuar los ciclos económicos.

Tomando los aportes de estos autores este trabajo presenta una mirada global de las características principales de la política monetaria y los cambios más importantes de la oferta de dinero luego del abandono del patrón oro.

3) LA POLÍTICA MONETARIA Y LA OFERTA DE DINERO: 1931-1959

En el ámbito monetario merecen destacarse dos procesos fundamentales que se iniciaron en la década de los treinta. Por un lado, el rol cada vez más significativo y determinante que fue adoptando el BROU en el control de la oferta monetaria y en las decisiones de política monetaria y cambiaria. El segundo aspecto a destacar fue el de los cambios introducidos en el sistema de emisión, que marcaron una transición hacia un régimen de mayor flexibilidad en el cual aquella dejó de depender casi exclusivamente de los vínculos externos – característico del patrón oro- y pasó a tener una mayor articulación con el nivel de actividad económica a través de la introducción de nuevos puntales internos. Ambos procesos se analizarán en detalle en este apartado.

3.1) El BROU como autoridad monetaria

El primer cambio trascendental en la política monetaria es el papel que adoptó el Banco República en la conducción de la política monetaria a partir de mediados de la década de 1930.⁶

Hasta 1935 la autoridad monetaria había estado repartida entre el Poder Legislativo y el Poder Ejecutivo ya que, cuando se creó el Banco República, en 1896, no se le habían delegado todas las potestades como autoridad.⁷ Si bien a partir de 1896 ya no se permitía la creación de bancos privados de emisión, el Poder Ejecutivo mantenía la potestad de autorizar su instalación. Por su parte, el Parlamento también ejercía funciones como autoridad monetaria a través del control de la oferta monetaria en la medida que las modificaciones del régimen de emisión eran realizadas por ley.⁸

En relación con la actividad bancaria el sistema estaba regulado por la Ley de bancos de 1865, según la cual los bancos tenían como única condición para su funcionamiento pedir autorización para instalarse en el país –la cual era otorgada por el Poder Ejecutivo–. A partir de 1912 el Poder Ejecutivo podía solicitar mensualmente a los bancos privados la información sobre los saldos diarios de sus depósitos, descuentos, existencias de caja y a partir de 1913 también podía obtener información sobre los encajes. Con el fin de fiscalizar esos datos y verificar la inversión de los fondos bancarios se creó en la órbita del Poder Ejecutivo la Inspección Nacional de Bancos. De esta manera el Poder Ejecutivo, al controlar la instalación de bancos, tenía cierta regulación sobre el crédito de la banca privada y por ende de la creación secundaria. Sin embargo, dado el creciente peso y

⁶ El Banco República se mantuvo como parte integrante de la autoridad monetaria hasta 1971, cuando pasó a serlo únicamente el Banco Central del Uruguay. En el periodo transcurrido entre la creación del Banco Central, en 1967, y 1971, ambas instituciones compartieron dicho rol.

⁷ La Carta Orgánica del BROU establecía que el Banco gozaría de los siguientes privilegios: emisión única, recepción de los depósitos judiciales y administrativos, fundación y explotación del Monte de Piedad Nacional cuya fundación se le autorizaba, exención de toda clase de impuestos sobre sus documentos y sobre los edificios que ocupasen sus oficinas con exclusión única de los impuestos municipales. El Banco podría realizar las operaciones como institución financiera compitiendo con los otros bancos privados: depósitos, descuento de documentos comerciales, préstamo y descuento en cuenta corriente, cauciones, compraventa de metales preciosos, operaciones de cambio, y toda clase de operaciones comerciales o financieras comunes a las transacciones bancarias. Banco de la República (1918), págs. 52-53.

⁸ Damonte y Saráchaga (1971).

prestigio del Banco República en el sistema financiero, las decisiones que tomaba en materia de crédito –volumen, tasa de interés– tenían una importante influencia en el resto de los bancos de plaza, lo que le otorgaba un cierto “*poder especial*”.⁹ El Banco era consultado regularmente por el Parlamento y el Poder Ejecutivo en el momento de legislar y tomar medidas en materia monetaria.

En 1935 el BROU pasó a asumir el rol de autoridad monetaria como consecuencia de la Ley 9.496 del 14 de agosto, que le otorgó al Departamento de Emisión autonomía propia y absoluta independencia de los demás servicios del Banco y estableció sus principales funciones: la emisión de billetes con carácter de privilegio exclusivo, la custodia y administración del encaje en oro y plata; la dirección del régimen monetario; la supervigilancia y fiscalización de las disposiciones que se dicten sobre el régimen de la banca privada –nacional y extranjera–, y la acuñación de monedas de oro, plata y vellón que disponga el Poder Legislativo.¹⁰

El monopolio de la emisión, que el BROU ejercía desde 1907, fue la función más importante que se le atribuyó al Departamento de Emisión, ya que uno de los objetivos que se buscaba con esta ley era regular la circulación de dinero. Esta medida fue similar a la que se tomó en otros países de la región durante estos años donde se estaba promoviendo la creación de bancos centrales.¹¹ En 1935 se creó en Argentina el Banco Central con el objetivo de regular la moneda y el crédito adaptando, de esta manera, el circulante a las necesidades de la actividad económica.¹²

⁹ Donnangelo y Tajam (2003).

¹⁰ Ley 9.496 del 14/8/1935.

¹¹ En la creación de bancos centrales en América Latina jugó un papel fundamental Edwin Kemmerer, quien era un experto en moneda y banca y miembro de la Reserva Federal de Estados Unidos. Fue asesor financiero de México, Guatemala, Colombia, Chile, Ecuador, Bolivia y Perú. “*Fue el principal responsable de la creación de bancos centrales y otras instituciones propias de un sistema monetario moderno...*”, Thorp (1998), pág. 126.

¹² La idea de crear un Banco Central en Argentina surgió unos años antes y se había solicitado asesoramiento a especialistas norteamericanos y británicos. En 1932 se invitó al británico Sir Otto Niemeyer para evaluar el sistema financiero y aconsejar medidas para mejorar su funcionamiento, quien elaboró en 1933 un informe donde se proponían mecanismos para la creación de un Banco Central. El proyecto finalmente aprobado, en el cual tuvo un papel fundamental Raúl Prebisch, difería de la propuesta original. En 1931 Niemeyer había recomendado al gobierno de Brasil la creación de un Banco Central para asumir el monopolio de la emisión. Rapoport (2000), pág. 249, y Jacob (2000), pág. 9.

En esta nueva estructura que adoptó el Banco República se separaron las funciones monetarias de las actividades comerciales, permaneciendo estas últimas en la órbita del Departamento Comercial. Se establecía que el Banco debía mantener, en todo momento, un encaje de billetes igual al veinte por ciento del total de los depósitos. Asimismo, debía formar un Fondo de Divisas con el cambio extranjero y los títulos de Deuda Externa. El artículo 13 de la Ley 9.496 prohibía que se computaran las existencias en divisas y los títulos de Deuda Externa, aun en el caso de que sus servicios se paguen en el exterior a oro o en monedas extranjeras, como parte del encaje del metálico. Según Damonte y Saráchaga (1971) esta normativa reflejaba la prioridad que se le daba al oro como principal puntal de emisión y la dificultad para que en Uruguay funcionara el patrón de cambio oro –en base a divisas externas– como sí se dio en otros países.

Otro aspecto a resaltar sobre la conducción de la política monetaria a partir de entonces fue la participación de los sectores productivos y la banca privada. En la dirección del Departamento de Emisión estaban representados, con delegados permanentes, los grupos de interés de la banca, el comercio, la industria y el sector rural. Así lo establecía la propia Ley: “*El Departamento de Emisión funcionará bajo el Gobierno inmediato de un Consejo Honorario integrado por el Presidente y Directores del Banco de la República, un delegado de los Bancos nacionales privados y otro de los Bancos extranjeros afiliados a la Cámara Compensadora y dos representantes designados, respectivamente, por la industria y el comercio y por la producción rural.*” (Art. 2, Ley 9.496 del 14/8/1935). Esta conformación de la conducción del Departamento de Emisión da indicios sobre la concepción de la época de que la política monetaria debería vincularse con la actividad económica.

3.2) Evolución del sistema de emisión

A partir de la Primera Guerra Mundial, y en particular luego de la crisis de 1929, se introdujeron diversas transformaciones en el régimen de emisión que determinaron modificaciones en el grado de dependencia del sistema monetario con el exterior. Estos cambios estaban sustentados en una nueva concepción de la moneda y su valor. Hasta ese momento el valor de la moneda venía dado por el metal que contenía. A partir del fin del patrón oro se pasó a concebir al dinero como un instrumento de cambio, cuyo valor se determinaba por su poder de compra y en el reconocimiento de la autoridad monetaria como elemento cancelador de deudas.¹³

Siguiendo los estudios de Damonte y Saráchaga (1971), Bucheli (1957) y Faroppa *et al.* (1954) sobre el régimen de emisión desde fines del siglo XIX, en Uruguay pueden identificarse cuatro etapas: 1) un sistema metálico hasta 1929; 2) un período de transición entre 1930 y 1934; 3) una etapa, desde 1935 hasta 1946, caracterizada por el surgimiento de nuevos puntales –el capital del Banco República y los redescuentos– y los dos revalúos, y, 4) el período entre 1947 y 1959, cuyo rasgo central fue el papel que adoptaron los redescuentos en la política monetaria.

¹³ Faroppa *et al.* (1954).

3.2.1) Sistema metálico hasta 1929.

En 1862 Uruguay había adoptado el patrón monetario nacional con un sistema bimetalista basado en el oro y la plata, y se había fijado el equivalente de un peso en 1,697 gramos de oro. A partir de 1876 se estableció el oro como único patrón monetario y la plata pasó a ser considerada una moneda para transacciones menores.¹⁴

Durante los primeros años del siglo XX la emisión estaba a cargo del Banco República y dos bancos privados, el Banco Italiano y el Banco de Londres. A partir de 1907, una vez vencido el plazo de la última concesión a emitir que mantenía el Banco Italiano (la concesión del Banco de Londres había terminado en 1905), el Banco República pasó a tener el monopolio de emisión. La carta orgánica de creación del Banco lo había autorizado a emitir dos clases de billetes: los de diez pesos y mayores de esta cantidad, que constituían la emisión mayor, y los inferiores de diez pesos, denominados emisión menor.¹⁵ Los billetes superiores a diez pesos eran convertibles a oro, y los menores a oro o plata a elección del Banco.

El patrón oro implicaba que la emisión monetaria dependía de la cantidad de oro que tenía el país, la cual se proveía a través de los intercambios comerciales y financieros con el exterior. El tope de la emisión guardaba una relación fija con el capital del Banco República y este debía mantener un encaje en oro superior al 40% de la emisión mayor en circulación más los depósitos a la vista. Si bien el encaje era alto –en consideración con las exigencias a Bancos anteriores como el Banco Nacional, al que se le exigía 25%–,¹⁶ si se aumentaba el capital se podía aumentar la emisión, pero esa autorización estaba en manos del Poder Legislativo. En relación con la emisión menor, se podía emitir hasta la mitad del capital realizado del Banco aunque no se le exigía mantener un encaje.

Al inicio de la Primera Guerra Mundial se decretó la suspensión de la convertibilidad del peso y se prohibieron las exportaciones de oro. También se introdujeron modificaciones en el régimen de emisión. Se fijó por ley el monto máximo de la emisión mayor en 26 millones de pesos y se mantuvo el encaje del 40%. Dentro de estos límites, el Banco podía destinar hasta \$4.000.000 para redescantar documentos de la cartera de los bancos de plaza. Este tipo de redescuento fue poco usado pese a la baja tasa de interés (6%).¹⁷ Durante los años de la Guerra, se aprobaron leyes y decretos que modificaban los puntales de emisión ampliando la capacidad emisora.¹⁸ En 1916 volvió a rehabilitarse el mecanismo de limitar la emisión al encaje oro y a un porcentaje del capital.¹⁹

¹⁴ Guerra *et al.* (2008), pág. 24-25.

¹⁵ La emisión menor era utilizada, sobre todo, para transacciones menores.

¹⁶ Guerra *et al.*, (2008), pág. 55.

¹⁷ Damonte y Saráchaga (1971), pág. 39.

¹⁸ Las leyes N°5150 del 8/8/1914 y N°5196 del 2/2/1915 autorizaron la emisión hasta \$4.000.000 contra depósitos en custodia de los demás bancos de plaza y redescuentos de documentos. Los decretos del 24/8/1914 y 13/1/1915 autorizaron a emitir contra oro en legaciones del Uruguay en el exterior. Para facilitar la salida de producción rural, se permitió al BROU entregar efectivo en moneda nacional a los exportadores a cuenta de depósitos de oro en Génova, Nueva York, Londres y Buenos Aires. Otro puntal en los años de la guerra fueron los créditos concedidos a Estados Unidos, Francia e Inglaterra (Leyes 5640 del 2/2/1918, 6116 del 15/7/1918 y 6834 del 4/12/1918. Damonte y Saráchaga (1971), pág. 39, y Bertino *et al.* (2005), pág. 73.

¹⁹ Se fijó como para la emisión mayor el doble del capital (Ley 5376 del 14/1/1916) y en 1917 se aumenta al

Durante la inconvertibilidad la relación entre el peso y las divisas ya no se regía solamente por el contenido de oro sino también por la oferta de moneda extranjera que era resultado del comercio exterior.²⁰ El BROU comenzó a intervenir, a través de la emisión y la compra-venta de moneda extranjera, para sostener el nivel del tipo de cambio y por esto se sugiere que el sistema de tipo de cambio pasó a ser de “flotación sucia”.²¹ La inmovilización del oro le había quitado al país capacidad de ajuste en sus relaciones financieras internacionales lo cual se manifestaba en la cotización cambiaria.²² A partir de 1914 hasta 1920 el peso se valorizó –en relación con la libra–, resultado del efecto favorable de la Primera Guerra Mundial sobre la balanza comercial del país (debido al incremento de los precios de las exportaciones y la disminución de las importaciones). Pasada la Guerra, la caída de los precios de los productos agropecuarios y la salida de capitales llevaron a una depreciación del peso, situación que se mantuvo hasta 1923. Durante la segunda mitad de la década de 1920 Uruguay fue compensando la escasez de oro con endeudamiento externo, a través de la contratación de empréstitos internacionales que le permitió mantener una balanza de pagos relativamente equilibrada.²³

En síntesis, hasta 1929 el régimen de emisión estaba basado en dos puntales: las reservas de oro –motor principal de la emisión– y el capital realizado del Banco. De esta manera, la capacidad de emisión por parte de la autoridad monetaria dependía fuertemente de los resultados de la balanza de pagos.

3.2.2) *La crisis y la transición: 1930-1934*

a) Efectos de la crisis de 1929

En Uruguay los efectos de la crisis financiera internacional comenzaron a notarse con mayor profundidad en 1931. En ese año se instauró un sistema de control de cambios a través de la creación del Contralor de Cambios, abandonando definitivamente el patrón oro. Si bien en 1914, en el contexto de la Primera Guerra Mundial y sus consecuencias negativas sobre el comercio internacional, Uruguay, al igual que otros países, había declarado la inconvertibilidad de la moneda, luego del conflicto el peso uruguayo mantuvo su valor legal con relación al oro, aunque la convertibilidad y el libre comercio del metal no se volvieron a establecer. La disyuntiva sobre volver o no al patrón oro fue un tema de debate durante la década de los veinte.

Los efectos de la crisis mundial se reflejaron, sobre todo, en tres resultados de la economía: i) el desequilibrio externo causado por el déficit de balanza de pagos; ii) una fuerte caída del nivel de actividad, y iii) los desajustes internos, en particular, la depreciación de la moneda y el déficit fiscal.

triple del capital (Ley 5611 del 27/11/1917).

²⁰ Bertino *et al.* (2003), pág. 73.

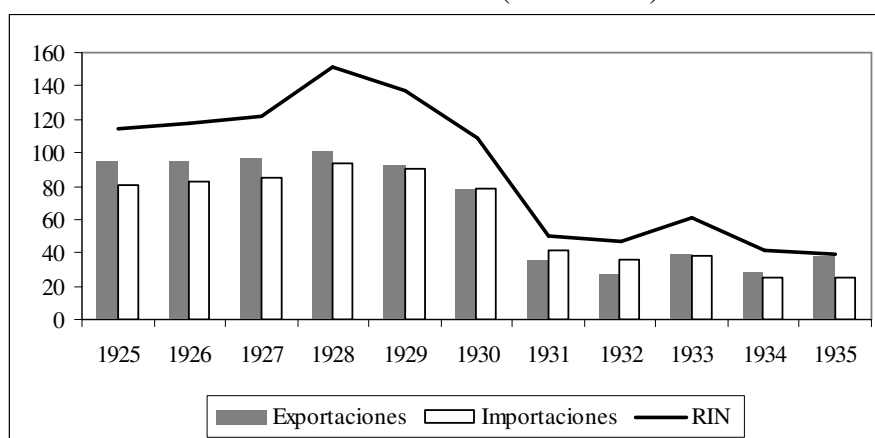
²¹ *Ibid.*

²² Damonte y Saráchaga (1971), pág. 30.

²³ El Estado uruguayo contrató empréstitos con la casa bancaria de responsabilidad en Nueva York, Hallgarten & Co, en 1926 y en 1930. En diciembre 1926 también el Municipio de Montevideo había contratado el empréstito Rambla Sur con el Guaranty Trust Co de Nueva York. Moreira y Rodríguez (2008).

El problema del sector externo fue resultado de la caída de los ingresos de la exportación – debido a la disminución de la demanda externa y de los precios internacionales de materias primas– y el descenso de los flujos de capital. Las exportaciones y las importaciones se contrajeron fuertemente, pero las primeras tuvieron una caída mayor provocando en 1931 un déficit de la balanza comercial (Gráfico 1). Entre 1929 y 1931 las exportaciones en términos corrientes disminuyeron en un 61% mientras que las importaciones se contrajeron un 54%. Por su parte, las reservas ya presentaban una tendencia decreciente desde antes de la crisis como resultado del desequilibrio de la balanza de pagos. La situación de deterioro externo se mantuvo hasta 1933 cuando el saldo de balanza comercial se revirtió. En el mismo año, las reservas tuvieron una leve recuperación pero vuelven a caer en los dos años siguientes.

Gráfico 1
Importaciones, exportaciones y reservas internacionales
Millones de dólares (1925-1935)

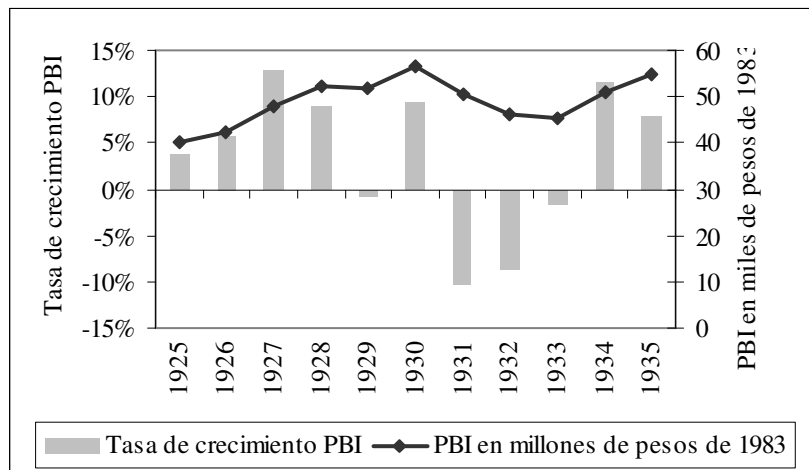


Fuente: Exportaciones e Importaciones a partir de cifras usadas en Donnángelo y Millán (2006) y Azar y Fleitas (2007); Reservas internacionales elaboración propia en base a BROU: Memoria 1951-1955; BROU Suplemento estadístico de la *Revista de Economía*, varios números e IECON (1969); Tipo de cambio de Maubrigades (2003) y Vaz (1984).

El nivel de actividad experimentó durante la década de los veinte un desempeño positivo y, si bien en 1929 tuvo una leve caída, en 1930 la economía se había recuperado. El efecto negativo se reflejó en 1931, en una caída real del Producto Bruto Interno –medido en pesos de 1983– del 10,2%. Los dos años siguientes también fueron negativos para la economía, aunque la disminución fue de menor magnitud: -8,7% en 1932 y -1,7% en 1933. Considerando los tres años de la depresión en Uruguay, 1931-1933, el PBI disminuyó un 19,4% en términos reales.²⁴

²⁴ En términos comparados, esta caída fue bastante significativa y mayor que la de Argentina, Brasil, Estados Unidos y Canadá. Considerando las cifras de Producto Bruto Interno en dólares Geary-Khamis de 1990 (Maddison 2003), la caída del nivel de actividad en Uruguay fue de 33% (1930-1933), en Argentina -13,7% (1929-1932), en Brasil -8,1% (1929-1931), en Canadá -29,6% (1928-1933) y en EEUU -28,5% (1929-1933). Variaciones calculadas durante los años de caída del producto.

Gráfico 2
Evolución del PBI –a precios constantes de 1983– y tasa de crecimiento del PBI (1925-1935)



Fuente: Bertino y Tajam (1999), BROU (1965), y BCU *Boletín estadístico*, varios números.

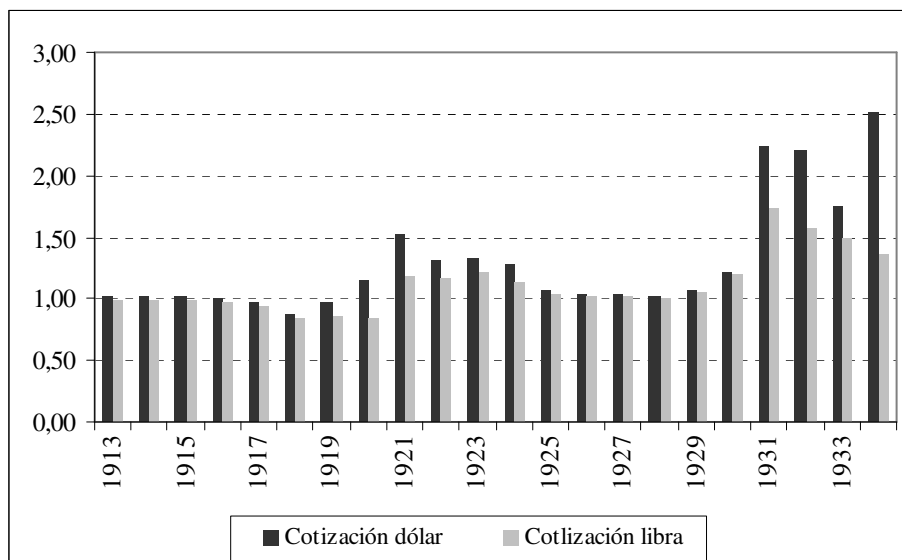
Desde el punto de vista del desequilibrio interno el país debió afrontar dos problemas fundamentales: por un lado, el deterioro de las finanzas públicas y, por el otro, la depreciación de la moneda.

La reducción del comercio exterior provocó una caída de la recaudación del Estado, ya que los ingresos fiscales dependían en gran parte de su desempeño debido al importante peso de los impuestos al comercio exterior en el presupuesto. Además, el cierre de los mercados internacionales de crédito impuso una restricción adicional a las fuentes de financiamiento. Esta situación de déficit fiscal se mantuvo en los treinta con la excepción de los años 1934 y 1936.²⁵

Un segundo problema fue la depreciación de la moneda. Ya desde los años posteriores a la Primera Guerra Mundial el valor del peso en relación con las otras monedas comenzó a constituir una fuente de preocupación. Entre 1914 y 1918 el peso uruguayo se había apreciado en relación con la libra y el dólar, pero a partir de 1919 Inglaterra y Estados Unidos valorizaron sus monedas. Frente a la crisis de 1929 se acentuaron las presiones sobre la cotización del peso y el Banco República intentó sostener la moneda, lo que derivó en una pérdida de divisas y la moneda se depreció. Finalmente en 1931 se devaluó el peso. El Gráfico 3 ilustra la evolución del peso en relación con su valor legal, respecto a la libra y al dólar, y el Cuadro 1 presenta la cotización del peso en relación con ambas divisas.

²⁵ Azar *et al.* (2009), págs. 39-40.

Gráfico 3.
Fluctuación del peso en relación con su paridad respecto al dólar y la libra
(1913-1933)



Fuente: Cotización del dólar promedio compra-venta de Maubrigades (2003) y Vaz (1984), y de la libra de Nahum (2007): cuadros E.9.II.26 y E.9.II.27.

Notas: Cotización (vigente durante el patrón oro): \$ 4,70 pesos oro = 1 libra y 0,96 pesos = 1 dólar.

Cuadro 1.
Cotización del dólar y la libra

	Pesos por dólar	Pesos por libra
1913	0,980	4,64
1914	0,981	4,67
1915	0,988	4,66
1916	0,973	4,60
1917	0,934	4,41
1918	0,838	3,96
1919	0,936	4,04
1920	1,107	3,97
1921	1,468	5,57
1922	1,265	5,47
1923	1,277	5,73
1924	1,226	5,36
1925	1,020	4,90
1926	0,991	4,78
1927	0,997	4,79
1928	0,979	4,74
1929	1,020	4,94
1930	1,160	5,67
1931	2,150	8,17
1932	2,110	7,36
1933	1,680	6,98
1934	2,413	6,37

Fuente: Cotización del dólar promedio compra-venta de Maubrigades (2003), Vaz (1984) y de la libra de Nahum (2007): cuadros E.9.II.26 y E.9.II.27.

Notas: Cotización (vigente durante el patrón oro): \$ 4,70 pesos oro = 1 libra y 0,96 pesos oro = 1 dólar.

En el contexto crítico por los efectos de la depresión, el Consejo Nacional de Administración (CNA) adoptó un conjunto de medidas de política económica con el objeto de afrontar los problemas centrales: atender el desequilibrio de la balanza comercial, controlar la salida de las divisas y detener la depreciación de la moneda. Entre 1930 y 1933 se crearon numerosas comisiones para estudiar estos problemas: la Comisión de Defensa de la Producción (1931), la Comisión de Estudios sobre Desvalorización de la Moneda (1931) y la Comisión Asesora de Intercambio Comercial (1932). La Comisión de Estudios sobre Desvalorización de la Moneda fue la que incidió de una manera más directa en las soluciones que adoptó el CNA.²⁶

b) Etapa de transición en el sistema de emisión

En los primeros años de la década de los treinta, controlar el valor de la moneda y la disponibilidad de divisas fueron los objetivos centrales de la política económica, y se tomaron medidas tendientes a flexibilizar la creación de dinero.

En diciembre de 1929 se modificó la carta orgánica del Banco República y se eliminó el tope impuesto en relación al capital del Banco para la emisión de billetes.²⁷ La emisión mayor quedó limitada únicamente por el encaje oro de 40% para hacer frente a los depósitos a la vista y el circulante y se fija un límite máximo para la emisión menor de \$ 20.000.000. Si bien con estas medidas la capacidad emisora se incrementó, la permanencia de las dificultades cambiarias hizo descender la potencialidad emisora al reducirse las existencias de oro. La caída de las exportaciones en dólares corrientes fue de 64% entre 1928 y 1931, provocando una fuerte disminución de las reservas. Las tenencias de oro en 1928 eran de \$69.920.000 y en 1931 se redujeron a \$50.924.000, representando una caída del 27%.

En 1931 se estableció el Contralor de Cambios y el Banco República pasó a tener el control de las operaciones de cambio internacional y el traslado de capitales al exterior.²⁸ Frente a la restricción de oro a raíz de la crisis financiera internacional, en 1932 se autorizó al BROU a ampliar un puntal de emisión interno al incluir como encaje los títulos de deuda nacional externa.²⁹

²⁶ La Comisión de Estudios sobre Desvalorización de la Moneda estuvo integrada por Eduardo Acevedo, Ricardo Cosío, Emilio Frugoni, Pablo Minelli, José Serrato, Luis Supervielle, Carlos Quijano, Julio M. Lamas y Octavio Morató. Jacob (1983), pág. 57.

²⁷ Ley 8.534 del 17/12/1929 citada en Damonte y Saráchaga (1971), pág. 44.

²⁸ Según la Ley N° 8.729 del 29 de mayo de 1931: “El Banco República tendrá la potestad de contralor de las operaciones de cambio internacional (comienza a fijar el tipo oficial de cambio referido al dólar) y el traslado de capitales al exterior; facultándose a esta institución para organizar, por sí misma o con la cooperación de los principales bancos de plaza, el mercado de cambios. Correspondía al Banco otorgar autorización respectiva a los bancos privados, casas de cambio, corredores de bolsa y demás firmas a realizar operaciones de cambios, llevando un registro de instituciones y personas autorizadas a tales efectos. Por «operaciones de cambio» se entendía las referidas a compras, ventas, descuentos, cobranzas o pagos de mercaderías, acciones o cualquiera clase de papeles comerciales cuyo importe debiera ser pagado en el exterior con divisas o en pesos en el país. Así, quedaba vedada toda operación con moneda extranjera entre particulares y bancos, entre residentes y no residentes, que no contara con la aprobación del Estado.” Bertino *et al.* (2004).

²⁹ Ley N°8830 del 20/01/1932, Damonte y Saráchaga (1971), pág. 523.

El nuevo Gobierno emergente del golpe de Estado de Terra en 1933, que contó con el apoyo de los grandes hacendados, los comerciantes importadores, las empresas extranjeras y parte del empresariado industrial, continuó en el camino de la regulación cambiaria instaurada por el Consejo Nacional de Administración. El control del valor de la moneda y de las divisas permaneció como objetivo de interés para la política económica del terrismo. Como plantea Jacob (1981, pág. 91), “(...) *el control del valor de la moneda y las divisas aportadas por el comercio exterior del país en base a los principios de la economía dirigida' en boga, se constituirían en la piedra angular de la política económica del terrismo*”.

A lo largo de 1934 se crearon dos instituciones clave para la política económica del período: la Comisión Honoraria de Cambios, que tomaría a su cargo la distribución de divisas sustituyendo en esa función al BROU, y la Comisión de Contralor de Importaciones y de Cambios, que se encargaría de la distribución individual de las divisas y de otorgar las autorizaciones de importación de acuerdo con las cuotas por países y rubros, periódicamente establecidas por el BROU. Ambas fueron creadas por la ley 9.400 que contenía el diseño del Plan de Reajuste económico y financiero del Gobierno. El plan tenía tres grandes objetivos: a) controlar y dirigir las importaciones; b) consolidar y pagar cambio diferido originado por obligaciones comerciales impagas a partir de julio de 1932, y c) utilizar parte del oro del BROU con fines cambiarios.

En cuanto al último punto, la ley autorizó a utilizar parte de las reservas de oro del Banco con fines cambiarios para hacer frente al menor dinamismo de las exportaciones que generaba escasez de divisas. También se permitió al Banco comprar hasta 10 millones de pesos oro de las obligaciones amortizables en la Caja Autónoma de Amortización que integrarían su encaje, permitiendo una vez más ampliar la emisión.³⁰

En síntesis, los años que transcurrieron entre la crisis del 1929 y 1934 constituyeron un período de transición en el régimen monetario donde el motor de la emisión fue fundamentalmente el oro, con excepción de dos años, 1932 y 1934, en los que se permitió transitoriamente incluir como encaje los títulos de deuda y las obligaciones de la Caja Autónoma de Amortización, respectivamente.

³⁰ La Caja Autónoma de Amortización fue creada en julio de 1932 con el objetivo de encargarse de las solicitudes de moneda de las compañías extranjeras y el comercio importador que tenía deudas pendientes en el exterior y que necesitaba crédito para seguir funcionando. Los acreedores del exterior podían transformar sus créditos en “obligaciones amortizables”, que eran documentos emitidos en moneda extranjera o en pesos oro, que tenían un interés máximo de 6% y serían amortizados gradualmente en 5 años en las monedas respectivas. El deudor comercial debía entregar a la Caja el importe de su débito en moneda nacional a las cotizaciones del día. El Banco República debía vender a la Caja las divisas que ésta reclame y si no tenía suficiente cambio, podría exportar oro de su encaje hasta un monto igual al 25% de los bonos emitidos. Acevedo Álvarez (1934), págs. 123-124.

3.2.3) La introducción de nuevos puntales y los revalúos: 1935-1946

En 1934 y 1935 la economía mostraba señales de recuperación, según los indicadores del nivel de actividad y del saldo de la balanza comercial, y se tomaron medidas con el objetivo de aumentar el control sobre la oferta de dinero.

En 1935, la ley que le había otorgado autonomía al Departamento de Emisión introdujo importantes cambios en el sistema de emisión al tiempo que se definieron nuevos puntales. Por un lado, se amplió la base metálica y se duplicó la capacidad emisora. Si bien el oro siguió constituyendo el puntal principal, se permitió complementar el encaje oro con plata, este último como respaldo de la emisión menor.

A través de la ley de 1935 se establecía el primer revalúo. Las reservas metálicas de oro y plata en poder del Banco se revaluaron sobre la base de la equivalencia del peso en el cambio oficial de acuerdo al promedio de los doce meses anteriores.³¹ La revaluación implicó aumentar 2,2 veces el valor del stock de oro. Parte del incremento en el valor de estas reservas metálicas tuvo sustento en el incremento internacional del precio del oro. El Ministro de Hacienda del gobierno de Terra, César Charlone, fundamentaba esta iniciativa afirmando que había que aprovechar la suba del oro en el mercado internacional derivada de la devaluación de las monedas fuertes. Una libra oro valía legalmente \$4.70 y el dólar \$0.96, cuando en Inglaterra y Estados Unidos el oro costaba un 40% más que el valor de cambio de sus divisas.³² Por lo tanto el Banco, que tenía valoradas las libras oro a la antigua cotización, transfirió las reservas al Departamento de Emisión computándolas al precio del cambio oficial (\$10.20 contra \$21.00 en el libre).³³ Como resultado, el Departamento obtenía \$37.000.000 de oro lo que le permitiría emitir hasta \$81.148.000. Es decir, con la misma cantidad de metal se obtuvo \$51.118.000 pesos más.

Ese “mayor valor” del oro serviría de respaldo a una nueva emisión de dinero sin tener que admitir oficialmente una devaluación del peso porque en teoría se mantenía la misma relación papel moneda-oro fijada en 1862. De hecho, algunos contemporáneos como Eduardo Acevedo Álvarez argumentaban que como el contenido oro del peso no se había alterado, no se debía hablar estrictamente de “revalúo” sino de un mayor poder de emisión monetaria.³⁴ Este mecanismo de emisión le valió al ministro de Hacienda el apodo de “Fu Man Chú”, aludiendo al famoso mago de la época.³⁵ La aprobación del revalúo fue muy discutida, en cuanto a lo que esto implicaba en la posibilidad de volver al sistema del patrón oro y, además, a los fines que se daría al resultado del revalúo. Según plantean Nahum *et al* (1991), el gran tema que estaba detrás de estas resoluciones era la discusión sobre mantener o no el patrón oro en la regulación del sistema monetario.

Finalmente, el resultado del revalúo fue una duplicación de la capacidad emisora y una devaluación implícita del peso, ya que cada peso papel perdió la mitad de su valor en metal.

³¹ Una medida similar de revaluación de las reservas de oro se tomó en Argentina en 1935, año en que se creó el Banco Central. Cortés Conde (2010).

³² Nahum *et al* (1991), pág. 72.

³³ Jacob (1983), pág. 99.

³⁴ Jacob (1981), pág. 102.

³⁵ Nahum *et al* (1991), pág. 72.

Esta nueva emisión estuvo destinada principalmente a apoyar el sector exportador, cubrir deuda pública y desarrollar políticas de empleo.³⁶ La Ley estipulaba detalladamente cual era el destino de los resultados del revalúo:³⁷ la cuarta parte se destinaría a cancelar cuentas del Estado; un 60% se utilizaría en beneficio de los sectores ganaderos –primas a las exportaciones pecuarias, rebajas en la contribución inmobiliaria e intereses hipotecarios–, y un 15% se volcaría al desarrollo de una política de empleos y otras medidas que favorecieran directamente a los sectores populares.³⁸

Una segunda modificación importante que se introdujo es la autorización de puntales de emisión alternativos vinculados a activos internos, esto es, el capital del Banco República y el redescuento, que le otorgaron mayor flexibilidad a la oferta monetaria.

En cuanto al capital del Banco, si bien el Departamento de Emisión estaba autorizado a emitir contra su capital desde su fundación en 1896, recién a partir de 1935 comenzó a utilizarse esta herramienta permitiendo emitir el equivalente al capital realizado en billetes de emisión mayor y menor a elección del Banco y con la garantía de su activo líquido. La importancia de este puntal se basaba en que el Banco adquiría mayor autonomía para expandir o contraer la cantidad de dinero con independencia de las reservas de oro. En los años posteriores, durante la segunda mitad de los treinta y hasta los cincuenta, se fue estableciendo un conjunto de leyes que fueron aumentando el tope de emisión a partir del capital. Entre 1936 y 1939 se autorizó la emisión legal hasta 35 millones de pesos contra la garantía del capital del Banco. En los primeros años de la Segunda Guerra Mundial, frente a los saldos deficitarios de la balanza comercial entre 1939 y 1942, se elevó el límite de emisión a 60 millones de pesos en 1939. Luego, en 1949, se aumentó a 70 millones y en 1958 volvería a subir a 80 millones. Sin embargo, a partir de 1942 este puntal comenzó a perder importancia relativa pasando a representar el 10% de la capacidad total emisora hacia 1958.

En relación con el redescuento se permitía al Departamento Bancario redescantar en el Departamento de Emisión cualquier documento bancario con el límite de 10 millones de pesos, con la excepción de los documentos del Estado. Citando el texto de la Ley, *“El Departamento de Emisión podrá entregar, también, al Banco de la República, hasta la cantidad de diez millones de pesos (\$ 10.000.000.00) en billetes de emisión mayor, para ser utilizada exclusivamente en el redescuento de documentos bancarios extendidos a un plazo no mayor de ciento ochenta días y con exclusión absoluta de obligaciones del Estado y sus dependencias. Los billetes así emitidos, deberán ser recogidos y entregados al Departamento de Emisión, a medida que se cancelen los documentos redescantados”* (Art. 14, Ley N° 9.496, 1935).

El redescuento aparecía como un mecanismo de ayuda a los bancos privados a través del Departamento Bancario, aunque no tuvo mayor trascendencia en estos años como

³⁶ Instituto de Economía (2003), pág. 57.

³⁷ Artículos 22 al 44, Capítulo IV de la Ley 9.496 del 14/8/1935.

³⁸ Se destinaron \$1.000.000 para viviendas rurales y obreras, \$600.000 para salarios de desocupados, \$2.750.000 para educación y \$3.000.000 para la estabilización del pago de las pensiones de vejez. Nahum *et al* (1991), pág. 72.

mecanismo de emisión porque el sector privado podía recurrir a otras alternativas financieras. Durante 1936 y 1937 los saldos favorables de comercio exterior significaron una entrada de oro que permitieron aumentar la cantidad de este puntal. En consecuencia, el oro y la plata siguieron siendo los principales respaldos de la emisión.

A comienzos de 1938 se aprobó una segunda “Ley de Revalúo” que, a diferencia de la anterior, modificó el contenido oro de la moneda uruguaya, que pasó a 0,585018 gramos y esta nueva paridad fue la que rigió durante el resto del período.³⁹ Al contrario del revalúo de 1935, en este caso no estaba sustentado en un incremento del precio internacional del oro y por tanto significó una devaluación explícita, del 62%, del peso en relación al metal. El ministro Charlone justificaba esta propuesta argumentando que la devaluación tendería a mantener la competitividad de la producción ya que las principales monedas del mundo habían sufrido depreciaciones del 40% y 50%.⁴⁰ La mayor cantidad de dinero, resultado del revalúo, se empleó para financiar déficit presupuestales, pagar los servicios de la deuda externa e interna y realizar obras públicas.⁴¹

Otra medida importante que se tomó en 1938 fue la aprobación de una ley reglamentando la actividad bancaria.⁴² En particular se reguló el encaje y se previeron sanciones por incumplimiento. Se estableció la imposibilidad de recibir depósitos por un monto superior a cinco veces el capital y además se exigió la tenencia de un encaje mínimo variable según el tipo de depósito: el 16% para los depósitos a la vista y 8% para los depósitos a plazo. Estas limitaciones estuvieron vigentes entre 1938 y 1944 y, a partir de este último año, las exigencias se duplicaron.⁴³ Este conjunto de medidas dan indicios del interés por parte del Gobierno de aumentar el control sobre la creación secundaria de dinero. Otro resultado fue la eliminación, en 1939, de la distinción entre emisión menor y emisión mayor.⁴⁴ La plata que había sido el puntal de la emisión menor y tuvo una relativa importancia durante la década del treinta, a partir de 1939 pasó a ser una proporción reducida de los puntales de emisión.

Hacia 1942, en el contexto de la Segunda Guerra Mundial, las restricciones sobre las importaciones y el auge de las exportaciones –impulsado por los altos precios– revirtieron el saldo negativo de balanza comercial. Este superávit comercial, junto con el ingreso de capitales europeos, determinaron un aumento de las reservas internacionales de oro y de divisas. Como resultado, el metal pasó a constituir el principal puntal de emisión en estos años, aumentando la cantidad de dinero y también los precios. Al mismo tiempo esta mayor oferta de reservas provocó una apreciación de la moneda nacional.

Una vez finalizada la guerra y superadas las restricciones para el abastecimiento de insumos, materias primas y maquinarias, el proceso de industrialización adquirió un fuerte dinamismo y la economía retomó la senda de crecimiento. Entre 1944 y 1947 el producto bruto interno creció a una tasa promedio anual de 8%, resultado del dinamismo del sector

³⁹ Ley 9.760 del 20/01/1938

⁴⁰ Jacob (1983), pág. 89.

⁴¹ Nahum, *et al* (1991) pág. 73.

⁴² Ley 9.756 del 10/01/1938 - Régimen bancario.

⁴³ Faroppa *et al* (1954).

⁴⁴ Ley 9.809 del 2/01/1939.

industrial pero también de la recuperación económica del sector agropecuario –en particular la ganadería– y del crecimiento de los servicios. Desde el punto de vista de la generación de ingreso, ese crecimiento de la economía se explicaba también por la política redistributiva –resultando en un incremento salarial del 23% entre 1943 y 1947– mientras que la política proteccionista a la industria y los precios internacionales favorables determinaron una elevada capacidad para importar y mayores ingresos para los ganaderos.⁴⁵

3.2.4) Los redescuentos: 1947-1959.

a) El período de post guerra y el *neobatllismo*

El contexto de la Segunda Guerra Mundial marcó el inicio de una nueva etapa en el sistema monetario y financiero internacional. En 1944 tuvieron lugar los Acuerdos de Bretton Woods en el marco del cual se crearon diversos organismos internacionales que definieron el funcionamiento del sistema financiero mundial -el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional- y se firmó el Acuerdo General de Aranceles y Comercio. Al mismo tiempo, se instauró el sistema patrón de cambios oro -*gold exchange standard*– por el cual las reservas monetarias que respalda la emisión de billetes de cada país pasaron a estar constituidas por oro y por monedas fuertes convertibles a oro, que en un principio fueron la libra y el dólar. En 1947, como consecuencia de la crisis de la libra, el dólar pasó a constituir la única moneda de cambio en el sistema monetario internacional.

En el contexto nacional el período que se inicia en 1947, con el ascenso de Luis Batlle Berres a la presidencia, identifica un nuevo modelo de desarrollo, el *neobatllismo*, caracterizado como industrialista, pro-agrícola y redistributivista.⁴⁶ La industrialización era considerada como el factor dinámico y las medidas que se adoptaron elevando los niveles de protección apuntaron a impulsarla, principalmente a través de la política cambiaria y el control del comercio exterior. Al mismo tiempo que estos mecanismos protegían a la industria, se les asignaba un tipo de cambio bajo a las exportaciones tradicionales cuando aumentaban los precios de la lana y la carne, regulando los ingresos de los ganaderos. Este mecanismo permitía continuar la tendencia redistributiva en beneficio de la burguesía industrial, los agricultores y las capas medias urbanas y los trabajadores.⁴⁷ También durante este período la expansión del sector público tuvo un nuevo impulso y se intensificó la regulación económica.⁴⁸

Desde el punto de vista del desempeño económico, desde 1944 la economía había retomado la senda de crecimiento y, salvo dos años de escasa expansión y decrecimiento –1947 y 1952 respectivamente–, el ciclo al alza se mantuvo hasta 1956, cuando comenzaría un largo proceso de estancamiento. Entre 1944 y 1956 la tasa de crecimiento promedio anual del PBI –a pesos constantes de 1983– fue del 6,6% y en términos per cápita fue de 5,2%. Este crecimiento estuvo impulsado por el sector industrial manufacturero, que para el período

⁴⁵ Millot, Silva y Silva (1973), pág. 158.

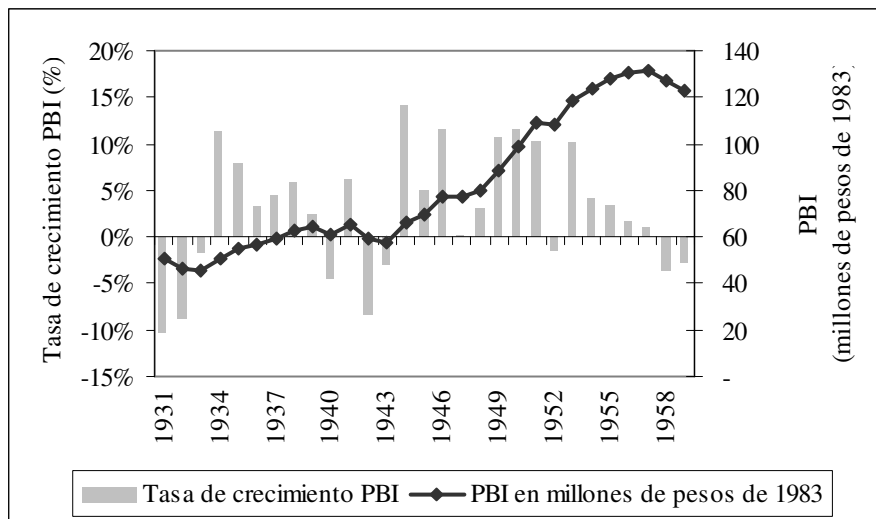
⁴⁶ Bertino *et al.* (2001), pág. 27.

⁴⁷ Millot, Silva y Silva (1973), pág. 156.

⁴⁸ Bertino *et al.* (2001).

1943-1954 creció a una tasa de 9,0% anual, aunque esta cifra fue resultado de comportamientos heterogéneos entre los sectores.⁴⁹

Gráfico 4.
Evolución del PBI –millones de pesos de 1983– y tasa de crecimiento en porcentaje (1931-1959)



Fuente: Bertino y Tajam (1999), BROU (1965) y BCU: Boletín estadístico, varios números.

El fuerte proceso de industrialización generó nuevas necesidades monetarias que impulsaron cambios en el sistema de emisión a partir de 1947. El aumento de los requerimientos de importaciones por parte de la industria y el retiro de capitales extranjeros luego de la Guerra restringieron la capacidad de las reservas como puntal de emisión, y las necesidades de circulación monetaria pasaron a sustentarse sobre la base de puntales de emisión internos, los redescuentos. Como plantean Bertino *et al* (2001), los redescuentos pasaron a ocupar el papel que ocupó en los treinta el capital del Banco República como puntal de emisión.⁵⁰

b) El mecanismo de los redescuentos.

Si bien el mecanismo del redescuento había sido introducido en 1935, no se había recurrido a su uso. Según Jacob (1983) la operación del redescuento no fue un instrumento de fácil definición, y antes que este instrumento se precisara jurídicamente ya estaba aceptado por la costumbre.⁵¹ El instrumento del redescuento operaba de la siguiente manera: “(...) los clientes de un banco privado suscribían el documento de una operación, el documento se entregaba al BROU que lo estudiaba, y si era de su conformidad abría un crédito al Banco

⁴⁹ Bértola (1991), págs. 204-205.

⁵⁰ Bertino *et al* (2001), pág. 41.

⁵¹ El redescuento apareció por primera vez en el derecho positivo en la ley de 17 de julio de 1911 donde entre las operaciones del BROU se precisaba: “redescantar documentos de la cartera de otros Bancos”. Jacob (1983), pág. 297.

privado que debía ser cancelado antes del vencimiento del documento redescotado. Luego, el cliente debía recurrir para su cancelación al Banco privado respectivo. Por el redescuento el BROU, oficiando de Banco Central, de Banco de banqueros, no se hace dueño del documento redescotado, no lo puede endosar, sino que debe conservarlo en su cartera para que el banco privado de descuento lo retire, a más tardar, el día de su vencimiento".⁵² Los documentos redescotados quedaban como garantía prendaria a la espera de que fueran levantados. Esta práctica no fue original, ya que mecanismos similares funcionaba en otros países.

El redescuento constituía un mecanismo que permitía vincular la evolución de la cantidad de dinero con la producción y la actividad interna –de determinados sectores comerciales–. La ventaja principal del redescuento fue constituir el único puntal elástico de toda la oferta de medios de pago en este período, ya que permitía adelantar medios de pago a la banca privada para financiar el ciclo de las operaciones comerciales. El funcionamiento de los redescuentos se basaba en que un mayor movimiento en los negocios provocaría la creación de mayor cantidad de documentos –originados en la producción y comercialización–, y con estos los bancos podían recurrir al Departamento de Emisión y retirar los billetes. Cuando se levantaban los documentos, al terminar el ciclo de la operación financiada, ingresaban los billetes emitidos al Departamento de Emisión.⁵³ Según Iglesias (1954), *“esta nueva forma de emisión dio flexibilidad a las concepciones oristas rígidas, que solo admitían emisión contra metal. Esta nueva concepción dio a la creación de medios de pago un fundamento racional: se crean instrumentos de pago contra la producción real.”*

En los años siguientes se fueron tomando medidas que regularon el funcionamiento del redescuento con el objetivo de otorgarle mayor flexibilidad e incrementar su capacidad de emisión. En 1948 el Departamento de Emisión quedó facultado para entregar billetes al Departamento Bancario para que éste redescotara documentos comerciales de otros bancos, y al mismo tiempo se le autorizó al Departamento Bancario a redescotar sus propios documentos. A su vez, se duplicó el tope de emisión por este concepto y pasó de 25 a 50 millones de pesos. Según Iglesias (1954) *“(...) el desarrollo económico ampliaba las exigencias de la producción y el comercio y ello impulsó esta liberalización.”*⁵⁴ Bertino *et al* (2001) plantean que con estas modificaciones se inició una nueva etapa de la organización financiera y el BROU adquirió un papel más activo como autoridad monetaria, con un mayor control sobre la actividad de los bancos privados y un manejo discrecional de los redescuentos como un intento de control cualitativo del crédito.⁵⁵

En 1950 se abandonó el tope de emisión contra documentos y a partir de entonces se podía emitir sin limitación siempre que los documentos llevados cumplieran determinadas condiciones, definidas por ley, basadas en el vínculo directo con la producción y comercialización: *“(...) documentos comerciales relacionados con la negociación de mercaderías, materias primas, ganados y frutos del país, que lleven, por lo menos dos*

⁵² Eduardo Jiménez de Aréchaga, “Redescuento y liquidación de Bancos privados” en *Revista del Banco de la R.O. del Uruguay*, N° 3, octubre de 1942, págs. 33-38, citado en Jacob (1983), pág. 297.

⁵³ Iglesias (1954).

⁵⁴ Iglesias (1954), pág. 39.

⁵⁵ Bertino *et al* (2001), pág. 18.

*firmas solventes, una de las cuales deberá ser bancaria, y que venzan dentro de un plazo de 180 días contados a partir de su redescuento.*⁵⁶ Además se estableció la autorización al Departamento de Emisión para redescantar directamente a los bancos privados en iguales condiciones que al Departamento Bancario.

En 1954, una nueva posibilidad de emisión transitoria se habilitó para la compra de trigo de la cosecha 1953/1954 que el Departamento Bancario pudo realizar por cuenta del Estado. Esta autorización, según Iglesias (1954), señalaba la fuerza de las variables que actúan en el mercado y que exigieron se vinculara la emisión con la producción y comercialización.⁵⁷

Estas medidas constituyen ejemplos de la elasticidad del redescuento frente a la actividad interna. Los redescuentos fueron valorados positivamente como un instrumento de política monetaria por Faroppa *et al* (1954), Damonte y Saráchaga (1971) e Iglesias (1954), quienes señalaban la necesidad de que los sistemas de emisión fueran flexibles, entendiendo que la política monetaria debía servir a los fines de desarrollo del país. No obstante, Iglesias (1954) plantea que *“la utilización (...) del redescuento en nuestro medio, se ha hecho con sentido predominantemente emisionista, pretendiendo con ello regular los medios de pago a las necesidades del mercado. Pero en realidad, no se le ha utilizado como herramienta propicia para seleccionar el crédito y/o aprovechar más intensamente nuestros escasos recursos monetarios.”*⁵⁸ Por su parte, Aboal y Oddone (2003) concluyen que esta ventaja de mayor flexibilidad, reflejo del incremento de la discrecionalidad de la política monetaria, podría haber conducido a una mayor tasa de inflación y a una mayor volatilidad.

Hacia la segunda mitad de la década de los cincuenta comenzaron a notarse los síntomas de los desequilibrios que fueron afectando al país: déficit de la balanza comercial y disminución de las reservas de oro, estancamiento de la industria y el inicio de un fuerte proceso inflacionario.

El comercio exterior, que abastecía de los recursos necesarios para el fomento de la industria, mostró resultados negativos. Ya desde el inicio de la Guerra de Corea (1950-1953) las exportaciones habían caído y, con la excepción de los años 1953, 1956 y 1958, el déficit de la balanza comercial se mantuvo durante los diez años posteriores. Los saldos negativos se debieron a un deterioro de los términos de intercambio y también a una disminución de los volúmenes exportados, resultado del estancamiento ganadero, y a una estructura rígida de importaciones derivada del funcionamiento de la industria sustitutiva.⁵⁹ La evolución de estos indicadores se presenta en el Cuadro 2.

⁵⁶ Ley del 16/11/1950, citada en Iglesias (1954), pág. 39.

⁵⁷ Ley 18/2/2954 citada en Iglesias (1954),

⁵⁸ Iglesias (1954), pág. 36.

⁵⁹ Millot, Silva y Silva (1973).

Cuadro 2.
Índice de precios de comercio exterior, relación de términos de intercambio, saldo de balanza comercial y reservas de oro (1947-1961)

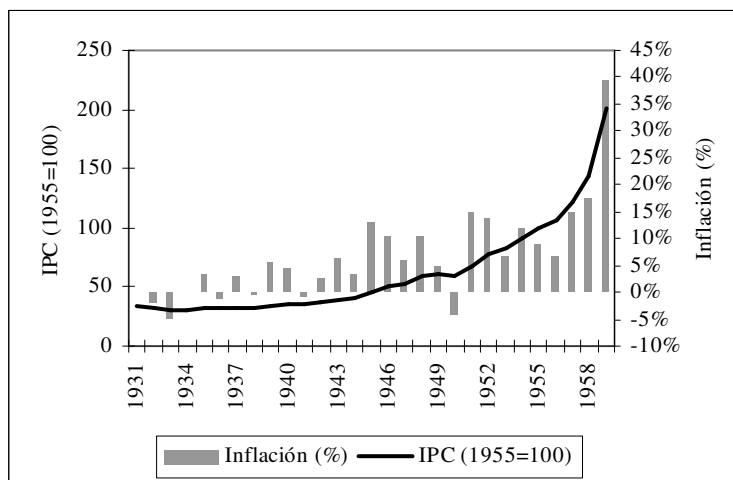
	Índice de precios de exportaciones (1961=100)	Índice de precios de importaciones (1961=100)	Relación de términos de intercambio (1961=100)	Reservas de oro (millones de dólares)	Saldo balanza comercial (millones de dólares)
1947	104,6	92,1	113,6	199,6	-55,8
1948	117,3	90,2	130,0	174,5	-74,3
1949	116,3	90,4	128,7	163,8	10,4
1950	124,3	85,3	145,7	178,3	61,2
1951	173,2	102,1	169,6	235,7	-140,0
1952	132,3	105,3	125,6	221,5	-66,4
1953	129,8	98,9	131,2	206,6	70,5
1954	127,6	93	137,2	226,6	-25,5
1955	116,7	101,2	115,3	226,6	-42,3
1956	109,6	106,4	103,0	215,6	5,3
1957	116,4	109,2	106,6	186,5	-98,2
1958	101,1	107,7	93,9	179,6	20,5
1959	98	102,4	95,7	179,6	-116,3
1960	104	96,7	107,5	179,6	-115,0
1961	100	100	100,0	179,6	-36,2

Fuente: Índice de precios de exportaciones, de importaciones y relaciones de término de intercambio tomado del Instituto de Economía (1969): Estadísticas Básicas. Cuadro N°64, p.108 y N°49 p.86. Saldo de Balanza Comercial tomado de las series reportadas en Azar y Fleitas (2007).

La crisis se fue extendiendo a la industria, afectando la producción de bienes de consumo y luego el empleo y el salario. A partir de 1956, la economía comenzó a transitar por un período de estancamiento del nivel general de actividad acompañado de un creciente proceso inflacionario.

Si bien la preocupación por el nivel de precios estuvo presente en reiterados episodios de la historia nacional, la inflación comenzó a constituir un grave problema hacia la segunda mitad de los cincuenta, alcanzando niveles sin precedentes. Sin embargo, ya a fines de la Segunda Guerra Mundial la tasa de crecimiento de los precios alcanzó los dos dígitos y, salvo algunas excepciones como la deflación del año 1950, los niveles se mantuvieron en cifras superiores a los observados para los años anteriores. Esta tendencia al alza de los precios se agudizó desde mediados de los cincuenta. Si comparamos la evolución del Índice de Precios al Consumo en distintos períodos, entre 1931-1944 el promedio de la tasa de inflación anual era de 1.4%, mientras que entre 1945-1956 subió a 8.6%, en los años 1957-1958 la tasa promedio ascendió a 16.1%, y en 1959 alcanzó el 39.5%.

Gráfico 5.
Evolución de los precios (IPC 1955=100) y de la inflación (en porcentaje).
1931-1959.



Fuente: IPC tomado de Bértola *et al* (1999) e Instituto Nacional de Estadística.

El 1 de marzo de 1959 asumió la mayoría del Consejo Nacional de Gobierno el Partido Nacional –desplazando al Partido Colorado– con un nuevo enfoque económico que buscaba reencauzar al país en el sendero de crecimiento y de la estabilidad. En materia económica la intención de este gobierno marcaba una importante diferencia con el enfoque anterior en cuanto al rol que la política económica debía tener en el desarrollo económico. Se impulsaron decisiones hacia la unificación del tipo de cambio, el equilibrio presupuestal, el control inflacionario, la liberalización de los salarios, una reforma tributaria y la eliminación de las restricciones al comercio exterior, entre otras.⁶⁰

En setiembre el Consejo Nacional de Gobierno envió un proyecto de ley al Parlamento cuyo resultado fue la Ley 12.670 de Reforma Monetaria y Cambiaria del 17 de diciembre. Los rasgos esenciales de esta Reforma se sintetizan en los argumentos del ministro de Hacienda de la época, Cr. Juan E. Azzini: “*La Reforma significó una transformación básica del régimen vigente: supresión de los cambios múltiples, de los tratamientos preferenciales, la liberalización de nuestras exportaciones e importaciones y la conclusión del paternalismo del Estado.*”⁶¹ El objetivo principal de la reforma era alcanzar la estabilidad interna –control de la inflación– y externa –evitar presiones sobre las reservas o la balanza pagos para estabilizar el tipo de cambio– a través de la política monetaria y cambiaria. Para alcanzarlo, las medidas promocionadas apuntaron a la liberalización del comercio y la estabilización monetaria. En materia de política cambiaria se estableció la flotación del tipo de cambio, eliminado los tipos de cambio múltiples y los controles de cambio. En cuanto al ámbito monetario, la Ley estableció una nueva paridad –el peso pasó a estar constituido por 0,136719 gramos de oro puro– y consagró el oro como puntal fundamental manteniendo también el uso de los redescuentos. Al mismo tiempo, se fue incrementando el control de la creación secundaria a través de la política de crédito.

⁶⁰ Cancela (1982).

⁶¹ Azzini, J. E. (1970), *La Reforma Cambiaria ¿Monstruo o Mártir?*, Montevideo, Amalio M. Fernández, pág. 17, citado en Cancela (1982), pág. 31.

4) INDICADORES MONETARIOS, NIVEL DE ACTIVIDAD Y PRECIOS.

Luego del análisis de los principales cambios en la política monetaria, específicamente en relación con el sistema de emisión y los instrumentos utilizados, en esta sección se repasa la evolución de los indicadores monetarios. Se describe los principales agregados monetarios: la emisión total, los medios de pago y la masa monetaria o cantidad de dinero– y su composición, indicadores del desarrollo del sistema financiero, y se discute la vinculación entre la creación de dinero, el nivel de actividad y los precios.

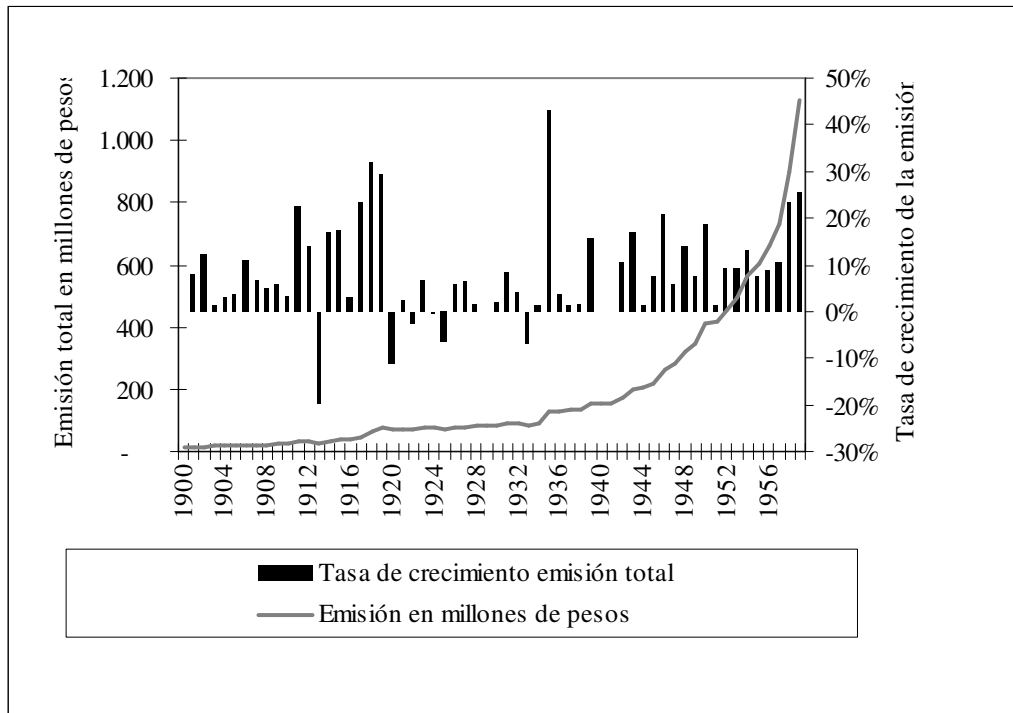
4.1) Evolución de los agregados monetarios

El agregado monetario primario es la base monetaria compuesta por la emisión total más los saldos de las cuentas corrientes en moneda nacional que poseen los bancos comerciales en el banco central. La emisión total es el componente principal de la base monetaria e incluye las monedas y billetes puestos en circulación por la autoridad monetaria.

En cuanto a la emisión, el gráfico 6 ilustra la evolución y la tasa de crecimiento anual, en millones de pesos, desde principios del siglo XX hasta 1959, para poder caracterizar lo ocurrido a partir de 1931 en comparación con la etapa previa. Entre 1900 y 1930 la emisión pasó de \$13.187.000 a \$82.188.000, multiplicándose por seis. En 1959 la cantidad de dinero emitido ascendía a \$1.129.661.000, catorce veces mayor que la cifra de 1930. En relación con los movimientos de la emisión, se observa que los períodos de mayor expansión ocurrieron en las dos primeras décadas del siglo –con excepción del inicio de la Primera Guerra Mundial– y desde la segunda mitad de los años treinta a partir del primer revalúo de 1935. Además, se destacan los efectos asociados al segundo revalúo de 1938 y un crecimiento más sostenido a partir de los cuarenta derivado de la progresiva utilización de los redescuentos como puntal de emisión y de la eliminación en 1950 de los límites de emisión contra este puntal. En el período intermedio, entre la década de los veinte y los primeros años de los treinta, la emisión presenta menores tasas de crecimiento e incluso algunos años de contracción.

Durante nuestro período de estudio, 1931-1959, la tasa promedio anual de crecimiento de la emisión fue de 10% mientras que para la etapa anterior, 1900-1930, la tasa fue del 7%. Si excluimos de estos promedios los dos años en donde se produjeron cifras excepcionales, la caída de 1913 y el revalúo de 1935, el crecimiento promedio entre 1931 y 1959 es un 9% y para las tres primeras décadas del siglo XX es del 8%. Estos resultados parecen indicar que si bien la emisión en términos nominales aumentó más del doble en el período posterior al patrón oro, el crecimiento promedio anual fue similar a pesar del cambio en el sistema de emisión. Por un lado, durante el patrón oro la cantidad de dinero se regía, en gran medida, por ajustes en función de las reservas de oro, mientras que a partir de 1931 es el BROU quien fue asumiendo el manejo de la cantidad de dinero a través de los cambios en los puntales de emisión y la eliminación de topes.

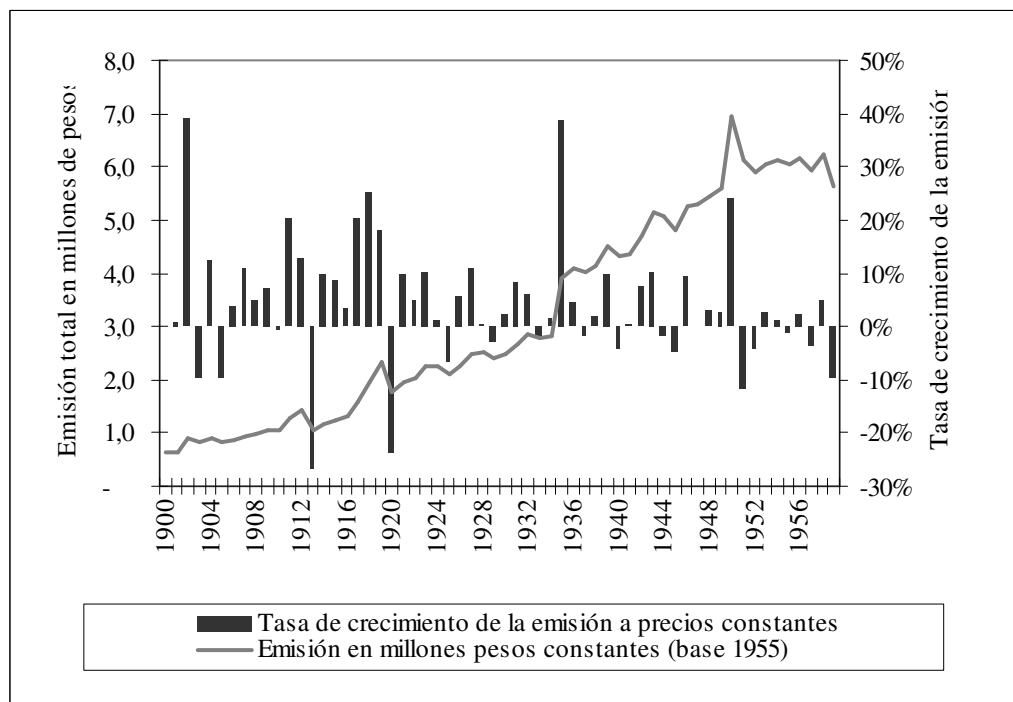
Gráfico 6.
Emisión total en millones de pesos y tasa de crecimiento en porcentaje
(1900-1959)



Fuente: Elaboración en base a BCU (1971)

En términos reales se observa una tendencia positiva de la emisión a lo largo del siglo, aunque no estable, hasta los años cincuenta, cuando se revierte producto de la aceleración de la inflación (Gráfico 7). Es decir, que a partir de 1950, último año de fuerte expansión de la emisión, la cantidad real de dinero decreció y luego se mantuvo constante. Si comparamos el crecimiento de la cantidad de dinero con el período anterior a los treinta, en contraste con lo que ocurre con la evolución nominal, la tasa promedio anual de crecimiento real de la emisión durante las tres primeras décadas es del 5%, mayor al 3% que resulta del período 1931-1959.

Gráfico 7.
Emisión total en millones de pesos constantes y tasa de crecimiento en porcentaje (1900-1959)



Fuente: Elaboración en base a BCU (1971), Bértola et al (1999) e INE.

Otros dos agregados monetarios que también describen el comportamiento de la oferta monetaria son las definiciones de dinero como medios de pago (M1) y la masa monetaria (M2). Los medios de pago están compuestos por la emisión en poder del público y los depósitos a la vista en moneda nacional del público, mientras que la masa monetaria además de los dos componentes anteriores incluye los depósitos a plazo en moneda nacional. Los medios de pago definen el dinero en su función de medio de cambio, mientras que la masa monetaria incorpora elementos de menor liquidez –los depósitos a plazo– y mayor rentabilidad, representando la función del dinero como reserva de valor. La diferencia entre estas dos definiciones –M1 y M2– y la emisión total está constituida por las monedas y los billetes en poder de los bancos comerciales que integran la emisión total.

La evolución de estos dos agregados monetarios en millones de pesos se representa en el gráfico 8, mientras que el gráfico 9 describe las tasas de crecimiento de ambas variables permitiendo visualizar mejor los momentos de expansión y contracción. En términos globales ambos agregados monetarios se multiplicaron por 14 entre 1931 y 1959. Al igual que la emisión total, se produce una mayor expansión de los medios de pago y la masa monetaria a partir de la década de los cuarenta, acentuándose dicho comportamiento en los últimos años de los cincuenta.

Gráficos 8 y 9
Medios de pago (M1) y masa monetaria (M2) en millones de pesos
y tasas de crecimiento anuales (1929-1959).

Gráfico 8

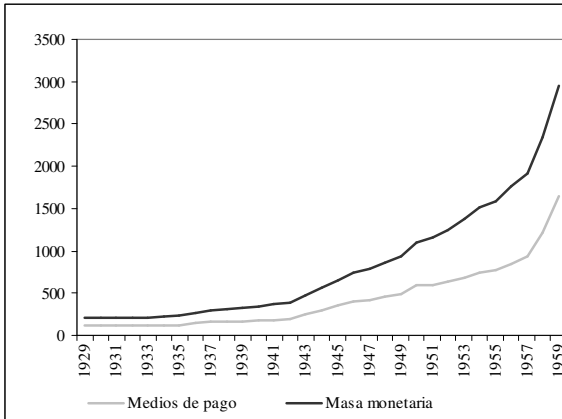
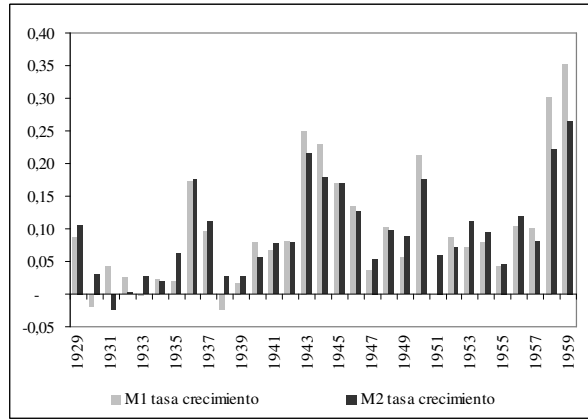


Gráfico 9



Fuente: Elaboración en base a BCU (1971)

Entre 1931 y 1959 ambos agregados monetarios se duplicaron en términos constantes, resultado de un comportamiento expansivo hasta los cincuenta (gráficos 10 y 11). A partir de 1951 el comportamiento de ambas variables se revierte y se observa cierta estabilidad aunque con una tendencia decreciente. Entre 1950 y 1959, la cantidad real de dinero disminuye un 17.9% medida a través de los medios de pago, y 20.6% si tomamos la masa monetaria.

Gráficos 10 y 11
Medios de pago (M1) y masa monetaria (M2) en millones de pesos constantes (base 1955)
y tasas de crecimiento anuales (1929-1959).

Gráfico 10

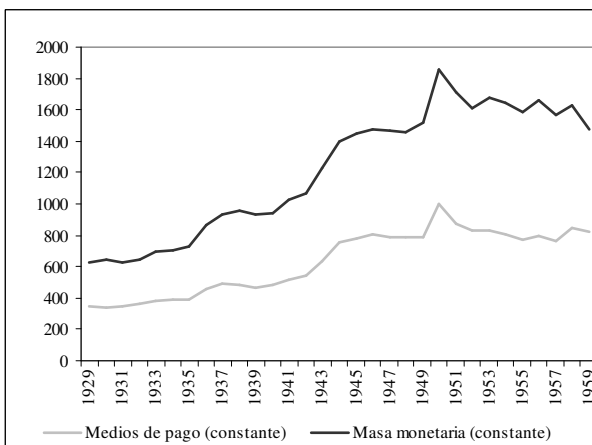
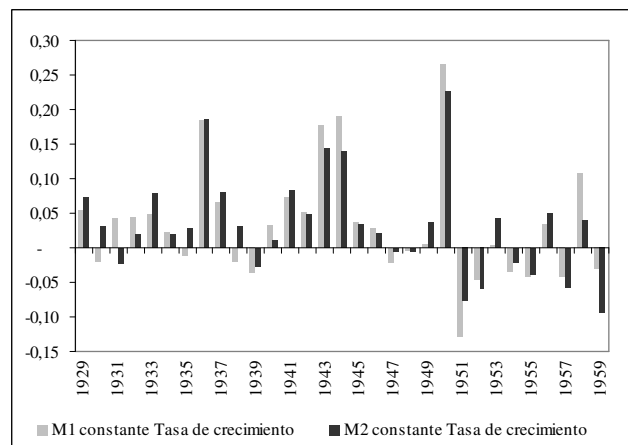


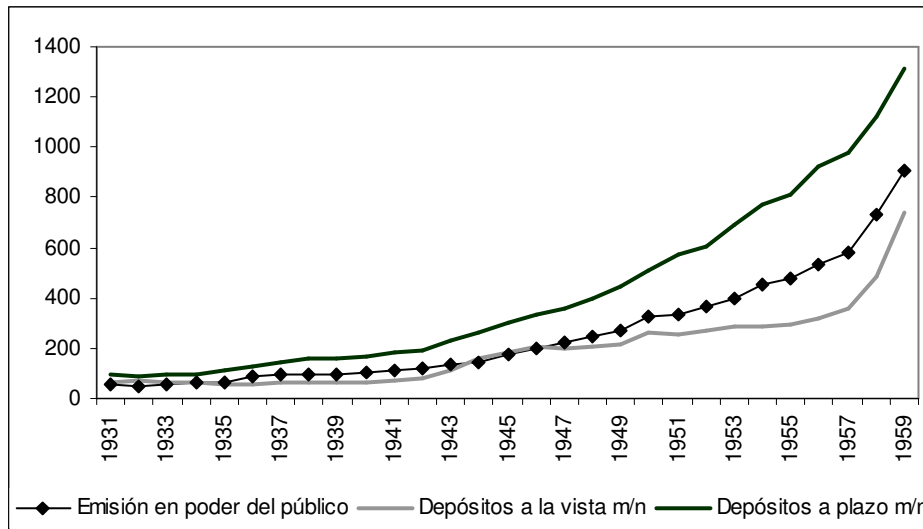
Gráfico 11



Fuente: Elaboración en base a BCU (1971)

Por otra parte, al estudiar la oferta de dinero en sus definiciones de medios de pago y masa monetaria cobran relevancia las transformaciones del mercado financiero y la creación secundaria de dinero, esto es, el dinero creado por los bancos comerciales. En el gráfico 12 se ilustra el crecimiento, en términos corrientes, experimentado por los componentes de la masa monetaria. Los depósitos a la vista fueron los de mayor crecimiento en el período, con una tasa acumulativa anual de 8,9%, seguido por los depósitos a plazo con una tasa de 7,7% y por último el circulante con una tasa acumulativa anual de 6,9%.

Gráfico 12.
Evolución de los componentes de la masa monetaria en millones de pesos
1931-1959.



Fuente: Elaboración en base a BCU (1971)

Desde el punto de vista de la estructura de los medios de pago, la emisión en poder del público constituyó el componente principal, representando el 55% en promedio en el período 1931-1959, reflejando la mayor capacidad de la autoridad monetaria de incidir en la creación de dinero. No obstante, en algunos años, 1932-1933, y en el período de postguerra (1944-1947), los depósitos a la vista pasaron a constituir algo más de la mitad de los medios de pago. Entre 1956 y 1959 la participación del circulante comenzó a descender y lo opuesto ocurrió con los depósitos a la vista. En cuanto a los componentes de la masa monetaria, los depósitos a plazo tuvieron una participación importante representando, en promedio en el período, un 47% del total de la cantidad de dinero (cuadro 3).

Cuadro 3
Estructura de la masa monetaria en porcentaje (1929-1959)

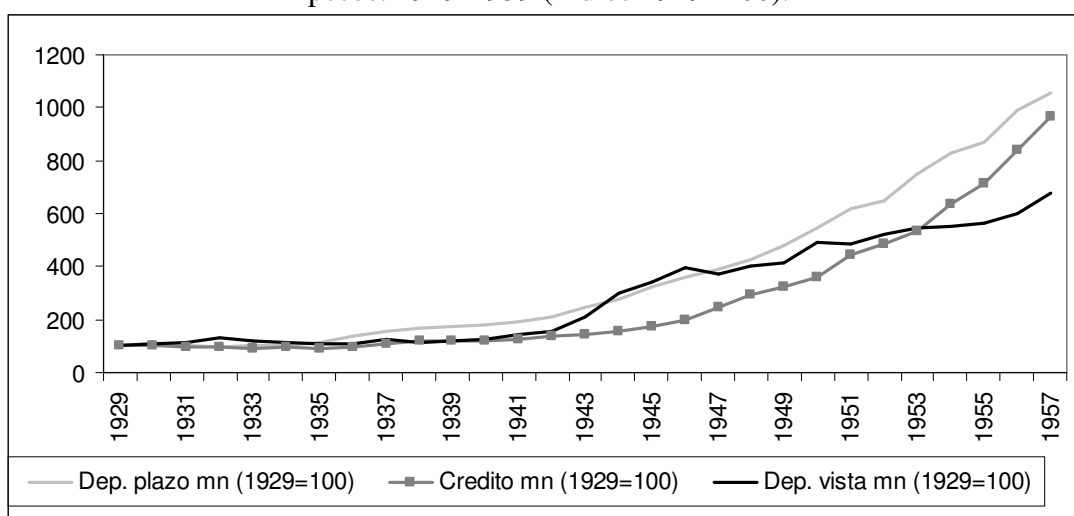
Composición de la masa monetaria (en porcentaje)				
	Circulante en poder del público	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Masa monetaria (M2)
1929	29.8	25.4	44.8	100
1930	26.1	26.3	47.6	100
1931	27.1	28.8	44.2	100
1932	23.3	33.9	42.8	100
1933	26.0	29.6	44.4	100
1934	28.2	27.6	44.2	100
1935	28.8	24.8	46.5	100
1936	33.2	20.3	46.6	100
1937	30.9	21.8	47.3	100
1938	30.9	19.2	49.9	100
1939	29.6	20.1	50.3	100
1940	31.6	19.2	49.2	100
1941	29.8	20.5	49.8	100
1942	29.7	20.6	49.6	100
1943	28.3	23.5	48.2	100
1944	25.8	28.2	46.0	100
1945	26.7	27.4	45.9	100
1946	26.5	28.0	45.5	100
1947	28.4	25.2	46.4	100
1948	29.2	24.6	46.2	100
1949	28.7	23.5	47.9	100
1950	30.1	23.7	46.2	100
1951	28.8	21.9	49.3	100
1952	29.4	22.1	48.5	100
1953	28.9	20.8	50.3	100
1954	29.8	19.2	51.0	100
1955	30.0	18.7	51.3	100
1956	30.3	17.8	51.9	100
1957	30.2	18.7	51.1	100
1958	31.3	20.7	48.0	100
1959	30.8	24.9	44.4	100

Fuente: Elaborado en base a cifras del BCU (1971).

Atendiendo a la composición de la masa monetaria, se observa que el incremento de la cantidad de dinero a partir de la década de los treinta fue alentado, especialmente, por la expansión de los depósitos a plazo en un contexto de creciente consolidación del sistema financiero nacional. Dos indicadores del desarrollo del sistema financiero que dan cuenta de este fenómeno son el crecimiento de los depósitos y del crédito que otorgan los bancos – tanto el Banco República como los bancos privados– (Gráfico 13). Los depósitos a plazo y los créditos tuvieron un fuerte crecimiento durante este período, mientras que los depósitos a la vista, que también acompañaron esta tendencia, presentaron un menor incremento en los cincuenta.

Gráfico 13.

Evolución del crédito, los depósitos a la vista y a plazo, en moneda nacional en millones de pesos: 1929-1959 (Índice 1929=100).



Fuente: Elaboración en base a BCU (1971)

Durante este período fue creciente la importancia de los bancos privados en la plaza financiera. En las primeras décadas del siglo XX, y hasta los treinta, el BROU otorgaba más de la mitad de los créditos en moneda nacional. A partir de 1929, la participación relativa de los bancos privados fue ascendiendo hasta mantener un 77% del crédito otorgado hacia 1959. El mismo fenómeno ocurre del lado de los depósitos por el creciente desarrollo de la banca privada en la captación de depósitos a la vista y a plazo. Los depósitos a la vista en la banca privada constituían el 81% del total en 1959, y esa participación era del 78% en los depósitos a plazo en moneda nacional. En particular, el fuerte crecimiento de los depósitos a plazo es una tendencia que proviene de las décadas anteriores. Entre 1912 y 1930, el mayor crecimiento se había verificado en los depósitos a plazo seguido por los depósitos a la vista.⁶²

La mayor expansión de la oferta de dinero –en cualquier de las tres mediciones– que se observa hacia fines de los cincuenta puede responder a diversas causas. Una explicación plausible del incremento en la cantidad de dinero en la segunda mitad de los cincuenta es la que plantean Bertoni y Sanguinetti (2004). Estos autores argumentan que el incremento de

⁶² Bertino *et al* (2005).

la emisión podría estar asociado a las necesidades financieras del sector público. A partir de los datos que manejan estos autores –las series correspondientes al déficit fiscal, la emisión de deuda para financiar déficit y el movimiento de emisión en poder del público–, sostienen que si bien el recurso a la emisión monetaria como alternativa de financiamiento del déficit pudo estar presente a lo largo del período, este se convertiría en prácticamente la única alternativa de financiamiento del déficit en la segunda mitad de los años cincuenta. Plantean la existencia de cierta correlación positiva entre incremento del déficit, agotamiento de las posibilidades de colocación de papeles públicos y el crecimiento del ritmo de emisión. En esta misma línea, en Azar *et al* (2009) se analizan los efectos de la emisión de dinero sobre las finanzas públicas a través del estudio del señoreaje (definido como el ingreso real que percibe la autoridad monetaria como resultado del monopolio que posee por emitir papel moneda). Sus resultados muestran que durante la década de los cuarenta y los cincuenta el señoreaje se mantuvo en niveles mayores que en los períodos anteriores, pero sin presentar aún los incrementos que caracterizaron la década de los sesenta.⁶³

4.2) Dinero y nivel de actividad

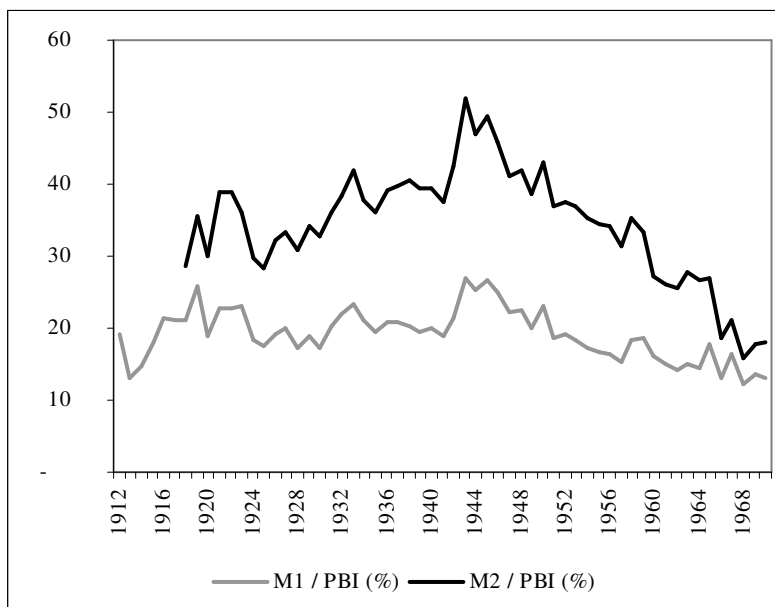
La relación entre los agregados monetarios –medios de pago (M1) y masa monetaria (M2)– y el nivel de actividad (PBI) se representa en el gráfico 14, abarcando el período comprendido entre 1912 y 1970. Ambos ratios muestran un desempeño similar y de su comportamiento pueden identificarse diversas etapas. Si nos concentramos en la relación entre M1 y el PBI, durante la década de los treinta el ratio se mantuvo en niveles promedio del 21%; luego se distinguen unos años de fuerte expansión hasta 1943, y a partir de entonces la tendencia del cociente se torna decreciente, aunque con algunas oscilaciones. El fuerte incremento que se observa en 1942-1943 se explica por dos años de caída del PBI mientras que la cantidad de dinero sigue creciendo. A partir de 1944 el PBI retoma el crecimiento y revierte la tendencia. En la década de los cincuenta, el ratio entre los medios de pago y el PBI, en promedio, pasó a ser del 18% y en los sesenta este ratio descendió al 15%. No obstante, esta tendencia decreciente no es algo particular de los años cincuenta, sino que se mantuvo a lo largo del siglo, al menos hasta los noventa cuando parece estabilizarse entorno al 6%.⁶⁴

En particular es interesante resaltar el comportamiento de caída del ratio dinero sobre PBI en el período de mayor dinamismo de la economía, 1945-1955, cuando autores tales como Faropa *et al* (1954) y Damonte y Saráchaga (1971) argumentaban que la política monetaria había alcanzado una mayor articulación con la actividad económica. Quizás estas visiones estaban basadas en la observación la evolución de la cantidad nominal de dinero, sin asociar este comportamiento con los niveles de PBI y menos aún, con el crecimiento de los precios.

⁶³ El señoreaje es calculado como el incremento de la cantidad nominal de dinero medido en términos reales. Azar *et al* (2009), pág. 53.

⁶⁴ Estas observaciones de la relación M1/PBI posteriores a 1970 están basadas en cálculos a partir de los datos del Banco Central del Uruguay, Boletín Estadístico, varios números.

Gráfico 14.
Ratios medios de pago (M1) y PBI; y masa monetaria (M2) y PBI
En porcentaje, 1912-1970



Fuente: Elaborado en base a BCU (1971) y Bertino y Tajam (1999), BROU (1965): Cuentas Nacionales y BCU: Boletín estadístico, varios números.

Al observarse ese cambio permanente en la tendencia de la relación dinero/PBI a partir de mediados de los cuarenta, los factores explicativos deberían ser más bien del tipo estructural.⁶⁵ Una causa posible podrían ser las medidas de regulación bancaria tomadas a mediados de los cuarenta, que duplicaron los niveles de encaje de los bancos privados sobre los depósitos a la vista y a plazo provocando una disminución del circulante en poder del público. Un segundo factor puede relacionarse con posibles cambios en la demanda de dinero que expliquen cambios en la velocidad de circulación del dinero. Un trabajo que va en línea con esta explicación es el de Sanguinetti (2004), que estudia el período 1930-1959 y encuentra que la velocidad del dinero no es constante. En tercer lugar, es posible que estén apareciendo otros activos que los agentes deseen mantener, además del dinero. Algunas cifras que dan indicios de este fenómeno son el incremento en los créditos concedidos en moneda extranjera y en los depósitos en dólares en el sistema bancario que comienzan a captarse a partir de 1952 (Cuadro 4). En 1950 el 6% de los préstamos otorgados por los bancos (privados y Banco República) fueron en moneda extranjera, y en 1959 ascendieron al 13%.⁶⁶ En relación con los depósitos, en 1955 los depósitos en moneda extranjera representaban el 10% de los medios de pago (circulante más depósitos a la vista), en 1960 un 38% y, si bien hacia 1970 descienden al 10%, la economía siguió adquiriendo un alto grado de dolarización.

⁶⁵ La disminución del ratio dinero sobre PBI se observa también en otros países. En el caso de Argentina, si consideramos el siglo XX, se observa una tendencia decreciente del ratio a partir de mediados de la década de los cincuenta (tomando las cifras de Ferreres, Osvaldo, 2005. *Dos siglos de Economía Argentina*. Editorial El Ateneo/Norte y Sur. Buenos Aires).

⁶⁶ Astori (2001), pág. 80, destaca este incremento de los préstamos en dólares.

Cuadro 4

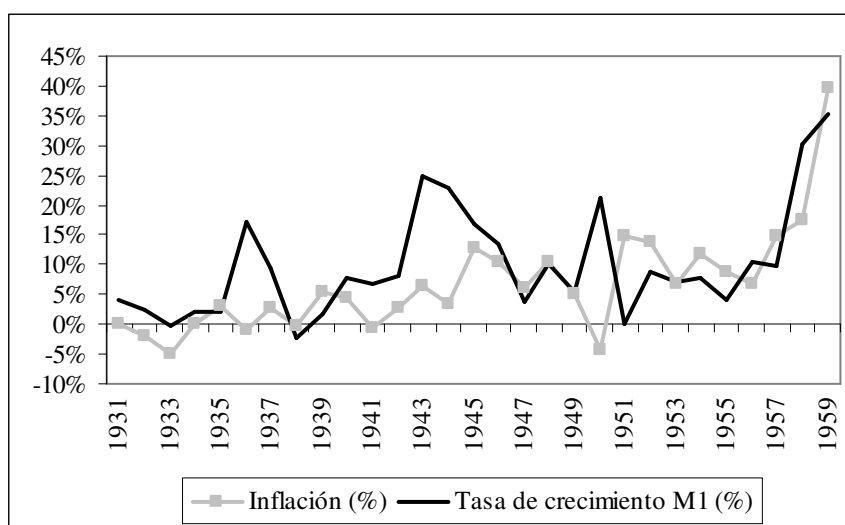
Créditos y Depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera (valores corrientes en miles de pesos)						
	Créditos en moneda nacional	Créditos en moneda extranjera	Circulante en poder del público	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos a plazo m/e
1946	418.094	14.305	196.206	206.855	336.954	
1947	512.608	26.067	221.620	196.426	361.804	
1948	623.988	26.322	249.771	210.791	396.024	
1949	675.914	25.134	267.218	218.727	446.206	
1950	753.775	45.851	330.020	259.306	506.686	
1951	934.621	87.421	334.462	254.806	572.210	
1952	1.024.735	45.545	365.925	274.155	602.939	60.000
1953	1.120.866	49.824	398.422	287.243	694.835	90.000
1954	1.335.195	51.623	450.096	289.354	770.604	90.019
1955	1.500.990	164.003	474.128	296.256	810.533	107.813
1956	1.763.566	110.001	536.347	314.601	919.266	215.550
1957	2.027.871	158.855	577.664	357.645	978.975	332.294
1958	2.414.554	309.288	732.125	484.717	1.121.666	646.564
1959	3.053.075	385.065	909.486	735.869	1.311.778	745.382
1960	3.818.000	577.000	1.240.000	930.546	1.545.198	835.000
1961	4.501.000	691.000	1.569.000	1.009.000	1.954.000	953.000
1962	5.379.000	730.000	1.791.000	855.000	2.173.000	988.000
1963	6.621.000	796.000	2.215.000	1.158.000	2.826.000	1.264.000
1964	9.715.000	1.579.000	3.062.000	1.639.000	3.964.000	1.623.000
1965	11.525.000	2.061.000	6.085.000	3.236.000	4.759.000	2.046.000
1966	15.485.000	2.768.000	9.286.000	3.779.000	5.580.000	2.729.000
1967	20.749.000	8.677.000	18.013.000	9.695.000	8.312.000	5.749.000
1968	31.560.000	14.560.000	31.390.000	14.444.000	13.874.000	7.499.000
1969	37.561.000	19.055.000	50.573.000	18.900.000	20.267.000	8.344.000
1970	58.944.000	22.760.000	56.959.000	20.983.000	30.612.000	8.032.000

Fuente: Banco Central del Uruguay (1971). Saldo al 31 de diciembre de cada año.

4.3) Dinero y precios

Una vez descrita la evolución de la cantidad de dinero en sus diferentes definiciones, también interesa analizar como ha afectado el comportamiento de los agregados monetarios a los precios. Una primera aproximación sería comenzar por la teoría cuantitativa del dinero, la cual supone una relación entre la cantidad de dinero, los precios y las transacciones.⁶⁷ Bajo el supuesto de velocidad de circulación del dinero constante, de la relación cuantitativa del dinero también se desprende una explicación de la inflación según la cual el aumento en la oferta de dinero implica un aumento proporcional en el nivel de precios. Para aplicar esta relación al período de estudio, en el gráfico 15 se presenta la evolución de ambas variables: la inflación (variación del índice de precios al consumo) y la tasa de crecimiento del dinero (medido a través de los medios de pago, M1).

Gráfico 15.



Fuente: Bértola *et al* (1999), INE y BCU (1971).

En una primera aproximación, si bien aparece una correlación positiva, con un coeficiente de 0.53, entre la evolución del crecimiento del dinero y la variación del nivel de precios para el período 1931-1959, no se observa un comportamiento homogéneo. En el trabajo de Sanguinetti (2004) se encuentra que la velocidad de circulación no es constante durante este período y que no se sostiene la existencia de una relación de largo plazo entre el crecimiento del dinero y la inflación. A lo largo de estos años, se intercalan momentos donde aparece una relación positiva entre ambas variaciones mientras que en otras el comportamiento fue el contrario. En particular, aparece una fuerte correlación positiva, coeficiente de 0.78, entre la inflación y el crecimiento del dinero a partir de 1951 que se acentúa hacia mediados de la década, cuando además aparecen los indicios del estancamiento de la economía.

⁶⁷ La teoría cuantitativa se describe a través de la ecuación: $M \cdot V = P \cdot Y$, donde M es la cantidad de dinero, V es la velocidad de circulación, P es el nivel de precios y Y es la producción total que pretende cuantificar la cantidad de transacciones.

5) REFLEXIONES FINALES

Este trabajo constituyó un primer abordaje de la política monetaria con especial atención en el sistema de emisión que jugó un papel fundamental en la oferta de dinero durante este período. También se describió la evolución de los principales agregados monetarios y su vinculación con el nivel de actividad y los precios.

La crisis de 1929 implicó un cambio profundo de los objetivos de la política económica y el Estado adoptó una actitud intervencionista donde se procuró, durante los primeros años de los treinta, atender los problemas de la depreciación de la moneda y el desequilibrio comercial. A partir de 1935, se inició una nueva etapa en la organización monetaria y financiera, en la cual el Banco República incorporó todas las atribuciones como autoridad monetaria, adoptando el control de la oferta monetaria y un rol significativo y determinante en la conducción monetaria y cambiaria. Las medidas adoptadas en el sistema de emisión parecen indicar que el objetivo de la política monetaria pasó a ser estimular la actividad económica a través de la flexibilización en la creación de dinero. El cambio más importante fue la disminución de la dependencia exclusiva de la emisión respecto a fuentes externas – cantidad de oro–, pasando a depender de activos vinculados al funcionamiento de la economía interna –el capital del BROU y los redescuentos–. Luego de la Segunda Guerra Mundial, en un contexto nacional de fuerte dinamismo de la actividad económica, liderado por la industria manufacturera, aumentaron las necesidades de circulación de dinero y aparece el mecanismo de los redescuentos como instrumento. Los redescuentos permitieron darle mayor elasticidad a la oferta de dinero para que se adaptara a las nuevas necesidades monetarias. La mayor flexibilidad de la emisión resultó en un incremento de la cantidad de dinero, que se acentuó a partir de la década de los cuarenta alentada por la expansión de los depósitos a plazo en un contexto de creciente consolidación del sistema financiero nacional.

Sobre el comportamiento de la emisión, resulta interesante destacar que si bien el abandono del patrón oro implicó renunciar a una regla explícita de emisión (los ajustes dependían de las reservas de oro), el período posterior a 1931 muestra un promedio anual de tasas de crecimiento de la emisión similar al anterior. En términos nominales, la expansión del dinero en cualquier de sus definiciones (emisión, medios de pago y masa monetaria) fue muy fuerte. Sin embargo, en términos reales el impacto del proceso inflacionario que aparece en 1951 y se acentúa a partir de mitad de los cincuenta neutralizó el crecimiento de la cantidad real de dinero.

Otro resultado es la relación negativa entre el dinero y el PBI que aparece a partir de mediados de los años cuarenta en el contexto de mayor dinamismo de la economía. Esta tendencia negativa, aunque no estable, permanece en las décadas posteriores. Entre los factores explicativos posibles se destacan tres: la política de aumento de encajes de mediados de los cuarenta, cambios en la demanda de dinero derivados, por ejemplo, de cambios en la velocidad de dinero, y un tercer factor podría ser el inicio del proceso de dolarización, de forma incipiente a partir de principios de los cincuenta, que se fue profundizando en las décadas siguientes.

Finalmente, a partir de una primera aproximación a la relación entre dinero y precios, no es claro que exista una relación estable entre la inflación y el crecimiento del dinero para todo

el período. Sin embargo, sí se observa una alta correlación para los años cincuenta.

A manera de reflexión general podría argumentarse que la política monetaria a partir del abandono definitivo del patrón oro, en 1931, fue teniendo como objetivo acompañar la actividad económica incorporando instrumentos para flexibilizar la oferta de dinero. En 1943, la relación entre dinero y PBI se revierte en el marco de un proceso de crecimiento económico acelerado, y en los primeros años de la década de los cincuenta, la inflación comienza a crecer. Finalmente, a partir de 1955, cuando la economía habría comenzado a estancarse, el resultado de la flexibilidad en la creación de dinero comenzó a impactar en la aceleración de la inflación.

Entre los numerosos aspectos que quedaron pendientes de este trabajo se resumen algunas líneas. Sería importante incorporar en el análisis el tipo de cambio y la relación entre la política monetaria y cambiaria. Además, un estudio del crédito al sector privado y al sector público puede brindar información complementaria. Por último, resultaría interesante incluir la evolución de la tasa de interés real, tomando en cuenta que la tasa de interés nominal estuvo regulada durante este período.

6) BIBLIOGRAFÍA

- Aboal, D. y Oddone, G.** (2003): “Reglas versus discrecionalidad: la política monetaria en Uruguay entre 1920 y 2000”, Jornadas BCU 2003, <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peiees/jor/2003/iees03j3180803.pdf>
- Acevedo Álvarez, E.** (1934): *La Gran Obra de los Poderes Constitucionales frente a la crisis*. Montevideo.
- Astori, D.** (2001): “Estancamiento, desequilibrios y ruptura, 1955-1972”, *El Uruguay del siglo XX. La economía, Instituto de Economía*, Ediciones Banda Oriental, págs. 65-94.
- Azar, P., Bertino, M., Bertoni, R., Fleitas, S., García Repetto, U., Sanguinetti, C., Sienna, M. y Torrelli, M.** (2009): *¿De quienes, para quienes y para qué? Las finanzas públicas en el Uruguay del siglo XX*, Editorial Fin de Siglo, Montevideo, Uruguay.
- Azar, P y Fleitas, S.** (2007): “Impulsos y frenos: las relaciones económicas entre Estados Unidos y Uruguay entre 1930 y 2005”, *Cuadernos del CLAEH* núm. 93-94, Montevideo.
- Banco Central del Uruguay** (1971): *Series Estadísticas Monetarias y Bancarias*, Departamento de Investigaciones Económicas del Banco Central de Uruguay, agosto de 1971.
- Banco de la República Oriental del Uruguay**, *Memorias*, 1950-1955.
- Banco de la República Oriental del Uruguay** (1918): *Banco de la República Oriental del Uruguay 1896-1917*, Talleres Gráficos A. Barreiro y Ramos, Montevideo.
- Banco de la República Oriental del Uruguay (1965)**, *Cuentas nacionales*. Montevideo.
- Banda, A.** (2008): “El Banco Central en la Economía Uruguaya”, *Revista de Economía*, segunda época, volumen 15, núm. 1, mayo, Montevideo.
- Bertino, M., Bertoni, R., Tajam, H. y Yaffé, J.** (2001): “Del estatismo a la regulación: medio siglo de política económica. La economía uruguaya 1900-1955 (III)”, Documento de Trabajo núm. 7/01, noviembre, Instituto de Economía, Montevideo.
- Bertino, M. y Tajam, H.** (1999): *El PBI de Uruguay 1900-1955*, Instituto de Economía, FCCEEyA, Montevideo.
- Bertino, M., Bertoni, R. y García Repetto, U.** (2004): “De quiénes, para quiénes y para qué. El fondo de diferencias cambiarias (1937-1959)”. *I Jornadas de Investigación*, AUDHE, 21-23 de julio, 2004.

- Bertino, M., Bertoni, R., Tajam, H. y Yaffé, J.** (2005): *La economía del Primer Batllismo y los años veinte: Historia Económica del Uruguay*, Tomo III. Editorial Fin de Siglo.
- Bertino, M., Bertoni, R., Tajam, H. y Yaffé, J.** (2003): “La larga marcha hacia un frágil resultado. 1900-1955”, *El Uruguay del Siglo XX. La Economía*, Instituto de Economía – Ediciones Banda Oriental, Montevideo.
- Bertino, M., Bertoni, R., Tajam, H. y Yaffé, J.** (2001): “Del estatismo a la regulación: medio siglo de política económica. La economía uruguaya 1900-1955 (III)”; Documento de Trabajo 7/01, Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración.
- Bértola, L.** (1991): *La industria manufacturera Uruguaya 1913-1961*, Facultad de Ciencias Sociales, CIEDUR, Montevideo.
- Bértola, L., Calicchio, L., Camou, M. y Porcile, G.** (1999): “Southern cone real wage compared: a purchasing power parity approach to convergence and divergence trends, 1870-1996”. Documento de Trabajo núm. 44, Unidad Multidisciplinaria, FCS, Montevideo.
- Bertoni, R. y Sanguinetti, C.** (2004): “Sostenibilidad fiscal en Uruguay (1930-1959)”, *Revista de Economía*, vol. 11, núm. 1, segunda época.
- Bucheli, M.** (1957): *El sistema dinerario del Uruguay*, Instituto de Teoría y Política Económica de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Montevideo.
- Cancela, W.** (1982): “Política monetarias y cambiarias en Uruguay”, *Cuadernos del CLAEH*, núm. 22, abril-junio, págs. 27-42.
- Cortés Conde, R.** (2010): “The monetary and banking reforms during the 1930 Depression in Argentina”, Documento de Trabajo núm. 98, Universidad de los Andes.
- Damonte, J. y Saráchaga, D.** (1971): “Evolución Monetaria del Uruguay (1896-1955)”, monografía, publicada por el Instituto de Economía, agosto.
- Donnangelo, A. y Millán, I.** (2006): “Uruguay 1870-2003: Un enfoque del crecimiento económico a través de la balanza de pagos”. Monografía para la obtención del título de Licenciado en Economía. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República.
- Donnangelo, A., y Tajam, H.** (2003): “Moneda y sistema bancario. Uruguay 1911-1930”. *Serie avances de investigación*. Instituto de Economía, marzo.

- Faroppa, L., Iglesias, E., y Wonsewer, I.** (1954): La creación de los medios de pago en el Uruguay ¿Responde a los objetivos actuales de la Política Económica?, *Instituto de Teoría y Política Económica*, FCEyA, núm. 4, Montevideo.
- Guerra, D., Larralde, L., y Moreira, A.** (2008): *El Banco República Oriental del Uruguay y su monopolio de la emisión de moneda nacional en 1907*, Banco de la República Oriental del Uruguay, Montevideo.
- Iglesias, E.** (1954): El redescuento bancario en la política monetaria nacional, *Instituto de Teoría y Política Económica*, FCEyA, núm. 5, Montevideo.
- Iglesias, E.** (1959): “El balance monetario del Uruguay. La generación y circulación de medios de pago (1946-1957)”, *Instituto de economía monetaria y cambiaria*, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, núm. 17, Montevideo.
- Instituto de Economía** (2003): *El Uruguay del siglo XX, La Economía (2003)*, Instituto de Economía, FCEyA, UdelAR, Ediciones de la Banda Oriental, Montevideo.
- Instituto de Economía** (1969): “*Uruguay. Estadísticas Básicas*”, Instituto de Economía, FCyA, UdelAR, diciembre.
- Jacob, R.** (2000): *El Banco de la República Oriental del Uruguay: Un Banco multifuncional*, Unidad Multidisciplinaria, Facultad de Ciencias Sociales, Documento de Trabajo núm. 51, junio.
- Jacob, R.** (1983): *El Uruguay de Terra 1931–1938*, Temas del Siglo XX, Ediciones de la Banda Oriental, Montevideo.
- Jacob, R.** (1981): *Uruguay 1929-1938: Depresión ganadera y desarrollo fabril*; Fundación de Cultura Universitaria, Montevideo.
- Maddison, A.** (2003): *The World Economy: Historical Statistics*, OECD, París.
- Maubrigades, S.** (2003): “Mercados de cambios en el Uruguay 1929-1975”, Serie Auxiliares de Investigación, núm. 1, Unidad Multidisciplinaria, FCS, UdelAR, Montevideo.
- Millot, J., Silva, C., y Silva, L.** (1973): *El desarrollo industrial del Uruguay: de la crisis de 1929 a la posguerra*, Instituto de Economía, Montevideo.
- Moreira, C., y Rodríguez L.** (2008): “Los dos empréstitos Hallgarten. Un análisis de las prácticas de crédito público en el Uruguay de la segunda mitad de los años veinte”, Jornadas de Investigación de la Asociación Uruguaya de Historia Económica, Montevideo, julio.

- Nahum, B. (coordinador)** (2007): *Estadísticas Históricas del Uruguay 1900-1950*. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República, Montevideo.
- Nahum, B., Cocchi, A., Frega, A., y Trochón, Y.** (1991): *Crisis política y la recuperación económica, 1930-1958*, Historia Uruguaya, tomo 7, Ediciones de la Banda Oriental, Montevideo.
- Rapoport, M. y colaboradores** (2000): *Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000)*, Ediciones Macchi, Argentina.
- Sanguinetti, C.** (2004): “Déficit, dinero e inflación”, Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, mimeo, Montevideo.
- Thorp, R.** (1998): *Progreso, pobreza y exclusión. Una historia de América Latina en el siglo XX*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.
- Vaz, D. E.** (1984): "La evolución del tipo de cambio real en el Uruguay. Una primera aproximación", Banco Central del Uruguay, Selección de temas núm 22, Montevideo.
- Zunino, G.** (2009): “La racionalidad de la política cambiaria en Uruguay durante la vigencia del control de cambios (1931-1959)”, en *Boletín de Historia Económica*, año 2009, núm. 8, Montevideo.

7) GLOSARIO

Autoridad monetaria: es la institución que ejerce el monopolio de la emisión, dirige la política monetaria y cambiaria y tiene facultades de supervigilancia y fiscalización del sistema bancario.

Base monetaria: Es el agregado monetario primario o dinero de alto poder. Está compuesto por las monedas y billetes puestos en circulación pública por el banco central y los saldos de las cuentas corrientes en moneda nacional que poseen los bancos comerciales en el banco central.

Creación secundaria: Es la creación de dinero que realizan los bancos comerciales.

Descuento: El descuento es la operación por la cual un banco adelanta el valor de un documento, realizando una quita a su valor nominal como cobro de intereses por adelantado.

Emisión: La emisión se define como la creación primaria de dinero, es decir, los billetes y monedas puestos en circulación pública por la institución con potestad para hacerlo, según las normas y regulaciones monetarias de cada país.

Encaje: El encaje es el activo disponible de los bancos comerciales (monedas y billetes en poder del banco y los depósitos a la vista de los bancos en el banco central).

Medios de pago (M1): Los medios de pago están compuestos por la emisión en poder del público y los depósitos a la vista en moneda nacional.

Masa monetaria (M2): La masa monetaria comprende la emisión en poder del público, los depósitos a la vista y los depósitos a plazo en moneda nacional.

Oferta de dinero: La oferta de dinero mide la cantidad de dinero que existe en la economía. La cantidad de dinero puede ser definida como medios de pago (M1) o como masa monetaria (M2).

Puntales de emisión: Son los activos utilizados como respaldo de la emisión de dinero y pueden ser de dos tipos: metálicos –ejemplo el oro y la plata– y fiduciarios –ejemplo: los documentos de redescuentos–.

Redescuento: El redescuento es un mecanismo mediante el cual la institución que ejerce como autoridad monetaria adelanta a otros bancos dinero sobre documentos que ya fueron descontados.

Velocidad de circulación del dinero: La velocidad de circulación del dinero indica el número de veces que cambia de manos una unidad monetaria en un determinado período de tiempo.

8) ANEXOS

Cuadro A1. Autorizaciones legales de emisión (en miles de pesos)

	Oro	Plata	Redescuentos Banco República (1)	Emisión menor	Red. Banca Privada	Capital BROU	TOTAL
1913	-	-	-	-	-	42.220	42.220
1914	4.000	-	-	-	-	32.375	36.375
1915	2.700	-	-	-	-	34.709	37.409
1916	2.537	-	-	-	-	37.236	39.773
1917	5.000	-	-	-	-	55.116	60.116
1918	25.000	-	-	-	-	37.136	62.136
1919	25.000	-	-	-	-	58.594	83.594
1920	25.000	-	-	-	-	65.392	90.392
1921	20.000	-	-	-	-	71.176	91.176
1922	20.000	-	-	-	-	74.299	94.299
1923	20.000	-	-	-	-	74.299	94.299
1924	17.000	-	-	-	-	83.598	100.598
1925	14.000	-	-	-	-	86.083	100.083
1926	11.000	-	-	-	-	88.627	99.627
1927	8.000	-	-	-	-	91.237	99.237
1928	5.000	-	-	-	-	93.656	98.656
1929	123.135	-	-	-	-	-	123.135
1930	103.007	-	-	20.000	-	-	123.007
1931	94.731	-	-	20.000	-	-	114.731
1932	91.137	-	-	20.000	-	-	111.137
1933	92.571	-	-	20.000	-	-	112.571
1934	90.336	-	-	20.000	-	-	110.336
1935	81.148	8.973	1.244	-	-	32.104	123.469
1936	81.148	9.483	1.959	-	-	35.000	127.590
1937	81.148	11.157	1.714	-	-	35.000	129.019
1938	98.498	11.157	3.880	-	-	35.000	148.535
1939	81.148	11.157	-	-	-	60.000	152.305
1940	81.148	11.157	-	-	-	60.000	152.305
1941	81.148	11.157	-	-	-	60.000	152.305
1942	81.148	9.727	-	-	-	60.000	150.875
1943	111.594	8.749	-	-	-	60.000	180.343
1944	111.594	11.157	-	-	-	60.000	182.751
1945	126.703	11.157	-	-	-	60.000	197.860
1946	172.355	11.157	-	-	-	60.000	243.512
1947	172.355	10.957	16.000	-	-	60.000	259.312
1948	202.736	10.057	25.000	-	-	60.000	297.793
1949	202.736	10.157	50.000	-	-	60.000	322.893
1950	255.813	9.857	50.000	-	2.194	70.000	387.864
1951	248.307	8.605	50.000	-	19.622	70.000	396.534
1952	248.307	8.405	50.000	-	58.921	70.000	435.633
1953	268.502	8.113	50.000	-	82.023	70.000	478.638
1954	248.307	7.613	50.000	-	158.068	70.000	533.988
1955	248.307	9.203	50.000	-	197.052	70.000	574.562
1956	248.307	8.803	50.000	-	251.664	70.000	628.774
1957	240.710	8.203	66.878	-	302.656	70.000	688.447
1958	215.634	8.853	63.639	-	460.395	80.000	828.521
1959	724.947	-	34.015	-	338.699	120.000	1.217.661
1960	1.002.949	-	89.002	-	378.644	-	1.470.595
1961	1.060.295	-	404.935	-	341.006	-	1.806.236
1962	922.943	-	191.904	-	442.141	-	1.556.988
1963	1.086.000	-	588.000	-	166.000	193.000	2.033.000

Fuente:
Banco Central del Uruguay (1971)
Notas:(1) Los redescuentos del BROU incluye los redescuentos del BHU para los años 1957 y 1958

Cuadro A.2. Emisión total, en poder del Banco República, bancos privados y del público
(en miles de pesos y en porcentaje)

	Emisión (en miles de pesos)				Emisión (en porcentaje)			
	En poder del Banco	En poder de Bancos	En poder del	Emisión	En poder del	En poder de	En poder del	Emisión Total
	República	Privados	público	Total	Banco República	Bancos Privados	público	
1900				13.187				
1901				14.238				
1902				15.983				
1903				16.188				
1904				16.695				
1905				17.314				
1906				19.237				
1907				20.531				
1908				21.595				
1909				22.883				
1910				23.689				
1911				29.081				
1912	1.816	3.055	28.265	33.136	5,5	9,2	85,3	100
1913	1.618	3.014	22.023	26.655	6,1	11,3	82,6	100
1914	826	4.571	25.820	31.217	2,6	14,6	82,7	100
1915	1.857	4.896	29.929	36.682	5,1	13,3	81,6	100
1916	1.923	5.002	30.895	37.820	5,1	13,2	81,7	100
1917	2.427	5.260	38.971	46.658	5,2	11,3	83,5	100
1918	2.915	6.858	51.928	61.701	4,7	11,1	84,2	100
1919	2.860	14.887	62.202	79.949	3,6	18,6	77,8	100
1920	2.758	27.101	41.042	70.901	3,9	38,2	57,9	100
1921	2.619	27.261	42.799	72.679	3,6	37,5	58,9	100
1922	3.097	20.467	47.096	70.660	4,4	29,0	66,7	100
1923	3.015	17.971	54.523	75.509	4,0	23,8	72,2	100
1924	3.062	17.381	54.846	75.289	4,1	23,1	72,8	100
1925	3.342	13.339	53.865	70.546	4,7	18,9	76,4	100
1926	3.477	16.889	54.284	74.650	4,7	22,6	72,7	100
1927	3.005	13.215	63.088	79.308	3,8	16,7	79,5	100
1928	2.461	10.159	57.866	80.486	3,1	12,6	71,9	100
1929	2.501	16.163	61.739	80.403	3,1	20,1	76,8	100
1930	4.314	21.006	55.868	82.188	5,2	25,6	68,0	100
1931	4.409	28.051	56.643	89.103	4,9	31,5	63,6	100
1932	4.559	39.356	48.798	92.713	4,9	42,4	52,6	100
1933	4.589	25.937	55.936	86.462	5,3	30,0	64,7	100
1934	4.269	21.769	61.640	87.678	4,9	24,8	70,3	100
1935	36.931	21.721	66.889	125.541	29,4	17,3	53,3	100
1936	25.996	13.553	90.613	130.162	20,0	10,4	69,6	100
1937	20.944	16.780	93.867	131.591	15,9	12,8	71,3	100
1938	25.267	11.880	96.538	133.685	18,9	8,9	72,2	100
1939	46.934	13.217	94.654	154.805	30,3	8,5	61,1	100
1940	34.000	14.362	106.593	154.955	21,9	9,3	68,8	100
1941	29.374	17.234	108.347	154.955	19,0	11,1	69,9	100
1942	37.615	17.287	116.623	171.525	21,9	10,1	68,0	100
1943	40.508	25.059	135.026	200.593	20,2	12,5	67,3	100
1944	29.583	28.626	145.162	203.371	14,5	14,1	71,4	100
1945	11.330	32.035	175.195	218.560	5,2	14,7	80,2	100
1946	30.310	37.716	196.206	264.232	11,5	14,3	74,3	100
1947	20.582	38.030	221.620	280.232	7,3	13,6	79,1	100
1948	29.417	40.575	249.771	319.763	9,2	12,7	78,1	100
1949	28.112	49.063	267.218	344.393	8,2	14,2	77,6	100
1950	29.343	50.001	330.020	409.364	7,2	12,2	80,6	100
1951	24.764	55.308	334.462	414.534	6,0	13,3	80,7	100
1952	30.785	56.924	365.925	453.634	6,8	12,5	80,7	100
1953	30.034	68.182	398.422	496.638	6,0	13,7	80,2	100
1954	50.050	61.842	450.096	561.988	8,9	11,0	80,1	100
1955	64.396	66.038	474.128	604.562	10,7	10,9	78,4	100
1956	53.945	68.482	536.347	658.774	8,2	10,4	81,4	100
1957	69.850	80.933	577.664	728.447	9,6	11,1	79,3	100
1958	73.591	92.865	732.125	898.581	8,2	10,3	81,5	100
1959	92.842	127.333	909.486	1.129.661	8,2	11,3	80,5	100
1960	74.000	189.000	1.240.000	1.503.000	4,9	12,6	82,5	100

Fuente: Banco Central del Uruguay (1971)

Cuadro A3. Medios de pago, masa monetaria y sus componentes (en miles de pesos)

Componentes de la masa monetaria (valores corrientes en miles de pesos)					
	Circulante en	Depósitos a la	Medios de	Depósitos a	Masa monetaria
	poder del público	vista	pago (M1)	plazo	(M2)
1912	28.265	23.063	51.328		
1913	22.023	17.807	39.830		
1914	25.820	16.505	42.325		
1915	29.929	20.762	50.691		
1916	30.895	29.886	60.781		
1917	38.971	38.315	77.286		
1918	51.928	44.461	96.389	34.368	130.757
1919	62.202	64.645	126.847	49.122	175.969
1920	41.042	52.077	93.119	54.970	148.089
1921	42.799	49.581	92.380	66.131	158.511
1922	47.096	44.654	91.750	65.275	157.025
1923	54.523	47.969	102.492	58.439	160.931
1924	54.846	38.929	93.775	57.817	151.592
1925	53.865	36.595	90.460	56.417	146.877
1926	54.284	43.156	97.440	65.484	162.924
1927	63.088	47.920	111.008	73.334	184.342
1928	57.866	47.447	105.313	82.170	187.483
1929	61.739	52.625	114.364	92.895	207.259
1930	55.868	56.227	112.095	101.714	213.809
1931	56.643	60.104	116.747	92.291	209.038
1932	48.798	70.932	119.730	89.552	209.282
1933	55.936	63.493	119.429	95.427	214.856
1934	61.640	60.450	122.090	96.805	218.895
1935	66.889	57.591	124.480	108.067	232.547
1936	90.613	55.389	146.002	127.210	273.212
1937	93.867	66.143	160.010	143.812	303.822
1938	96.538	59.810	156.348	155.598	311.946
1939	94.654	64.372	159.026	161.157	320.183
1940	106.593	64.847	171.440	166.362	337.802
1941	108.347	74.514	182.861	181.071	363.932
1942	116.623	80.983	197.606	194.699	392.305
1943	135.026	111.986	247.012	230.085	477.097
1944	145.162	158.545	303.707	258.766	562.473
1945	175.195	180.098	355.293	301.882	657.175
1946	196.206	206.855	403.061	336.954	740.015
1947	221.620	196.426	418.046	361.804	779.850
1948	249.771	210.791	460.562	396.024	856.586
1949	267.218	218.727	485.945	446.206	932.151
1950	330.020	259.306	589.326	506.686	1.096.012
1951	334.462	254.806	589.268	572.210	1.161.478
1952	365.925	274.155	640.080	602.939	1.243.019
1953	398.422	287.243	685.665	694.835	1.380.500
1954	450.096	289.354	739.450	770.604	1.510.054
1955	474.128	296.256	770.384	810.533	1.580.917
1956	536.347	314.601	850.948	919.266	1.770.214
1957	577.664	357.645	935.309	978.975	1.914.284
1958	732.125	484.717	1.216.842	1.121.666	2.338.508
1959	909.486	735.869	1.645.355	1.311.778	2.957.133
1960	1.240.000	930.546	2.170.546	1.545.198	3.715.744

Fuente: Banco Central del Uruguay (1971). Saldos al 31 de diciembre de cada año.

Cuadro A4. Componentes de la masa monetaria (en porcentaje)

Composición de la masa monetaria (en porcentaje)				
	Circulante en poder del público	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Masa monetaria (M2)
1918	39,7	34,0	26,3	100
1919	35,3	36,7	27,9	100
1920	27,7	35,2	37,1	100
1921	27,0	31,3	41,7	100
1922	30,0	28,4	41,6	100
1923	33,9	29,8	36,3	100
1924	36,2	25,7	38,1	100
1925	36,7	24,9	38,4	100
1926	33,3	26,5	40,2	100
1927	34,2	26,0	39,8	100
1928	30,9	25,3	43,8	100
1929	29,8	25,4	44,8	100
1930	26,1	26,3	47,6	100
1931	27,1	28,8	44,2	100
1932	23,3	33,9	42,8	100
1933	26,0	29,6	44,4	100
1934	28,2	27,6	44,2	100
1935	28,8	24,8	46,5	100
1936	33,2	20,3	46,6	100
1937	30,9	21,8	47,3	100
1938	30,9	19,2	49,9	100
1939	29,6	20,1	50,3	100
1940	31,6	19,2	49,2	100
1941	29,8	20,5	49,8	100
1942	29,7	20,6	49,6	100
1943	28,3	23,5	48,2	100
1944	25,8	28,2	46,0	100
1945	26,7	27,4	45,9	100
1946	26,5	28,0	45,5	100
1947	28,4	25,2	46,4	100
1948	29,2	24,6	46,2	100
1949	28,7	23,5	47,9	100
1950	30,1	23,7	46,2	100
1951	28,8	21,9	49,3	100
1952	29,4	22,1	48,5	100
1953	28,9	20,8	50,3	100
1954	29,8	19,2	51,0	100
1955	30,0	18,7	51,3	100
1956	30,3	17,8	51,9	100
1957	30,2	18,7	51,1	100
1958	31,3	20,7	48,0	100
1959	30,8	24,9	44,4	100
1960	33,4	25,0	41,6	100

Fuente: BCU (1971). Saldos al 31 de diciembre de cada año.

Cuadro A5. Créditos en moneda nacional del Banco República y la banca privada
(en miles de pesos)

Créditos en moneda nacional (en miles de pesos)			
	Banco	Banca Privada	Total
	República		
1929	118.605	91.723	210.328
1930	115.405	101.990	217.395
1931	106.555	98.283	204.838
1932	104.327	93.021	197.348
1933	95.910	96.530	192.440
1934	96.787	102.768	199.555
1935	87.655	106.347	194.002
1936	82.645	123.489	206.134
1937	90.105	138.128	228.233
1938	94.876	158.615	253.491
1939	100.787	156.816	257.603
1940	97.630	150.256	247.886
1941	99.780	165.899	265.679
1942	106.298	188.591	294.889
1943	106.915	200.215	307.130
1944	109.214	212.660	321.874
1945	115.679	245.064	360.743
1946	138.679	279.415	418.094
1947	184.057	328.551	512.608
1948	248.987	375.001	623.988
1949	273.510	402.404	675.914
1950	287.250	466.525	753.775
1951	359.602	575.019	934.621
1952	400.364	624.371	1.024.735
1953	402.690	718.176	1.120.866
1954	440.627	894.568	1.335.195
1955	520.184	980.806	1.500.990
1956	610.698	1.152.868	1.763.566
1957	724.747	1.303.124	2.027.871
1958	823.079	1.591.475	2.414.554
1959	1.000.209	2.052.866	3.053.075

Fuente: Banco Central del Uruguay (1971)

Cuadro A6. Depósitos a la vista y depósitos a plazo en moneda nacional (en miles de pesos)

	Depósitos a la vista m/n			Depósitos plazo m/n		
	Dep vista m/n	Dep vista m/n	Dep vista m/n	Dep. plazo	Dep. plazo	Dep plazo m/n
	BROU	privado	total	BROU	banca privada	suma total
1929	14.762	37.863	52.625	50.001	42.894	92.895
1930	14.808	41.419	56.227	51.273	50.441	101.714
1931	16.514	43.590	60.104	43.418	48.873	92.291
1932	16.692	54.240	70.932	42.206	47.346	89.552
1933	19.301	44.192	63.493	46.960	48.467	95.427
1934	17.247	43.203	60.450	44.337	52.468	96.805
1935	18.282	39.309	57.591	46.194	61.873	108.067
1936	18.496	36.893	55.389	49.743	77.467	127.210
1937	22.118	44.025	66.143	54.604	89.208	143.812
1938	18.195	41.615	59.810	57.991	97.607	155.598
1939	19.956	44.416	64.372	62.752	98.405	161.157
1940	23.162	41.685	64.847	71.633	94.729	166.362
1941	23.590	50.924	74.514	78.554	102.517	181.071
1942	25.005	55.978	80.983	81.985	112.714	194.699
1943	30.684	81.302	111.986	91.970	138.115	230.085
1944	45.030	113.515	158.545	106.990	151.776	258.766
1945	48.810	131.288	180.098	138.486	163.396	301.882
1946	57.636	149.219	206.855	141.268	195.686	336.954
1947	64.130	132.296	196.426	154.553	207.251	361.804
1948	57.899	152.892	210.791	163.894	232.130	396.024
1949	66.047	152.680	218.727	174.120	272.086	446.206
1950	76.917	182.389	259.306	183.036	323.650	506.686
1951	66.292	188.514	254.806	199.251	372.959	572.210
1952	69.493	204.662	274.155	201.822	401.117	602.939
1953	65.206	222.037	287.243	218.674	476.161	694.835
1954	73.630	215.724	289.354	238.683	531.921	770.604
1955	71.306	224.950	296.256	239.056	571.477	810.533
1956	58.373	256.228	314.601	285.330	633.936	919.266
1957	72.732	284.913	357.645	268.038	710.937	978.975
1958	85.722	398.995	484.717	275.989	845.677	1.121.666
1959	139.980	595.889	735.869	293.170	1.018.608	1.311.778

Fuente: Banco Central del Uruguay (1971)

Cuadro A7. Tenencias de oro (en miles de pesos)

Tenencias de oro en miles de pesos	
1929	65.950
1930	59.507
1931	50.924
1932	46.730
1933	48.629
1934	46.643
1935	45.208
1936	48.286
1937	42.921
1938	110.544
1939	113.408
1940	137.231
1941	151.788
1942	135.789
1943	183.520
1944	238.125
1945	295.704

Nota: incluye oro en el Dpto. Bancario (en Montevideo y en el exterior) y en el Dpto de Emision a partir de 1935.
Fuente: BROU, Memoria 1951-1955

Cuadro A8. Reservas internacionales (en miles de pesos)

Reservas internacionales en miles de pesos	
1929	139.751
1930	126.098
1931	107.910
1932	99.023
1933	103.047
1934	98.838
1935	95.798
1936	102.320
1937	90.951
1938	234.247
1939	240.316
1940	290.798
1941	321.645
1942	249.562
1943	398.216
1944	614.554
1945	701.123
1946	728.074
1947	631.608
1948	685.610
1949	783.458
1950	1.092.778
1951	606.925
1952	778.011
1953	925.620
1954	764.441
1955	643.548
1956	802.100
1957	910.720
1958	1.213.751
1959	1.545.654
1960	1.261.176

Fuente: Elaboración propia en base a BROU, Memoria 1951-1955;
 BROU Suplemento estadístico de la Revista de Economía, varios números
 e IECON (1969): Estadísticas Básicas

CuadroA9. PBI real en miles de pesos de 1983, exportaciones e importaciones y saldo de la balanza comercial en miles de dólares

	PBI real (miles de pesos de 1983)	Exportaciones (miles de dólares corrientes)	Importaciones (miles de dólares corrientes)	Saldo de Balanza Comercial (miles de dólares corrientes)
1929	51.655	92.790	90.284	2.506
1930	56.454	78.695	78.785	-90
1931	50.698	36.152	41.219	-5.068
1932	46.282	27.220	36.133	-8.913
1933	45.501	38.969	37.585	1.384
1934	50.740	28.842	25.441	3.401
1935	54.741	37.761	24.577	13.184
1936	56.525	45.017	33.110	11.907
1937	59.055	52.814	42.049	10.765
1938	62.538	27.747	21.434	6.313
1939	64.017	36.727	52.146	-15.419
1940	61.198	41.531	54.934	-13.402
1941	65.058	52.401	63.135	-10.734
1942	59.594	49.722	63.662	-13.940
1943	57.858	84.373	63.807	20.566
1944	66.118	97.559	72.446	25.113
1945	69.426	122.013	93.696	28.317
1946	77.521	149.102	147.419	1.683
1947	77.687	159.266	215.106	-55.840
1948	80.117	126.088	200.430	-74.342
1949	88.742	191.660	181.235	10.425
1950	99.093	262.055	200.827	61.228
1951	109.431	233.004	373.010	-140.006
1952	107.792	190.547	256.920	-66.373
1953	118.818	265.782	195.233	70.549
1954	123.637	248.958	274.451	-25.493
1955	127.981	183.678	225.958	-42.280
1956	130.208	211.054	205.794	5.260
1957	131.523	128.219	226.443	-98.224
1958	126.788	155.101	134.649	20.452
1959	123.238	97.798	214.133	-116.335
1960	127.708	129.400	244.440	-115.040

Fuente: PBI de Bertino y Tajam (1999),
Exportaciones e Importaciones a partir de cifras usadas en Donnángelo y Millán (2006); Azar y Fleitas (2007)