

## ÍNDICE

AUTORES .....	3
ACRÓNIMOS:.....	5
INTRODUCCIÓN.....	9
CAPÍTULO 1: 1960-1966 .....	15
CAPÍTULO 2: 1967-1973 .....	45
CAPÍTULO 3: 1974-1984 .....	107
CAPÍTULO 4: 1985-1989 .....	145
CAPÍTULO 5: 1990-1994 .....	161
CAPÍTULO 6: 1995-2001 .....	185
CAPÍTULO 7: 2002-2007 .....	217
CAPÍTULO 8: 2008-2015 .....	301
ANEXO I: TABLA CRONOLÓGICA .....	333
ANEXO II: AUTORIDADES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY .....	364
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	369
DOCUMENTACIÓN REVISADA .....	376
ENTREVISTAS.....	383



## AUTORES<sup>1</sup>

**Ariel Banda** es contador público economista, egresado de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de la República. Fue profesor de Economía y Política Monetaria en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de la República y profesor en el Posgrado en Finanzas de la misma casa de estudios. Actualmente es profesor de Economía Monetaria en el Politécnico de Punta del Este. Culminó su larga carrera en el Banco Central del Uruguay como subgerente general de la institución (1993-1999) y se desempeñó como vicepresidente del Nuevo Banco Comercial (2005-2007).

**Julio de Brun** es economista, contador público, egresado de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de la República. Es profesor de Economía y Política Monetaria y Teoría del Crecimiento Económico en la Licenciatura en Economía, y de Ingeniería Financiera – Derivados II en la Maestría en Finanzas, ambas carreras en la Universidad ORT Uruguay. Es actualmente, además, consultor económico financiero. Fue Director Ejecutivo de la Asociación de Bancos Privados del Uruguay (2006-2014), presidente del Banco Central del Uruguay (2002-2005) y presidente de la Corporación Nacional para el Desarrollo (2000-2002). Ha realizado investigaciones y publicaciones en temas de política monetaria y cambiaria, mercados financieros y de capitales, economía laboral y crecimiento económico.

**Juan Andrés Moraes** es Ph.D. en Ciencia Política por la University of Notre Dame y es profesor adjunto en el Departamento de Ciencia Política en la Universidad de la República. Actualmente es coordinador del Área de Instituciones y Actores Políticos del Departamento de Ciencia Política y sus publicaciones han aparecido en libros y revistas nacionales e internacionales. Es coautor con Daniel Buquet y Daniel Chasquetti del “Enfermo Imaginario” (FCS, 1998), coeditor con Diego Aboal de “Economía Política en Uruguay” (Trilce, 2003), mientras que otros trabajos más recientes han sido publicados en Penn State University Press, Harvard University Press, Comparative Political Studies, Party Politics y Latin American Politics and Society.

**Gabriel Oddone** es Doctor en Historia Económica por la Universidad de Barcelona y Economista por la Universidad de la República (Uruguay). Es socio de CPA Ferrere e investigador del Centro de Investigación Económica (CINVE). Es profesor titular de Política Económica en la Universidad de la República y fue profesor titular en la Universidad ORT (2000-2009) de Historia Económica del Uruguay y Política Económica. Ha trabajado como consultor para el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial en temas relacionados con políticas públicas en Argentina, Bolivia, Chile, Ecuador, Estados Unidos, México, Paraguay y Uruguay. Ha publicado trabajos sobre economía política, crecimiento, comercio internacional e historia económica.

---

<sup>1</sup> Las opiniones expresadas en el presente libro, así como los eventuales errores que pueda contener, son de responsabilidad exclusiva de los autores no comprometiendo en modo alguno al Banco Central del Uruguay y a las instituciones a las que pertenecen.



## ACRÓNIMOS:

ACDE: Asociación Cristiana de Dirigentes de Empresa  
AEBR: Asociación de Empleados del Banco República  
AEBU: Asociación de Empleados Bancarios  
AFAPs: Administradoras de Fondos de Pensión  
AFE: Asociación de Ferrocarriles del Estado  
AGESIC: Agencia de Gobierno Electrónico y Sociedad de la Información y del Conocimiento  
AMC: Asset Management Companies  
ARESBANK: Banco Árabe Español  
Bandes: Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social  
BANESTO: Banco Español de Crédito  
BANFED: Banca Federada del Interior  
BC: Banco Comercial  
BCO: Banco La Caja Obrera  
BCU: Banco Central del Uruguay  
BEVSA: Bolsa Electrónica de Valores  
BHU: Banco Hipotecario del Uruguay  
BID: Banco Interamericano de Desarrollo  
BIRP: Banco de Italia y Río de la Plata  
BPA: Banco de Pan de Azúcar  
BROU: Banco de la República Oriental del Uruguay  
BSE: Banco de Seguros del Estado  
CAF: Comisión de Análisis Financiero  
CGS&H: Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton  
CEMLA: Centro de Estudios Monetarios de América Latina  
CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe  
CIAP: Comité Interamericano de la Alianza para el Progreso  
CIDE: Comisión para la Inversión y el Desarrollo Económico  
CND: Corporación Nacional para el Desarrollo  
CONAPRO: Comisión Nacional Programática  
COPAB: Corporación de Protección del Ahorro Bancario  
COPOM: Comité de Política Monetaria  
COPRIN: Comisión de Productividad, Precios e Ingresos  
COSENA: Consejo de Seguridad Nacional  
DGI: Dirección General Impositiva

DINARP: Dirección Nacional de Relaciones Públicas  
DPN: Devaluation-Protected Note  
EMBI: Emerging Markets Index  
ESMACO: Estado Mayor Conjunto  
FCEA: Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, UDELAR  
FED: Reserva Federal  
FESB: Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario  
FFSB: Fondo de Fortalecimiento del Sistema Bancario  
FMI: Fondo Monetario Internacional  
FNV: Fondo Nacional de Viviendas  
FONASA: Fondo Nacional de Salud  
FRPB: Fondos de Recuperación del Patrimonio Bancario  
ILPES: Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social  
IMAGRO: Impuesto a las Actividades Agropecuarias  
IMPROME: Impuesto a la Producción Mínima Exigible de las Explotaciones Agropecuarias  
IRA: Impuesto a las Rentas Agropecuarias  
IRIC: Impuesto a las Rentas de la Industria y el Comercio  
IRP: Impuesto a la Retribuciones Personales  
ISI: Industrialización Sustitutiva de Importaciones  
JOOGG: Junta de Oficiales Generales  
LRM: Letras de Regulación Monetaria  
MAE: Monetary and Exchange Affairs  
MCC: Movimiento Cívico Cristiano  
MEF: Ministerio de Economía y Finanzas  
NBC: Nuevo Banco Comercial  
NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera  
OEA: Organización de Estados Americanos  
OHR: Obligación Hipotecaria Reajutable  
OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo  
OPP: Oficina de Planeamiento y Presupuesto  
PADUL: Patrimonio, Activos, Dirección, Utilidades y Liquidez  
PDR: Departamento de Revisión de Políticas y Desarrollo (por su nombre en inglés)  
PIB: Producto Interno Bruto  
PLAE: Plan de Adecuación a Estándares Internacionales  
PNB: Producto Nacional Bruto  
PNV: Plan Nacional de Vivienda

RPN: Responsabilidad Patrimonial Neta  
SDRM: Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (por su sigla en inglés)  
SEPLACODI: Secretaría de Planeamiento, Coordinación y Difusión  
SIF: Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera  
SPAB: Superintendencia de Protección de Ahorro Bancario  
SSF: Superintendencia de Servicios Financieros  
TCB: Trade & Commerce Bank  
TMU: Technical Memorandum of Understanding  
UAIP: Unidad de Acceso a la Información Pública  
UBD: Unión Blanca Democrática  
UBUR: Unión de Bancos del Uruguay  
UI: Unidades Indexadas  
UIAF: Unidad de Información y Análisis Financiero  
UR: Unidad Reajutable  
WHD: Departamento del Hemisferio Occidental (por su nombre en inglés),  
WEO: World Economic Outlook



## INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

“(…) Es el Banco Central de los Enrique Iglesias, es el Banco Central de los Juan Olascoaga, de los Ariel Banda, de los Enrique Goberna, de los Daniel Vaz y es también el Banco Central de los Umberto Della Mea (…)”

Mario Bergara, 11 de noviembre de 2008<sup>2</sup>

El Banco Central del Uruguay (BCU), próximo a cumplir los cincuenta años desde su creación, es de las instituciones más jóvenes de su tipo en el continente americano<sup>3</sup>, el cual vio surgir la mayor parte de sus bancos centrales entre 1910 y 1940. En Uruguay, el rol de la autoridad monetaria fue ejercido por el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) fundado en 1896. Uruguay fue así uno de los primeros países del continente en crear un banco nacional emisor de dinero, pero fue de los últimos en separar la función de emisión de dinero de la de la banca comercial.

La creación de una institución especializada en la función banco centralista aproximadamente setenta años después de contar con un banco estatal con monopolio de la emisión de moneda fue, probablemente, consecuencia del prestigio e influencia política del BROU<sup>4</sup>. Esa capacidad le permitió conservar funciones de banco comercial y banco central aún luego de crisis severas que podrían haber afectado su credibilidad<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup>En setiembre de 2015 el Banco Central del Uruguay encomendó la redacción del presente libro a Ariel Banda, Julio de Brun, Juan Andrés Moraes y Gabriel Oddone. El encargo fue hecho gracias a una convocatoria pública (Licitación Abreviada 2015 LA-PC-00006). La presente publicación implica que para el Banco Central del Uruguay la obra cumple con los estándares de calidad establecidos por el pliego particular de condiciones de la mencionada convocatoria. Sin perjuicio de ello, es necesario subrayar que las opiniones expresadas en él, así como los eventuales errores que pueda contener, son de responsabilidad exclusiva de los autores no comprometiendo en modo alguno, por tanto, al Banco Central del Uruguay.

<sup>2</sup> Fragmento del discurso realizado en oportunidad de la toma de posesión del cargo de Presidente del BCU, Acta de Directorio de 11 de noviembre de 2008.

<sup>3</sup> Todos los bancos centrales creados o reestructurados en el continente americano con posterioridad al uruguayo se concentran en la región del Caribe. El Banco Central de Cuba, creado en 1997 separando las funciones banco centralistas que venía realizando, con diversas reestructuras, el Banco Nacional de Cuba desde 1948, es el más reciente. Los otros bancos centrales americanos más jóvenes que el de Uruguay son el *Eastern Caribbean Central Bank* (ECCB), de 1983, el Banco Central de Belice, de 1982, y el de Barbados, de 1972. En Haití, a diferencia de la experiencia de muchos bancos centrales que se crearon a partir de la separación de funciones de un banco comercial que era, a la vez, emisor, el *Banque Nationale de Crédit* (BNC) se escindió en 1979 como banco comercial del *Banque Nationale de la République d’Hati* (BNRH), creado en 1910, que continuó cumpliendo funciones de banco central. Visto de esa forma, el BNRH sería, de los que aún existen, el banco central más antiguo del continente.

<sup>4</sup> Mientras que al menos un expresidente de la República continuó sus funciones públicas como presidente del BROU, al menos dos presidentes del BROU fueron luego presidentes de la República y varios ex ministros de Economía o Hacienda fueron luego presidentes del BROU, sólo dos ex ministros de Economía han sido luego presidentes del BCU (incluido el actual, Mario Bergara).

<sup>5</sup> En 1935 el legislador colorado Joaquín Márquez presentó un proyecto de ley de creación de un banco central que fue rechazado en su propio Partido, que era el gobernante. En el cuarto de siglo siguiente las iniciativas de creación de un banco central provinieron de la oposición, incluyendo los proyectos de reforma constitucional de los ruralistas en 1958 y 1962.

A pesar de lo anterior, el desgaste asociado a la inflación crónica en la segunda mitad de los años cincuenta, sumado a los crecientes problemas de insuficiencia de reservas internacionales y coronado por la crisis bancaria de 1965, ambientaron un consenso político para crear un banco central en la segunda mitad de los años sesenta. Según Garcé (2002), el cambio de posición del Partido Colorado en cuanto a la creación de un banco central fue parte de una estrategia para no permitir que el Partido Nacional liderara innovaciones institucionales. Una interpretación alternativa podría ser que la defensa de las atribuciones institucionales del BROU constituyó un típico caso de “captura de agencia”, en la que el agente (el BROU) pudo mantener el apoyo de los sectores políticos que ejercían el gobierno en tanto pudo demostrar su eficacia en preservar la estabilidad económica y financiera mediante el uso de instrumentos que le conferían poder, como eran el control de cambios e, incluso, la supervisión sobre sus propios competidores. Una vez que esa eficacia fue puesta en duda, las posturas técnicas en la materia, como las incluidas en el Plan Nacional de Desarrollo de la Comisión de Inversiones y Desarrollo (CIDE) y las conclusiones de los trabajos del Consejo Asesor de la Reforma Administrativa, que desde 1964 venía analizando las recomendaciones de la CIDE en esa área, así como las tendencias internacionales, que se venían decantando desde los años veinte hacia una especialización en la función banco centralista, alentaron un amplio consenso en el sistema político sobre la creación del Banco Central. Ese mismo consenso hizo que el sistema político uruguayo aceptara con naturalidad que el Secretario Técnico de la CIDE y vicepresidente del Consejo Asesor de la Reforma Administrativa, Enrique Iglesias, se convirtiera en el primer presidente del Banco Central del Uruguay en 1967<sup>6</sup>.

Este libro, encomendado por las autoridades actuales del Banco Central del Uruguay a sus autores a partir de un proceso competitivo de adjudicación, tiene el propósito de describir y analizar los principales acontecimientos que conforman los primeros cincuenta años de vida del Banco. En ningún caso debe ser considerado como una *historia oficial*, sino como el resultado de un trabajo académico realizado por un grupo de investigadores independientes que revisó documentación, prensa de época y bibliografía, y mantuvo entrevistas con protagonistas de la historia política y económica de Uruguay entre 1967-2015 para responder preguntas y extraer conclusiones sobre la historia del Banco Central.

Sin perjuicio de lo anterior, hemos tratado de que los acontecimientos nacionales e internacionales, los problemas políticos y económicos y, en definitiva, los sabores y sinsabores por las decisiones adoptadas sean examinados desde la óptica del BCU. Éste cuenta *su* historia a través de la mirada de sus autoridades, sus funcionarios jerárquicos y otras personalidades políticas contemporáneas con las que interactúa. De esta forma,

---

<sup>6</sup> En realidad, Enrique Iglesias era el candidato natural a dirigir la Oficina de Planeamiento y Presupuesto (OPP) en tanto “sucesora” de la CIDE. Al declinar Luis Faroppa el Ministerio de Economía y Finanzas un nuevo reordenamiento de cargos lo puso en el Banco Central.

este texto es un ensayo de cómo el Banco Central y la sociedad uruguaya en la que está inserto analizan, interpretan, enfrentan y resuelven sus problemas.

Seguramente en las páginas que siguen habrá descripciones incompletas, omisiones, e interpretaciones controversiales que estimularán a otros colegas a completar el trabajo que aquí se desarrolla. En cualquier caso, los autores de este libro estamos convencidos de que el material reunido y los textos producidos permiten tener una aproximación a la historia de una institución que ha sido protagonista destacada de la vida política y económica de Uruguay en el último medio siglo.

El libro está dividido en ocho capítulos y se complementa con una cronología comparada que resume los principales acontecimientos que influyeron y se relacionaron con el Banco Central desde su fundación. El primer capítulo se ocupa del contexto que precedió la creación del Banco Central, mostrando cómo la inestabilidad financiera asociada a la estanflación de la década sesenta impulsó al sistema político a fortalecer la institucionalidad responsable de la política monetaria y de la regulación y supervisión bancaria.

El capítulo 2 se concentra de los azarosos y convulsos primeros seis años de vida del Banco Central (1967-1973). Con una conducción política sujeta a continuos cambios y el desempeño de un rol secundario en el plan de estabilización de 1968, el Banco Central debió procesar la organización de sus funciones afrontando dificultades en otros frentes, además del relacionado con la política monetaria y cambiaria. Primero, en la gestión de las reservas internacionales y su acción como agente financiero del gobierno el Banco Central debió lidiar con las secuelas del accionar del BROU durante la crisis de 1965. Segundo, debió reorganizar las funciones que desempeñaba el Departamento Bancario del BROU sobre un esquema regulatorio bastante laxo que, además, no contaba (ni lo haría aún por varios años), con legislación que lo habilitara a sancionar a los bancos públicos, entre ellos el BROU. Tercero, debió enfrentar problemas derivados de la crisis de 1965 lo que le obligó a contar con un procedimiento de administración del patrimonio de las entidades bancarias en liquidación. Cuarto, la ausencia de una Carta Orgánica para el Banco Central, lo obligó a actuar por muchos años sin un marco jurídico que regulase completamente su actuación. Quinto, nacido sin presupuesto y sin recursos humanos y materiales, debió dedicar tiempo y esfuerzo para organizarse funcionalmente, reclutar su personal y buscar una localización apropiada hasta instalarse en su sede actual en 1971.

El capítulo 3 está dedicado al período 1974-1985. En él se describe el papel destacado que le confirieron al banco las reformas financieras profundas promovidas por el gobierno de facto a partir de 1974. El capítulo analiza también el papel del Banco Central en el plan de estabilización implementado entre 1978 y 1982, así como en la gestión de la crisis de 1982. En este período se introducen transformaciones en su funcionamiento y organización que le van dando una personalidad banco centralista más definida. Si bien en esa etapa se introdujeron cambios en la regulación bancaria, éstos no permitieron contrarrestar los desequilibrios que la propia liberalización financiera alentó.

El capítulo 4 se encarga de los años de la recuperación democrática (1985-1989) que se corresponden con la Presidencia de Ricardo Pascale en el Banco Central. Durante ese difícil período comprendido entre la crisis financiera y el Plan Brady, el Banco Central fue un protagonista clave en la gestión de tres problemas heredados de 1982. Primero, debió contribuir a gestionar la política económica en un escenario de aspiraciones fuertemente disociadas de las severas restricciones financieras del sector público. En particular, la presión de la elevada deuda externa fue dominante en la agenda de las autoridades y personal técnico del Banco en esos años. Segundo, tuvo que enfrentar los desafíos del sistema financiero derivados de las refinanciamientos de la deuda privada. Tercero, debió lidiar con innumerables problemas de un sistema bancario sobredimensionado y que alojaba elevados riesgos de insolvencia. A pesar de lo anterior, el Banco logró consolidar en el período acciones para seguir fomentando la profesionalización de su capital humano, al tiempo que estimuló como nunca antes el debate plural de la disciplina económica gracias a la organización de las Jornadas Anuales de Economía.

El capítulo 5 abarca el período 1990-1994 y se ocupa de repasar tres temas en los que el Banco Central tuvo un papel destacado: la reestructura de la deuda externa en el marco del Plan Brady, la implementación de lo que terminaría siendo el primer plan de estabilización exitoso en casi cuatro décadas y la propia reorganización interna del Banco.

El capítulo 6 está dedicado a repasar el período 1995-2001 en el que se aprueba, luego de casi tres décadas de existencia, su primera Carta Orgánica. Asimismo, se encarga de evaluar las condiciones macroeconómicas y de gestión del sistema financiero que imperaron en el período y que contribuyeron a explicar la gestación de la crisis de 2002.

El capítulo 7 está dedicado al período 2002-2007. En él, en primer lugar, se describe y analiza el papel del Banco en la gestión de la crisis bancaria, así como en la administración de las consecuencias que la crisis tuvo sobre las finanzas públicas a partir de 2003. Asimismo, el capítulo se encarga de describir los cambios que tuvieron lugar en la política monetaria luego de abandonada el ancla cambiaria y las profundas transformaciones que la regulación y la supervisión bancaria tuvieron en los años posteriores a la crisis.

Finalmente, el capítulo 8 se ocupa del período 2008-2015 con foco en el papel del Banco en la gestión macroeconómica y en las transformaciones institucionales. Algunas de estas últimas fueron de naturaleza interna, se centraron en la gestión y contribuyeron a modificar algunos aspectos de la cultura organizacional. Otros, requirieron modificaciones que terminaron en la aprobación de una nueva Carta Orgánica en 2008. Este nuevo texto consolidó cambios que ya habían sido introducidos e incorporó una nueva estructura organizacional. Asimismo, incorporó innovaciones sobre el relacionamiento del Banco con el Poder Ejecutivo y el Poder Legislativo.

Los autores desean agradecer la invaluable colaboración de María José Fernández en la edición de los textos, cuadros y gráficos incluidos en el libro, en el apoyo a la realización de las entrevistas y en la preparación de la cronología. La asistencia de Santiago

Acerenza en la revisión de la bibliografía, la prensa de época y las actas de Comisiones Parlamentarias y del Directorio del Banco Central, fue muy importante. También fue muy útil su colaboración en la preparación de la cronología. Finalmente, es necesario destacar las valiosas contribuciones de Cecilia de Brun, Germán Deagosto, Diego Lujan, Sebastián Ithurralde y Simón Waisrub en la preparación de los contenidos de los capítulos 5,6 y 8.



## CAPÍTULO 1: 1960-1966

### 1

José Pedro Aramendía, entonces presidente del Directorio del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU, o Banco República) se encontraba en la mañana del 3 de mayo de 1965 en Punta del Este, preparando la conferencia con la que, en su carácter de anfitrión, debía inaugurar la Segunda Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América, que ese año el Centro de Estudios Monetarios de América Latina (CEMLA) había organizado en la sede del Country Club. Pero su atención por “la formación y manejo de un fondo común de reservas latinoamericanas y las relaciones entre las políticas y situaciones cambiarias y la política monetaria” se vio distraída por una noticia publicada por el diario El País. Según dicho medio de prensa, durante la semana previa se había realizado una reunión entre el Ministro de Hacienda nacionalista, Daniel Hugo Martins, y el diputado de la lista 15 del Partido Colorado, Jorge Batlle Ibañez, en la que se habría acordado solicitar la renuncia de todos los integrantes del Directorio del BROU, tanto los tres que representaban al gobernante Partido Nacional como los dos designados a propuesta del principal grupo de la oposición. “Yo saco a los míos y tú a los tuyos”, habrían sido las palabras de Batlle a Martins, durante una conversación entre ambos en el Palacio Legislativo.

Muchos problemas poblaban los pensamientos de Aramendía en esos días. El sistema financiero había vivido una aguda crisis, iniciada en diciembre del año anterior cuando el Banco Transatlántico del Uruguay comenzó a sufrir una corrida en sus depósitos, que luego fue ganando en intensidad, derramándose hacia el resto de las instituciones financieras privadas. El punto culminante de la corrida se produjo luego del feriado de Semana Santa, cuando el apoyo financiero del BROU al Banco Transatlántico alcanzó tal magnitud que obligó a aquel a intervenirlo el 21 de abril<sup>1</sup>. La propagación de la corrida hacia el resto de la banca privada fue ahogada por el paro dispuesto en una asamblea realizada en el Platense Patín Club el 22 de abril por la Asociación de Empleados Bancarios (AEBU), ante la indecisión del gobierno de decretar la suspensión general de la actividad bancaria<sup>2</sup>, por lo que la actividad en los bancos privados había quedado suspendida desde el día siguiente<sup>3</sup>. El Poder Ejecutivo acababa de promulgar la Ley 13.330 del 30 de abril, por la que se introducía un fondo de garantía de depósitos, se dictaban diversas normas de orientación del crédito y se establecían las bases para un

---

<sup>1</sup> Los retiros de depósitos del Banco Transatlántico durante los días 20 y 21 de abril equivalieron a un 10% de la disponibilidad de caja del BROU al cierre de marzo. La intervención entró en vigencia el día 22.

<sup>2</sup> Ese evento suele ser recordado entre los bancarios como el “paro patriótico”. No había coincidencia entre los integrantes del Poder Ejecutivo en cuanto a la necesidad de suspender en forma generalizada la actividad bancaria, en buena medida como consecuencia de la falta de información sobre la gravedad del asunto, producto del distanciamiento entre las autoridades del BROU y los integrantes del Consejo Nacional de Gobierno. Según Martins, el ministerio de Hacienda no había tomado conocimiento de la gravedad de la situación del Banco Transatlántico hasta el 19 de abril, cuando finalmente tuvo acceso a los informes del Departamento de Emisión. Mientras que los líderes del gremio de los bancarios privados sostenían que los bancos no podían reabrir al público hasta tanto no se dieran condiciones de estabilidad y confianza, en el Poder Ejecutivo se entendía que ello se lograría con las medidas a estudio del Parlamento para fortalecer el sistema financiero. El martes 27 la posibilidad de decretar un feriado bancario fue considerada en el Consejo Nacional de Gobierno, pero fue rechazada por unanimidad.

<sup>3</sup> El BROU continuaba abierto al público ya que en la asamblea de la Asociación de Empleados del Banco República (AEBR) del 24 de abril se había rechazado el paro.

redimensionamiento del sistema bancario. Pero la renuencia del gobierno en tomar medidas drásticas para frenar la corrida le estaba costando la pérdida del control de la conducción de la salida de la crisis. La reapertura de los bancos privados había quedado condicionada a la aprobación de una ley en cuya discusión estaba inmerso el Parlamento en ese momento, por la que se resolvía la situación de los empleados bancarios afectados por la reestructura del sistema.

Algunos números de la economía ya comenzaban a reflejar los efectos de la crisis financiera. La expansión monetaria que el BROU debió realizar en esos meses para apoyar financieramente al Banco Transatlántico alimentó una especulación contra el peso uruguayo que corrió en paralelo con el retiro de los depósitos bancarios. El tipo de cambio oficial pasó de \$ 18,70 a \$ 24<sup>4</sup> en el mes de marzo, pero aun así la brecha con el cambio en el mercado paralelo se mantuvo por encima del 40% (Vaz, 1999)<sup>5</sup>. La escasez endémica de reservas internacionales en el BROU se acentuó en ese comienzo de 1965, al punto que en abril se incumplió un compromiso con el Chase Manhattan<sup>6</sup>. La inflación venía promediando un 3,4% mensual en los primeros cuatro meses del año, para cerrar en los doce meses finalizados en abril en 44,1%, contra el 35,4% registrado en el año 1964.

Ahora, de la crisis económica y financiera comenzaba a emerger una crisis institucional en el Banco República. Aramendía envió un telegrama desde Punta del Este al presidente del Consejo Nacional de Gobierno, Washington Beltrán, señalándole que no estaba dispuesto a renunciar y que debía procederse por los mecanismos previstos en la Constitución<sup>7</sup>.

Finalizada la Conferencia del CEMLA, Aramendía retornó a Montevideo para reunirse, el 7 de mayo, con el embajador uruguayo en Estados Unidos, Juan Felipe Yriart, para discutir los términos de la propuesta de renegociación de la deuda del Banco República con los acreedores externos. Una misión enviada en noviembre de 1964, procurando

---

<sup>4</sup> Uruguay cambió su moneda del “peso” al “nuevo peso” en 1975 y luego al “peso uruguayo” en 1993, convirtiendo en cada caso el viejo numerario como un milésimo del nuevo. Por lo tanto, estas cotizaciones serían \$U (pesos uruguayos) 0,00001870 y \$U 0,00002400, respectivamente. Para evitar un uso abusivo de decimales, a lo largo del texto se hará uso del numerario vigente en cada momento, agregando una conversión a los pesos uruguayos actuales cuando se requiera para una mejor comprensión.

<sup>5</sup> Si bien la Ley de Reforma Cambiaria y Monetaria (Ley N° 12.670 de 17 de diciembre de 1959) había impuesto la vigencia de un tipo de cambio único, regulado “por el libre juego de la oferta y la demanda” (artículo primero), en mayo de 1963 se restableció un doble mercado cambiario. En el mercado oficial se transaban las divisas provenientes de los rubros de exportación considerados “tradicionales”, de las importaciones (a las que se beneficiaba con mecanismos de seguro de cambio y “coberturas”) y los pagos de deuda externa. El resto de las transacciones se procesaban en el llamado “mercado libre”, en el cual el BROU, en principio, no intervenía.

<sup>6</sup> El relevamiento de alguna evidencia casual, también señalada en Garcé (2002), sugiere que algunos incumplimientos de compromisos externos por parte del BROU podrían haber sido consecuencia no sólo de dificultades financieras sino también de yerros administrativos, debido a las carencias de información adecuada que dicho organismo tenía en aquel momento.

<sup>7</sup> La Constitución de 1952 preveía dos situaciones. Según el artículo 199, el Poder Ejecutivo podía observar la gestión de los Consejos o Directorios de los Entes Autónomos que considere inconveniente. Si las observaciones fuesen desatendidas, el Poder Ejecutivo podía poner la cuestión en conocimiento de la Cámara de Senadores, proponiendo correctivos *o incluso remociones* (énfasis nuestro), sobre las que ésta podía decidir con el voto conforme de tres quintos de sus miembros. Según el artículo 200, el Poder Ejecutivo estaba facultado a destituir a los Consejeros o Directores, previa venia del Senado, “en caso de ineptitud, omisión o delito en el ejercicio del cargo; o de comisión de actos que afecten su buen nombre o el prestigio de la institución a que pertenezcan”. Según ese artículo, si la Cámara de Senadores no se expidiera en el término de noventa días, el Poder Ejecutivo podía hacer efectiva la destitución.

extender los plazos de la consolidación alcanzada en 1963, ya había fracasado, provocando la devaluación del cambio oficial de \$ 16,40 a \$ 18,70. Según los datos a diciembre de 1964, el BROU tenía pasivos con no residentes por un total de USD 181 millones, contra un total de activos externos de USD 201 millones (de los cuales USD 171 millones estaban constituidos en oro)<sup>8</sup>. Se estimaba que unos USD 70 millones eran exigibles en mayo. Aramendía tenía previsto partir hacia Nueva York el día 9 junto con Yriart y el Contador General de la Nación, Raúl Ybarra San Martín, pero prefirió quedarse en el país dada la precariedad de su permanencia en el cargo.

En el Parlamento comenzaba a lograrse un acuerdo por el que básicamente se ratificaba legalmente el convenio alcanzado entre la Asociación de Bancos del Uruguay y AEBU según el cual se garantizaba la continuidad de las fuentes de trabajo de los empleados de los bancos intervenidos o en liquidación a través de su absorción por parte de los demás bancos privados<sup>9</sup>. El acuerdo, que también incluía la contratación de parte del personal cesante por el BROU y otros bancos estatales, quedó plasmado en la Ley 13.331 de 13 de mayo de 1965, por lo que comenzaron las negociaciones con el gremio bancario para el retorno de los trabajadores a sus puestos de trabajo y la reapertura de las actividades en los bancos privados el siguiente lunes 17.

Pero el clima en la plaza financiera continuaba enrarecido. Los rumores sobre cambios en el equipo económico, las dificultades del BROU para hacer frente a sus compromisos externos y la reacción del público ante la reapertura de los bancos alimentaron ataques especulativos contra la moneda que motivaron que el jueves 13 el Consejo Honorario del Departamento de Emisión pusiera en consideración del Ministro Martins un conjunto de medidas para “desalentar la especulación monetaria”. De hecho, la reapertura de los bancos el lunes 17 se dio con el mercado de cambios cerrado para las operaciones extra bancarias (sólo quedaron autorizadas las operaciones entre bancos y casas bancarias habilitadas). La decisión se había adoptado a partir del sábado previo y regía, en principio, hasta el 31 de mayo.

Pero no fueron esas las únicas complicaciones acaecidas tras la reapertura de los bancos el día 17. Durante el fin de semana se desató un nuevo episodio que terminó por resquebrajar las ya tensas relaciones entre el Directorio del BROU y el Poder Ejecutivo. Cuando el Banco Transatlántico fue intervenido por el BROU en abril, la documentación existente en el despacho del Gerente General del banco, el contador Enrique Kliche, fue archivada en una caja que permaneció cerrada hasta que, con la finalización del paro, se procedió a realizar tareas administrativas tendientes a la reapertura de la institución el lunes 17. El sábado 15 se inventarió la documentación en poder del Gerente General, y al abrirse la caja<sup>10</sup> se encontró alguna de carácter reservado que incluía comprobantes de pago hechos a Mario Fulgraff, Director en representación de la minoría colorada en

---

<sup>8</sup> Cifras tomadas de trabajos posteriores del Instituto de Economía. En realidad, como se verá, las autoridades uruguayas no tenían en mayo de 1965 un panorama claro de la situación de endeudamiento del Banco República en particular ni el sector público en general.

<sup>9</sup> Sin perjuicio de que también se dispuso el paso a retiro jubilatorio de los funcionarios en condiciones para ello, es claro que la búsqueda de una solución de empleo para los bancarios también procuraba evitar una crisis financiera en el fondo de pensiones del sector, la Caja Bancaria. Ésta, con un régimen jubilatorio basado en un sistema de reparto, había visto sus ingresos fortalecidos durante la expansión del sector durante la década previa, pero los otorgamientos de beneficios muy generosos también habían elevado significativamente el pasivo previsional de la institución. Con la contracción del sector que comenzaría a partir de la crisis de 1965, los problemas financieros de la Caja Bancaria se harían recurrentes.

<sup>10</sup> En las tertulias de la época se hacía referencia a ésta como la “caja negra” del Banco Transatlántico.

el Banco República, inicialados por el presidente del Banco Transatlántico. Un análisis posterior reveló que se trataba de “pagos secretos”. Fulgraff justificó esos ingresos señalando que eran la contraprestación de diversos servicios particulares, pero aunque la situación no fuese dolosa, la obtención de esos ingresos era incompatible con su condición de Director del BROU. La Agrupación Política del quincismo exigió la renuncia de Fulgraff, que fue presentada el lunes 17 y aceptada de inmediato en una reunión presidida por Manuel Flores Mora, por aquel entonces diputado de la Lista 15. Éste elevó la renuncia de Fulgraff al Consejo Nacional de Gobierno, donde fue presentada por el Consejero Amílcar Vasconcellos. El mismo día se designó en su lugar, a propuesta de la minoría colorada en el Consejo, al escribano Ledo Arroyo Torres.

Los colorados requirieron de la mayoría nacionalista una conducta similar respecto de los miembros blancos en el directorio del BROU. La respuesta del presidente del Consejo Nacional, Washington Beltrán, fue “seguiremos saneando, caiga quien caiga”, en medio de un ambiente en el que circulaba todo tipo de rumores sobre el contenido de la famosa “caja” del Banco Transatlántico y a qué otros directores del BROU, altos funcionarios o figuras prominentes de la política podría estar implicando. Si bien las acusaciones que se realizaban eran mayormente infundadas, a esa altura el apoyo político hacia el Directorio del BROU se había desvanecido.

El miércoles 19 el Directorio de la Unión Blanca Democrática (UBD), el sector mayoritario dentro del gobernante Partido Nacional, mandató a sus representantes en el Consejo Nacional a que solicitaran la renuncia de Aramendía y del Director del BROU Carlos Hernández Wildner. También pedían que éstos intercedieran ante el otro miembro nacionalista del Directorio del BROU, el ex Ministro de Hacienda (1959-1961) Juan Eduardo Azzini, para que también presentara su renuncia. Sin embargo, el líder herrerista y presidente de la Cámara de Senadores, Martín Echegoyen, había recomendado a Azzini a que se amparara en sus derechos constitucionales y no renunciara<sup>11</sup>. Ese mismo día el Consejo Nacional de Gobierno, por unanimidad, decidió solicitar la renuncia de todo el Directorio del BROU.

El 20 de mayo Beltrán y los Consejeros Alfredo Puig Spangenberg y Héctor Lorenzo y Losada se reunieron con Aramendía, y le hicieron notar que “no se puede enfrentar la decisión de todo el Gobierno”. Aramendía finalmente accedió a renunciar, pero se reservó el derecho de expresar públicamente sus razones, lo cual hizo en una carta presentada al Consejo Nacional de Gobierno. En la carta, Aramendía defendió su actuación al frente del BROU y marcó las diferencias de su situación con la del resto de los miembros del Directorio (había asumido el año anterior). Admitió, además, que si bien repudiaba “la posición cómoda de renunciar”, era consciente que la situación de desconfianza entre el Poder Ejecutivo y el Directorio del Banco República hacía imposible continuar trabajando al frente de esa institución.

---

<sup>11</sup> Para Azzini, la negativa a presentar renuncia tenía otra explicación, además de la exigencia del respeto de la autonomía constitucional del Banco República. Las investigaciones en torno a la crisis del Banco Transatlántico lo habían relacionado con el contador Víctor Popelka, que había sido socio suyo. Pero los servicios prestados por Popelka al Banco Transatlántico estaban estrictamente circunscriptos al análisis de estados contables, y su sociedad con Azzini había terminado a fines de los años cincuenta. Azzini no podía aceptar que su renuncia al Directorio del BROU fuera considerada como una aceptación tácita de las acusaciones contra él.

El Director colorado Alberto Zubiría acompañó la decisión de Aramendía<sup>12</sup>, pero el nacionalista Carlos Hernández Wildner imitó la posición de Azzini, reclamando que se procediera de acuerdo con los mecanismos previstos en la Constitución. El Poder Ejecutivo se vio obligado a adoptar una decisión drástica: la intervención del Banco República. El 26 de mayo el Consejo Nacional de Gobierno dispuso la separación preventiva de sus cargos a Azzini y Hernández Wildner y designó una Comisión Interventora de tres miembros, presidida por Julio Solsona Flores, acompañado por Guillermo Stewart Vargas y Ledo Arroyo Torres (este último en representación de la minoría colorada).

Beltrán ya había anticipado a Solsona Flores la posibilidad de que se hiciera cargo de la presidencia del República y lo había enviado a tener reuniones con banqueros en Washington y Nueva York para comenzar negociaciones sobre la deuda del organismo. El día que se decide la intervención Solsona estaba iniciando su regreso desde Nueva York, pero el Consejo Nacional de Gobierno decidió proceder de inmediato con el operativo con los funcionarios restantes. Ese día había sido particularmente crítico en la plaza financiera, con rumores sobre la renuncia del Ministro de Hacienda y un posible embargo del oro del BROU. En el mercado libre, el dólar había trepado a \$ 52, más del doble que la cotización de \$ 24 en el mercado oficial.

A las cinco de la tarde Stewart Vargas fue citado al despacho de Beltrán, al que ingresó acompañado por el Consejero por la mayoría nacionalista Zorrilla de San Martín. Simultáneamente, se intentaba localizar a Arroyo Torres para que se dirigiera a la Casa Central del BROU. Azzini y Hernández Wildner, conscientes de la situación, permanecían en sus oficinas del BROU intentando comunicarse con el presidente de la Asamblea General, Martín Echegoyen. Sobre las seis y cuarto Stewart Vargas y Arroyo Torres llegaron al BROU, acompañados del Ministro de Hacienda, Daniel Martins. Fueron recibidos por el secretario general del Banco, Oscar Goldie Arenas, quien transmitió a los visitantes la invitación del vicepresidente, Hernández Wildner, a pasar a un despacho próximo a la Sala de Directorio. Stewart Vargas le replicó a Goldie Arenas que “no hay vicepresidente, porque ya ha sido destituido”, a lo que agregó: “Haga el favor de pedirle a Hernández Wildner que me mande las llaves del banco”. Dicho esto, se introdujo en la Sala de Directorio. Goldie Arenas transmitió las nuevas a Hernández Wildner y regresó con otra encomienda. “Los directores piden tiempo para redactar una nueva acta”, le manifestó a Stewart Vargas un Goldie que ya deseaba ser voluntario para orbitar la Tierra en el Géminis IV. “Si quieren redactar actas, que lo hagan en su casa”, replicó Stewart Vargas, insistiendo con “que me traigan enseguida las llaves”. Azzini y Hernández Wildner se retiraron del banco en coincidencia con la llegada de la prensa a la Casa Central del BROU. “Fue un acto coercitivo, violento”, declaró Azzini.

El mismo día el Poder Ejecutivo había enviado un mensaje al Senado solicitando la venia para la destitución de Azzini y Hernández Wildner. El informe revela el grado de descoordinación y falta de comunicación que se había alcanzado entre el Poder Ejecutivo y el Directorio del BROU. Para justificar la configuración de las causales de “omisión y comisión de actos que afecten el prestigio de la institución a la que pertenecen” previstas en el artículo 200 de la Constitución de 1952, el Poder Ejecutivo optó por imputar a Azzini y Hernández Wildner todas las irregularidades en el

---

<sup>12</sup> De hecho, ya había puesto su renuncia a disposición de la agrupación política de la Lista 15 el pasado 30 de abril.

funcionamiento del BROU que habían salido a luz en esos días, el traspié que la institución había tenido al incumplir con alguno de sus compromisos externos, todas las ausencias de respuesta a las solicitudes de informes u opiniones requeridas al Directorio del BROU por el Poder Ejecutivo, así como las demoras u omisiones en la ejecución por parte del Banco República de medidas monetarias y cambiarias que le fueran solicitadas por el Consejo Nacional de Gobierno. Sin perjuicio de que los fundamentos del Poder Ejecutivo no permitían discernir si eran estas personas y no otras las responsables de los hechos imputados, del informe<sup>13</sup> se desprende con claridad que, en la visión del Poder Ejecutivo de la época, la entidad responsable de la conducción de la política monetaria debía ajustar sus decisiones a los objetivos y necesidades del gobierno central. Es más, los editoriales de la época revelan que ésa era una posición consensuada dentro del sistema político uruguayo. Las dificultades jurídicas en el proceso de destitución de Azzini y Hernández Wildner evidenciaron la necesidad de un cambio en las disposiciones de los artículos 199 y 200 de la Constitución de 1952, que encontrarían en los artículos 197 y 198 de la Constitución de 1967 un mecanismo más flexible de solución de controversias entre el Poder Ejecutivo y los directorios de los entes autónomos<sup>14</sup>.

La intervención del Banco República marcó un hito en la relación entre éste y el sistema político. Su papel rector en el sistema financiero nacional había sido mayoritariamente aceptado desde varias décadas atrás, pero en 1965 la necesidad de que un nuevo órgano asumiera las funciones banco centralistas comenzó a tomar mayor fuerza. Las crisis financieras suelen causar daño reputacional al organismo encargado del control monetario y la regulación y supervisión financiera, pero en Uruguay la crisis de 1965 generó algo más que eso. La posibilidad de que el desprendimiento de las funciones propias de un banco central operase en desmedro de la jerarquía institucional del BROU ya no fue óbice para que el sistema político abordase el proyecto de creación de un órgano especializado en esas funciones. Quedaba por definir cómo.

## 2

Durante la discusión en agosto de 1966 en la Asamblea General de una de las iniciativas de reforma constitucional (la que se conocería como la “reforma naranja”) el diputado Ariel Collazo, escéptico sobre el verdadero alcance reformista del proyecto, hizo referencia a la creación de un Banco Central como “el último grito de la moda de nuestros economistas”. El sarcasmo de Collazo era oportuno, aunque por motivos posiblemente distintos a los por él imaginados. En los años sesenta, la idea de crear un instituto especializado en las funciones banco centralistas y separado del Banco República era a la moda lo que el tango al *rock ‘n roll*.

En efecto, el Directorio del BROU destacaba ya en 1930 que “la imperfección de su estructura jurídica ha confundido en una sola dos funciones inconciliables, como son

---

<sup>13</sup> Publicado en el Diario Oficial, 4 de junio de 1965.

<sup>14</sup> En primer lugar, el artículo 197 de la Constitución de 1967 que reemplaza al 199 de la Constitución de 1952 ya no exige que la resolución de la Cámara de Senadores sobre las “rectificaciones, correctivos y remociones” propuestas por el Ejecutivo se efectúe por una mayoría especial. En segundo lugar, en la hipótesis de destitución del artículo 198 en la nueva Constitución, se incorpora un inciso por el que se faculta al Poder Ejecutivo a designar en forma interina a miembros de Directorios de otros entes mientras se procesa la venia de destitución.

dispensar el crédito y regir la circulación fiduciaria”<sup>15</sup>. No es extraño que las autoridades del BROU hicieran notar ese conflicto, ya que habían sufrido en carne propia sus consecuencias una vez que la crisis financiera de 1929 hizo sentir sus efectos sobre los flujos de capitales al país y catapultó un proceso de desvalorización del peso uruguayo. El Banco República había sido en buena medida responsable de ese descalabro, pues en materia de originación de créditos en relación al volumen de reservas fue, efectivamente, muy dispendioso. En lo que puede considerarse un lejano antecedente de debates más recientes, en 1928 una ley de octubre permitió al BROU volcar al mercado interno en la forma de crédito las incorporaciones de oro que excedían las necesidades de respaldo de la emisión. Entre 1929 y 1930 el BROU intentó compensar los efectos desfavorables de la crisis financiera internacional mediante el manejo del crédito, pero ello trajo consigo la desvalorización del peso<sup>16</sup>.

La situación mereció la creación de una Comisión<sup>17</sup>, cuyas recomendaciones llevaron a la imposición del control de las operaciones internacionales de cambio a cargo del Banco República. A diferencia de lo que ocurriría treinta y cinco años después, el BROU salió fortalecido de una crisis cambiaria que contribuyó a generar, al convencer al gobierno y Parlamento de la época que la desvalorización de la moneda había sido consecuencia de acciones especulativas que convenía desalentar. Todavía era el banco al que los ex presidentes de la República consideraban digna la pertenencia a su Directorio, como de hecho ocurrió durante los años de la presidencia de Gabriel Terra<sup>18</sup>.

Pese a que la introducción del mecanismo de control de cambios, ampliado luego a un contralor de las exportaciones e importaciones, dio al BROU cierto grado de autonomía en el manejo del volumen del crédito interno respecto de la responsabilidad de preservar el valor de la moneda, la cuestión del conflicto entre ambas funciones seguía pendiente. En 1935 se elaboraron diversos proyectos de creación de un Banco Central, uno de ellos por el Gerente General del BROU, Octavio Morató<sup>19</sup>. Esos proyectos coincidían en líneas generales con las tendencias de la época, especialmente en América Latina, donde al influjo de las misiones Edwin Kemmerer, principalmente en los años veinte, y las de Otto Niemeyer en los treinta, se constituyeron varios bancos centrales del continente<sup>20</sup>. Desde cierto punto de vista, Uruguay podía considerarse adelantado a

---

<sup>15</sup> Montero Bustamante cita texto del Directorio en una publicación llamada: “La Acción del Banco del Estado”.

<sup>16</sup> El peso uruguayo se desvalorizó 19,8 entre 1928 y 1930. Acevedo E. (1936); *Anales Históricas del Uruguay. Tomo VI*, pp. 539-540.

<sup>17</sup> *Comisión de Estudio sobre la Desvalorización de la Moneda*.

<sup>18</sup> José Serrato, presidente de la República entre 1923 y 1927, presidió el BROU entre 1933 y 1934. El propio Gabriel Terra lo presidió en 1938 luego de finalizar su período de gobierno.

<sup>19</sup> Para un mayor detalle de los proyectos legales y constitucionales que antecedieron a la creación del Banco Central del Uruguay, véase Seguí González y Natero Demartini (1985), Delpiazzi (1983) y la reseña elaborada por el Secretario General del BCU, Juan César Pacchiotti, incluida en Banco Central (1972).

<sup>20</sup> La Conferencia Financiera Internacional que tuvo lugar en Bruselas en 1920, recomendó a todos los países que no tuvieran un banco central, que lo hicieran a la brevedad y esa recomendación tuvo eco en América Latina. El fundamento de lo resuelto en Bruselas derivaba de que, por un lado, como resultado del inicio de la Primera Guerra Mundial, al caer el régimen de patrón oro que regía desde 1844, dejó de existir una regla que estableciera cuánto dinero podía emitir un banco central. Para peor, luego del abandono de dicho régimen en 1914, se habían dado las primeras hiperinflaciones de la historia de la humanidad, ya que la guerra había desquiciado las finanzas públicas.

Por otro lado, era necesario uniformar el dinero fiduciario, ya que en la medida en que lo podían emitir numerosas instituciones bancarias, no había una oferta de dinero que tuviera los mismos valores faciales, tamaños, colores y demás elementos, y sobre todo los mismos valores de mercado para un mismo valor

ese proceso, ya que su Banco República, creado en 1896, tenía muchos elementos propios de un banco central, con semejanzas con la estructura y organización del Banco de Inglaterra, por lo que autores como Tamagna (1965) lo consideran el primer banco central de América Latina.

Ese antecedente pesó para que el Poder Ejecutivo optara por un camino diferente, promoviendo ante el Parlamento el proyecto que se transformaría en la Ley 9.496 de 14 de agosto de 1935. En lugar de crear un banco central, se dividió al Banco República en dos partes al conformar el Departamento de Emisión como un servicio independiente de los demás del Banco. A este Departamento se le acordó autonomía y se encomendó su administración a un Consejo Honorario integrado por nueve miembros. Acorde con las influencias corporativistas de la época, este Consejo estaba integrado, además de por los cinco directores del BROU, por un representante de la banca privada nacional, un representante de la banca extranjera, un representante del sector rural y un representante del comercio y la industria. Este cambio quedó ratificado en la Ley 9.808 de 2 de enero de 1939, que otorgó al Banco República una nueva Carta Orgánica. Desde ese momento y hasta la creación del Banco Central del Uruguay tres décadas después, el BROU permaneció como la institución rectora dentro del sistema bancario nacional, dividido en el Departamento de Emisión y el Departamento Bancario, independientes uno del otro.

El Departamento Bancario siguió bajo la conducción del Directorio del banco, teniendo a su cargo la función comercial crediticia. Al Departamento de Emisión se le encomendaron las funciones de emisión de billetes y monedas con carácter de exclusividad, el manejo del régimen de redescuentos, la supra vigilancia y fiscalización de las disposiciones relativas a la banca privada y el estudio de todas las cuestiones relacionadas con el régimen monetario y el gobierno y dirección del mismo<sup>21</sup>.

Pero a poco de introducirse estos cambios, diversas voces desde los ámbitos político, empresarial y académico comenzaron a señalar los inconvenientes que permanecían en el diseño del marco institucional de la política monetaria. Nilo Berchesi, Ministro de Hacienda entre 1949 y 1951 bajo la presidencia de Luis Batlle Berres, promovió un

---

facial, ya que cada billete cotizaba según la confianza que existiera sobre la institución emisora. Por su parte, los gobiernos estaban interesados en concentrar y apropiarse de la totalidad del señoreaje, lo que con una emisión dispersa no podían hacer.

<sup>21</sup> Tres aspectos merecen un destaque respecto de esta distribución de funciones. En primer lugar, en lo que respecta a la política monetaria, sus instrumentos y gobernanza, al Departamento de Emisión se le encomienda su *estudio*. En lo que refiere a la *gestión*, la permanencia de los puntales legales de emisión le seguían confiriendo al Parlamento, al menos en principio, la máxima autoridad en esa materia. En los hechos el Poder Ejecutivo, en particular el Ministerio de Hacienda, tuvieron con frecuencia una incidencia relevante en la conducción de la política monetaria, gracias a su capacidad de promover iniciativas de modificación del avalúo del oro o cambio de los puntales de emisión.

En segundo lugar, en lo que refiere a la fiscalización del sistema bancario, la Ley 9.756 de 10 de enero de 1938 (Ley General de Bancos) distribuyó esas tareas entre el Departamento de Emisión y el Poder Ejecutivo, que actuaba a través de la División Bancos de la Inspección General de Hacienda. Esa superposición permanecería hasta 1960, cuando se concentró las funciones de fiscalización en el Departamento de Emisión del BROU.

En tercer lugar, es interesante hacer notar que la Carta Orgánica de 1939 mantuvo dentro del banco como tal, fuera del Departamento de Emisión, las funciones de control de las operaciones de cambio internacional y de movimientos de capitales, así como la gestión del Fondo de Divisas, que servía al propósito de regular el tipo de cambio. Este desmembramiento implicaba una importante limitación a la capacidad del Departamento de Emisión de incidir en cuestiones monetarias.

proyecto por el que modificaba la Carta Orgánica del BROU, otorgando mayor autonomía al Departamento de Emisión, al que se cambiaba su nombre por el de Departamento Monetario, que actuaría bajo la conducción autónoma de una Junta Monetaria. El proyecto seguía lineamientos similares a los de una iniciativa previa, presentada en 1947 en la Cámara de Representantes por el Partido Socialista.

Estos ejemplos otorgaban mayor autonomía o conferían más funciones al Departamento de Emisión, pero mantenían esas funciones banco centralistas dentro del BROU. Otras iniciativas fueron más lejas, proponiendo la separación de esas funciones en un órgano especializado. Entre esos ejemplos se encuentran el proyecto de Manuel Monteverde presentado por los legisladores del Partido Nacional en 1946<sup>22</sup>; el del senador por la Unión Cívica Tomás Brena en 1959; el presentado por Juan Eduardo Azzini en 1960, en ese entonces Ministro de Hacienda del Ejecutivo con mayoría nacionalista en el Consejo Nacional de Gobierno; un nuevo intento del Poder Ejecutivo con mayoría nacionalista en 1964; y un proyecto presentado por el senador blanco Angel Gianolla el 28 de abril de 1965, el mismo día en que se votaba en la Cámara de Senadores el proyecto de lo que sería la Ley 13.330. El Ministro de Hacienda Daniel Hugo Martins también remitiría menos de tres meses después otro proyecto de creación de un banco central, dentro de un paquete de medidas de emergencia para el financiamiento del sector público.

Además de las iniciativas legales, hubo también intentos de incluir la creación del Banco Central en una reforma de la Constitución. Así ocurrió con los plebiscitos de reforma constitucional que acompañaron los actos eleccionarios de 1958 y 1962, cuyo principal objetivo era enmendar el sistema del colegiado para regresar al de una presidencia unipersonal. El proyecto de 1958 incluyó una reglamentación detallada de la organización y funciones de un Banco Central<sup>23</sup>, mientras que la iniciativa de reforma de 1962 previó la existencia de un Banco Central, pero encomendando al legislador su creación.

Las iniciativas legales de ampliación de las funciones e independencia del Departamento de Emisión del Banco República y las de creación de un banco central carecieron siempre de apoyo legislativo, en parte por las distintas posturas de quienes, aun favoreciendo la creación de un banco central, mostraban diferencias en cuanto a su organización y funciones. Pero también, en buena medida por no ser acompañadas por sectores preponderantes del Partido Colorado. En la posición que mayoritariamente adoptó este Partido respecto de estas iniciativas una persona tuvo siempre la última palabra: César Charlone, Ministro de Hacienda de varios gobiernos colorados y de Relaciones Exteriores durante la presidencia de Luis Batlle Berres. Considerado como el maestro en temas económicos y financieros de varias generaciones de dirigentes colorados durante sus casi cuarenta años de actividad política, tuvo siempre una opinión influyente en esos temas pese a que su apoyo al gobierno de Terra en los años treinta le generó algún enfriamiento en su relación con algunos grupos del batllismo. Como Ministro de Hacienda le encomendó a Morató la elaboración del proyecto de creación de un banco central en 1935, pero optó luego por promover la fórmula de crear un Departamento de Emisión con autonomía dentro del Banco República, plasmada en la Ley 9.496 de 1935. Fue luego inspirador de la Carta Orgánica del BROU de 1939 y defendió esa

---

<sup>22</sup> El propio Monteverde ya había elaborado un proyecto de creación de un banco central en 1935.

<sup>23</sup> Véase texto completo en Banco Central (1972).

solución ante todas las iniciativas de reforma posteriores. Su pensamiento puede resumirse en una columna de opinión escrita en 1967<sup>24</sup>: “Entonces (en 1935) se examinaron y discutieron (en la Comisión de Hacienda) las opiniones de ilustrados compatriotas que aconsejaban la creación de un Banco Central. Me opuse a ello por la sencilla razón de que el Banco de la República ya lo era, en uso de las facultades que le habían acordado sucesivas leyes luego de dictada su primera Carta”. Para Charlone, la combinación de las potestades de un banco central con la capacidad de operar directamente con el público a través de la red de sucursales del banco permitía superar carencias que la utilización del sistema bancario privado había mostrado tener a la hora de controlar y orientar el crédito.

En cuanto a las iniciativas de reforma constitucional, a las dificultades ya señaladas para promover una reforma por la vía legal se sumaba la falta de consenso para alcanzar un acuerdo por el objeto principal de esos intentos de reforma: la superación de las trabas que el sistema de gobierno colegiado imponía sobre la toma de decisiones. El régimen colegialista instaurado en la Constitución de 1952 pudo concretarse merced a una coincidencia de objetivos de diversos sectores políticos. El común denominador entre los sectores del Partido Nacional y del Partido Colorado que acompañaron la reforma estuvo en la búsqueda de un mecanismo que diluyera el poder que Luis Batlle Berres podría alcanzar en caso de ganar las elecciones de 1954, hecho que parecía inevitable. Pero cuando los problemas del sistema de gobierno se hicieron evidentes y el Partido Nacional comenzó a plantear iniciativas de reforma, al propio Luis Batlle se le hizo difícil hacer campaña contra un sistema de gobierno que, en definitiva, había sido uno de los más caros anhelos de su tío, José Batlle y Ordoñez. Por ello el Partido Colorado en general, y la Lista 15 en particular, no acompañó las iniciativas de los blancos de 1958 y 1962. La imposibilidad de enmendar el régimen colegialista arrastró con su suerte a las iniciativas de creación de un banco central.

El fallecimiento de Luis Batlle Berres en julio de 1964 abrió una puja por el liderazgo dentro de la Lista 15 y en el Partido Colorado en general. Su hijo, el diputado Jorge Batlle Ibañez, conformó el grupo Unidad y Reforma junto a otras figuras jóvenes del Partido Colorado, entre ellas el diputado Julio María Sanguinetti, Antonio Marchesano, Francisco A. Forteza, Tabaré Hackembruch, y Washington García Rijo. También contaba con el apoyo de figuras de prestigio dentro del Partido, como Alberto Abdala, Héctor Grauert, Luis Hierro Gambardella, Eduardo Paz Aguirre y Alfredo Lepra. El grupo planteaba diversas ideas renovadoras con relación a la tradición batllista, siendo la ruptura con las posturas colegialistas uno de sus primeros sellos distintivos. El 4 de junio de 1965 Jorge Batlle inició su campaña por una reforma en el sistema de gobierno, aduciendo que “es necesario reencontrar una fórmula institucional para el Poder Ejecutivo que evite los dos grandes males que la experiencia histórica viene señalando: un Ejecutivo fuerte y arbitrario o un Consejo irresponsable” (Sanguinetti y Pacheco Seré, 1967). Sectores no quincistas como la Unión Colorada y Batllista, liderada por el Consejero Nacional Oscar Gestido, y la Lista 99, liderada por Zelmar Michelini, adhirieron a la idea. Tras la victoria del grupo de Unidad y Reforma en la interna de noviembre de 1965 sobre el grupo liderado por el Consejero Amílcar Vasconcellos y el denominado Frente Colorado (o de “los senadores”), liderado por Manuel Flores Mora e integrado, entre otros, por Glauco Segovia, Alba Roballo y Justino Carrere Sapriza, el Partido

---

<sup>24</sup> “Página de Historia: el Banco de la República, Banco Central”, La Mañana, 1° de abril de 1967

Colorado se abocó a la redacción de las bases de un proyecto de reforma constitucional presidencialista. En febrero de 1966 se presentaron esas bases a consideración de los distintos grupos del Partido Colorado, lo cuales adhirieron a la iniciativa con excepción del de Amílcar Vasconcellos y de Renán Rodríguez, que de esta forma se apartaba de la Lista 99.

En esos momentos las recomendaciones emanadas del trabajo de la Comisión para la Inversión y el Desarrollo Económico (CIDE) habían comenzado a calar hondo en la opinión pública uruguaya, en buena medida a impulsos del prestigio profesional y el poder de convicción y seducción de su Secretario Técnico, Enrique Iglesias. El contenido de sus propuestas combinaba orientaciones desarrollistas con principios de buena administración económica, inspirados en un relevamiento de las mejores prácticas que el mundo ofrecía en la época, todo ello reforzado por un sólido trabajo que implicó un significativo salto cualitativo en el sistema estadístico nacional. Las propuestas de la CIDE generaron adhesión, alguna prevención, pero nunca indiferencia, a lo largo de todo el espectro político nacional, más allá del Partido Nacional que le diera inicialmente cobijo e impulso. Entre quienes supieron percibir la necesidad de cambiar viejas estructuras e introducir nuevos aires en la institucionalidad económica de Uruguay estaba Jorge Batlle, que ya valoraba la opinión de Enrique Iglesias en esos temas. Fue así como compartió la necesidad de crear un banco central como institución rectora de la política monetaria y del contralor del sistema financiero y propuso incluir la creación de ese organismo en el proyecto de reforma constitucional de su sector. Esta iniciativa quedó incorporada así en el proyecto que el Partido Colorado presentó en mayo de 1966 a la Asamblea General, una vez recolectadas las firmas necesarias.

En el Partido Nacional ya se venía desarrollando una campaña desde abril de 1965 por parte de Washington Beltrán para promover una reforma constitucional que terminara con el régimen del Colegiado. Los blancos optaron por el procedimiento de presentar ante la Asamblea General en abril de 1966 una iniciativa de reforma con el apoyo de dos quintos de los legisladores. Este proyecto también incluía la creación de un banco central.

Ante la presencia de dos propuestas de reforma constitucional en las que se volvía al Ejecutivo unipersonal, cada una patrocinada por la mayoría de cada uno de los partidos tradicionales, se corría el riesgo de que ninguna alcanzara en el plebiscito a realizarse conjuntamente con las elecciones nacionales de noviembre de 1966 la mayoría especial requerida. Por ello, en junio de 1966 comenzó a sesionar en la Sala de Ministros del Senado una comisión interpartidaria, en la que además de participar los distintos sectores de los partidos blanco y colorado, se sumaron el Partido Demócrata Cristiano y el Movimiento Cívico Cristiano (MCC). Los trabajos de la comisión recibieron de la CIDE un insumo técnico que respaldó varios de los cambios que afectaron la institucionalidad económica del Uruguay, entre ellos la creación de un banco central. La CIDE divulgó por esos días un documento que sintetizaba las reformas de carácter constitucional que estaban incluidas en sus voluminosos documentos de diagnóstico y propuesta, aunque su circulación tuvo un carácter restringido<sup>25</sup>. De esa comisión surgió un acuerdo entre el

---

<sup>25</sup> Enrique Iglesias recibió una reprimenda de parte del presidente del Consejo Nacional de Gobierno, Washington Beltrán, por la elaboración de un documento que podía interpretarse como una “indebida intromisión de la CIDE en la política uruguaya”. El documento se retiró de circulación, aunque para ese

Partido Colorado (excepto el sector de Vasconcellos, que siguió defendiendo la postura colegialista), el Herrerismo y el Movimiento Cívico Cristiano, que dio lugar al proyecto conocido como la “reforma naranja” (por el color de la papeleta de votación), que finalmente fue ratificado en el plebiscito del 27 de noviembre de 1966 por el 62% de los votos)<sup>26</sup>.

Cabe plantearse por qué la creación del Banco Central debió esperar hasta la consulta plebiscitaria de la reforma constitucional de 1967, si tanto el Partido Colorado como el Partido Nacional lo habían incluido dentro de sus bases para la reforma. La explicación que surge de forma más inmediata es que el Partido Colorado, en la oposición, nunca quiso darle su voto al Partido Nacional en una iniciativa en la que Nardone y el Herrerismo pusieron mucho énfasis<sup>27</sup>. Sin embargo, nos parece que la aceptación por parte del sistema político uruguayo de la necesidad de crear un banco central fue un proceso más complejo que el de un simple juego de “no para ti, sí para mí”. En primer lugar, ya mencionamos que la opinión de Charlone sobre las ventajas de tener las funciones banco centralistas incorporadas en el Banco República tuvo mucha influencia en el Partido Colorado durante mucho tiempo. La evidencia indica que Jorge Batlle fue el que trabajó por el cambio de postura de los colorados en esta materia, pero no fue hasta noviembre de 1965 que éste pudo afirmar su liderazgo en el sector de la Lista 15.

En segundo lugar, también aclaramos que una cosa es proponer la creación de un banco central, y otra muy distinta es ponerse de acuerdo sobre su gobierno y sus funciones. El proyecto de creación del Banco Central incluido en la reforma constitucional de 1958 y en los proyectos de ley de Azzini y Gianolla contenían elementos no fácilmente digeribles por otros sectores nacionalistas y, mucho menos, por los grupos colorados reformistas más afines con la idea de Berchesi de especializar e independizar las funciones relacionadas con la política monetaria. El proyecto de reforma constitucional de 1958 le daba al Banco Central facultades de veto y observación de iniciativas presupuestales que escandalizaron a buena parte del espectro político. La incorporación del Ministro de Hacienda en el Directorio, como miembro pleno o como un representante con voz pero sin voto también causaba reparos entre algunos que, sin perjuicio de ello, miraban con buenos ojos la creación de ese instituto. Tampoco generaba entusiasmo el resabio corporativista de dar presencia en el Directorio del Banco Central a representantes de agremiaciones del sector privado (como ocurría con el Consejo Honorario del Departamento de Emisión)<sup>28</sup>. Cabe señalar que en los

---

momento varios ejemplares habían llegado ya a los escritorios de los integrantes de la comisión encargada de elaborar un texto conjunto de reforma constitucional.

<sup>26</sup> En el Partido Nacional la Lista 51 impuso su criterio sobre el resto de los sectores de la Unión Blanca Democrática y no acompañó el acuerdo, por lo que en noviembre de 1966 impulsaron la reforma que originalmente presentó el Partido Nacional en abril. En el Herrerismo, si bien el Directorio acompañó por mayoría el acuerdo con los colorados y el MCC, el sector liderado por Echegoyen se inclinó por el proyecto nacionalista.

<sup>27</sup> Hay bastante evidencia de que, salvo excepciones, el Partido Colorado no se mostró cooperativo con los gobiernos de mayoría nacionalista de 1959-1963 y 1963-1967. Garcé (2002) plantea un argumento en esta línea respecto de la postura colorada hacia las iniciativas de la CIDE.

<sup>28</sup> La influencia de la encíclica *Rerum Novarum* y del ordoliberalismo (o neoliberalismo) alemán en el pensamiento de Nardone o Azzini los impulsaba a promover este tipo de estructuras organizacionales, que imaginadas originalmente como un tercer camino entre el capitalismo y el socialismo comenzaban a mostrar ya en esos años, tras su experiencia práctica, desvíos decididamente antiliberales.

proyectos presentados por el sector de la UBD, la presencia de los delegados privados en el Directorio del Banco Central desaparecía.

Por último, todo parece indicar que aun siendo una cuestión institucional importante, la creación de un banco central no estuvo nunca en el centro de la agenda política. En los casos en que la creación se dispuso por vía constitucional (incluyendo el de 1967), el foco de atención estuvo en el diseño del sistema de gobierno, las potestades del Poder Ejecutivo y su relacionamiento con los demás poderes del Estado. El proyecto de Azzini de 1960 revolió aguas en un Parlamento todavía sofocado por las reverberaciones de la Ley de Reforma Cambiaria y Monetaria. El proyecto de Gianolla se presentó en medio de una sesión parlamentaria donde se discutía la reasignación laboral de los funcionarios bancarios cesantes, tras la crisis de abril de 1965. Los proyectos del Ministerio de Hacienda en 1964 y 1965 acompañaron sendas medidas cuyo objetivo era dar financiamiento a un gobierno deficitario. En todas estas oportunidades, había algo más urgente o más emblemático para considerar que la creación de un instituto monetario. El sistema político no dio prioridad a que algo nuevo debía hacerse en materia de institucionalidad monetaria y de regulación y supervisión del sistema financiero hasta que la crisis financiera de 1965 hizo trizas la reputación del Banco República. Ante esa situación, se aceptó pacíficamente la solución que los técnicos y la experiencia internacional podían ofrecer.

Los constitucionalistas de 1967 fueron, respecto de la creación del Banco Central, lo suficientemente perspicaces como para despejar cualquier cuestión que pudiera generar controversia y hacer peligrar la reforma. El acuerdo político cubrió el mínimo indispensable: habrá Banco Central, con fecha de creación, sin condición a una ley posterior promovida por el Poder Ejecutivo (como pasaba en la iniciativa de reforma de 1962), con un conjunto de disposiciones transitorias básicas que le daban gobierno y atribuciones como para empezar a funcionar. Fue una decisión sabia. Al sistema político uruguayo le tomó treinta años más alcanzar un consenso sobre cuál debería ser el estatuto legal, la carta orgánica del Banco Central.

### 3

Mientras el acontecer político iba configurando la fecha de botadura para el Banco Central del Uruguay, el clima económico y social del Uruguay le estaba preparando el encuentro con un mar embravecido. El trío interventor en el Banco República debió enfrentar diversos problemas, tanto internos al banco como en su relacionamiento con terceros. Más allá de carencias en los controles bancarios que pudieron quedar en evidencia tras la crisis del Banco Transatlántico, el BROU demostró tener problemas también en el ámbito del Departamento Bancario y en el control de las operaciones de comercio exterior<sup>29</sup>. Ante la magnitud de las investigaciones, la revisión de procedimientos y la reorganización interna que debían acometerse, la Comisión Interventora optó por otorgar una licencia de seis meses al entonces gerente general

---

<sup>29</sup> El caso de la estafa que involucró a las empresas textiles Cuopar y Montevideo Wool recogió mucho interés en la prensa de la época y tiene una mención destacada entre los “Resultando” de la solicitud de venia de destitución de Azzini y Hernández Wildner. Además de irregularidades cometidas por las empresas en las operaciones de comercio exterior, el BROU les otorgó créditos con una liberalidad que no se correspondía con las políticas del banco.

del banco, Alberto Casal. En su lugar fue designado, en forma interina, Alberto Morillo Otero.

Los interventores debieron solicitar, además, un informe sobre la situación actualizada del banco en materia de deudas con el exterior, ya que la institución no contaba con un registro actualizado a disposición de las autoridades. Una versión preliminar de los números pudo ser enviada por la Comisión Interventora al Consejo Nacional de Gobierno el 7 de junio, casi dos semanas después de asumir sus funciones<sup>30</sup>. En ese informe se revelaba que ya había unos USD 30 millones de deudas con entidades bancarias extranjeras vencidas o a vencer en junio.

Pero además de los compromisos externos, el BROU también enfrentaba obligaciones en moneda extranjera importantes con residentes domésticos. El régimen de doble mercado de cambios establecido en 1963 permitía que respecto de las operaciones de importación tramitadas en el mercado oficial, el BROU ofreciera lo que se conocía como “coberturas”, o “swaps”. Según este mecanismo, el República le aseguraba al importador, respecto de denuncias de importación ya autorizadas, la entrega de divisas al tipo de cambio oficial en el momento que éste tuviera que cancelar compromisos con su proveedor del exterior. Con un contrato de este tipo el importador podía, a su vez, financiarse en moneda extranjera con los bancos privados, cediendo a su favor su derecho a la compra de divisas en el BROU. La insuficiencia de recursos externos por parte del República, que había empezado a ser acuciante en 1963 cuando debió introducirse el doble mercado de cambios, se agudizó en el último trimestre de 1964, cuando los atrasos en el cumplimiento de las coberturas comenzaron a acumularse (ver evolución de la posición en moneda extranjera y del saldo de coberturas en el Cuadro N° 1.1)<sup>31</sup>. En la medida que estas coberturas se trasladaban al sistema bancario, los incumplimientos del BROU amenazaban arrastrar también a la banca privada a un problema de liquidez en moneda extranjera.

---

<sup>30</sup> El berenjenal en la información sobre la deuda era tal, que algunos de los saldos fueron proporcionados por los acreedores.

<sup>31</sup> Para dimensionar la magnitud del problema, debe tenerse en cuenta que los USD 80 millones adeudados por el BROU a importadores y entidades financieras por concepto de coberturas equivalían, en 1965, a un 8% del PIB (unos USD 3.8 mil millones de hoy).

**Cuadro N° 1.1**

Activos y pasivos en moneda extranjera  
 Banco República y sector público no financiero  
 (en millones de dólares)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966
<b>Activos</b>	<b>214.2</b>	<b>221.4</b>	<b>207.2</b>	<b>204.7</b>	<b>201.0</b>	<b>208.4</b>
- BROU	212.0	218.1	203.9	201.4	197.7	204.8
- Oro	179.6	179.5	171.4	171.4	154.9	146.5
- Divisas	24.9	31.1	25.0	22.5	35.3	50.8
- Aportes organismos internacionales	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
- Sector Público no Financiero	2.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.6
<b>Pasivos</b>	<b>247.3</b>	<b>359.3</b>	<b>363.2</b>	<b>427.8</b>	<b>488.0</b>	<b>464.2</b>
- BROU	123.4	231.6	237.3	304.9	368.3	346.8
- Corresponsales y préstamos externos	93.6	158.4	147.5	166.0	207.9	199.0
- Organismos internacionales	0.0	15.0	15.0	15.0	15.0	14.0
- Obligaciones con residentes	29.8	58.2	74.8	123.9	145.4	133.8
(De las cuales: Coberturas o swaps)	(10.2)	(27.8)	(46.7)	(77.0)	(61.8)	(49.8)
- Sector Público no Financiero	123.9	127.7	125.9	122.9	119.7	117.4
- Deuda pública externa	53.5	50.0	46.4	42.7	38.7	34.2
- Organismos internacionales	0.1	5.8	7.1	9.8	10.3	16.9
- Otros gobierno central	10.3	11.4	9.1	8.5	6.1	5.4
- Gobiernos departamentales	2.0	1.8	1.6	1.4	1.5	1.4
- Empresas públicas	58.0	58.7	61.7	60.5	63.1	59.5
<b>Activos netos</b>	<b>-33.1</b>	<b>-137.9</b>	<b>-156.0</b>	<b>-223.1</b>	<b>-287.0</b>	<b>-255.8</b>
- BROU	88.6	-13.5	-33.4	-103.5	-170.6	-142.0
- Sector Público no Financiero	-121.7	-124.4	-122.6	-119.6	-116.4	-113.8

Fuente: Instituto de Economía, Estadísticas Básicas, y Departamento de Emisión del BROU

Las obligaciones en moneda extranjera del Banco República habían aumentado de USD 123 millones en 1961 a USD 305 millones a fines de 1964, mientras que sus activos externos (oro, divisas, aportes en organismos internacionales) venían en descenso, desde USD 212 millones en 1961 a USD 201 millones a fines de 1964. De esta manera, aunque las reservas internacionales netas todavía eran positivas a fines de 1964 (en apenas USD 20,4 millones), la posición neta en moneda extranjera había pasado a estar vendida en más de USD 100 millones. Como la mayor parte de las obligaciones eran de corto plazo, el Banco República veía cómo su situación de mora en algunos pagos podía llegar a convertirse en un incumplimiento más generalizado. A todo esto debía sumarse la deuda del gobierno central, los gobiernos departamentales y las empresas públicas no financieras, que llevaban el exceso de pasivos en moneda extranjera sobre activos externos a USD 223 millones a fines de 1964, casi la cuarta parte del Producto Interno Bruto (PIB) de la época.

La inminencia de una situación de cesación de pagos del sector público uruguayo con sus acreedores en moneda extranjera motivó la conformación de una “misión negociadora” cuya composición adquirió rasgos de una epopeya nacional. El gobierno decidió que la misión debía tener un carácter multipartidario, con integrantes de los distintos sectores del gobierno y de la oposición, tanto a nivel técnico como político. Para presidir la comitiva no se escogió a una figura del Ministerio de Hacienda o del Banco República, sino a una figura política de ascendente prestigio: el entonces Ministro de Ganadería y Agricultura, Wilson Ferreira Aldunate. Estuvo acompañado, entre otros, por el subsecretario del Ministerio de Relaciones Exteriores, Diego Terra Carve y por el senador de la Lista 15, Luis Tróccoli. El Banco República estuvo representado por su gerente general interino, Alberto Morillo, mientras que el Ministerio de Hacienda aportó personal técnico, como el contador José Pedro Laffitte, y a Nilo Berchesi que, si bien de

afiliación colorado, era una persona de frecuente consulta por parte del Ministro Martins. Luis Faroppa también participó como asesor del opositor Partido Colorado. Llamativamente, también integraba la comitiva un representante del sector privado: el presidente de la Asociación de Bancos, Enrique Martín. Pero la responsabilidad de llevar la voz cantante en las presentaciones y discusiones de carácter técnico recayó en Enrique Iglesias, quien al presentar la agenda con los planes de la CIDE buscaba convencer a los acreedores sobre la sostenibilidad financiera de Uruguay a largo plazo y procurar el beneplácito del Comité Interamericano de la Alianza para el Progreso (CIAP) y el respaldo que a través de su presidente, el colombiano Carlos Sanz de Santamaría, y el secretario de Asuntos Internacionales en el Departamento de Estado del gobierno de Estados Unidos, Jack Vaughn, podía obtener la postura uruguaya de parte de la administración de Lyndon Johnson.

La misión emprendió su itinerario el 2 de agosto a las nueve y media de la noche en el vuelo 203 de Pan Am, con todas las expectativas propias de una gesta deportiva. Fue recibida en Nueva York por el embajador Felipe Yriart. Según el relato del Times, “ocho funcionarios uruguayos (Faroppa y Laffitte viajaron al día siguiente) encabezados por el Ministro de Agricultura Wilson Ferreira Aldunate, penetraron tímidamente en las oficinas privadas del Federal Reserve Bank de Nueva York y desplegando estadísticas y libros de contabilidad rogaron durante dos horas y media la ayuda de diversos bancos metropolitanos (...). La triste verdad, demasiado obvia para los banqueros, es que el pequeño Uruguay está prácticamente en quiebra y, al igual que un inquilino que ya está endeudado hasta las orejas, encuentra cada vez más difícil hacerse de dinero fresco”.<sup>32</sup>

Más que “tímida”, la presentación uruguaya ante los bancos acreedores fue brutalmente honesta. A sugerencia de Iglesias, Ferreira Aldunate presentó a los acreedores un panorama desolador, en el que reconoció culpas propias de Uruguay en los incumplimientos del Banco República. Pese a ello, la misión debió escuchar los reproches de los acreedores, especialmente en lo referente a la actuación del BROU, cuya mora de más de tres meses en el cumplimiento de sus compromisos externos era considerado “irregular por parte de un Banco Central”. A esto se sumaba la dilación que venía teniendo el BROU en presentar información sobre su situación de reservas internacionales y deuda externa, así como las marchas y contramarchas sobre las propuestas de envío de oro para cancelar o garantizar obligaciones, que hacían que los acreedores dudaran sobre la voluntad de cumplimiento de la institución. La reunión culminó con un compás de espera, condicionando los bancos acreedores los términos de una refinanciación a la concreción de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

A comienzos de los sesenta el FMI había implementado sistemas de paridad oro en las economías industrializadas y se concentraba en los riesgos asociados a la falta de liquidez internacional y a la volatilidad global de los flujos financieros de corto plazo. Estos temas, se agregaban al clásico rol como prestamista para la corrección de problemas de balanza de pagos y de liquidez<sup>33</sup>. Para ello, introdujo dos instrumentos: el Arreglo General de Préstamo (GAB del acrónimo en inglés General Arrangements to

---

<sup>32</sup> *Hacia el despeñadero*, Times, Nueva York, 4 de agosto de 1965.

<sup>33</sup> De Vries, M. G. (1986); *The IMF in a changing world 1945-85*; International Monetary Fund. Reinhart, C. y Trebesch, C. (2016); *The International Monetary Fund: 70 Years of Reinvention*; Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Vol. 30(1).

Borrow) en 1962, y un fondo compensatorio para economías productoras de bienes primarios que atravesaban dificultades financieras debido a problemas de términos de intercambio<sup>34</sup>.

Superada la siempre difícil etapa de presentarse ante los acreedores, la comitiva siguió su camino hacia Washington, donde las discusiones tendrían un carácter más político. El 4 de agosto Iglesias expuso ante el CIAP un resumen de los trabajos y las propuestas de la CIDE, justificando la permanencia de Uruguay como un “caso líder” en la agenda de la Alianza para el Progreso y, con ello, la necesidad de salvaguardar su programa de reformas con un imprescindible apoyo financiero. Siguió reuniones con Jack Vaughn en el Departamento de Estado, con el Director Gerente del Fondo Monetario Internacional Pierre-Paul Schweitzer, con el presidente del Banco Mundial George Woods y con el presidente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Felipe Herrera.

Tras las reuniones protocolares iniciales, comenzaron trabajos técnicos, especialmente con el *staff* del Fondo Monetario Internacional, que se extendieron por dos semanas. Surgió como requisito para el avance de las negociaciones que el BROU acordara con la banca privada la regularización de los pagos por las coberturas, llegándose a una fórmula de arreglo el 18 de agosto. Esto permitió anunciar el 20 de agosto los términos de una refinanciación a cinco años de USD 58 millones adeudados a los bancos norteamericanos, además de la posibilidad de celebrar un nuevo *stand by* con el FMI que permitiría obtener recursos para cumplir con las obligaciones por USD 15 millones con el propio organismo. Los términos de la refinanciación debían ser aprobados por el Consejo Nacional de Gobierno el lunes 23, lo que se logró gracias al voto conforme del colorado Oscar Gestido, que se sumó al de los consejeros nacionalistas Beltrán, Penadés, Puig Spangenberg y Lorenzo y Losada. Los nacionalistas Heber y Zorrilla de San Martín votaron en contra, mientras que los colorados Abdala y Vasconcellos se abstuvieron. Con la aprobación del acuerdo se abrió la instancia de negociación del nuevo *stand by* con el FMI, previéndose el envío de una misión a Uruguay a partir del 26 de agosto.

La “misión refinanciadora” continuó su periplo con Europa, donde también logró acordar la consolidación de deudas con bancos corresponsales del BROU y proveedores, además de un crédito de USD 3 millones del gobierno italiano (destinado a la adquisición de equipamiento con ese origen). Aparte de ese crédito, poco logró la misión en términos de “fondos frescos”, pero al menos había logrado normalizar las relaciones financieras del Estado uruguayo y especialmente las del Banco República con el exterior, quien recibió nuevas líneas de crédito con corresponsales.

Aún con el alivio financiero logrado tras el trabajo de la misión, el problema de Uruguay no se limitaba al tamaño de su stock de deuda, sino que estaba radicado en el flujo financiero con el resto del mundo. Entre 1961 y 1964 se registró una situación deficitaria en el balance de pagos, originada fundamentalmente en la fuga de capital privado, detectada a través del rubro “Errores y Omisiones” del balance de pagos (ver Cuadro 1.2)<sup>35</sup>. El volumen de esta fuga de capitales estuvo muy vinculado con la magnitud de la

---

<sup>34</sup> De Vries (1986); Reinhart y Trebesch (2016).

<sup>35</sup> El balance de pagos es una herramienta contable que registra las transacciones del país con agentes no residentes. Por convención contable, no registra las transacciones en moneda extranjera entre residentes, por lo que el rubro “Errores y omisiones”, además de incluir un saldo neto por errores y omisiones propiamente dichos, proveniente de transacciones que deben ser estimadas (como los gastos e ingresos por turismo, por ejemplo), también incorpora los movimientos hacia y desde el sistema financiero de los agentes

diferencia entre el tipo de cambio oficial y el “paralelo” o libre. El mantenimiento del tipo de cambio fijo de \$ 10,98 durante el plan de estabilización del gobierno nacionalista de 1959-1962 se hizo insostenible ya en el último año de ese gobierno, alentando ataques especulativos contra el peso uruguayo. Con la devaluación del peso a \$ 16,40 en mayo de 1963 y la introducción del doble mercado de cambios la fuga de capitales se frenó por un tiempo, pero en 1964 la presión vendedora contra el peso recrudesció, forzando nuevas devaluaciones en diciembre de 1964 y marzo de 1965.

**Cuadro N° 1.2**

Balance de pagos

(en millones de dólares)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-18.2</b>	<b>-67.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>72.0</b>	<b>59.3</b>
- Exportaciones (FOB)	174.7	153.5	165.2	178.9	191.2	185.8
- Importaciones (FOB)	-182.8	-207.6	-151.6	-168.6	-123.1	-132.3
- Otros Cta. Cte.	-10.1	-13.6	-14.4	-11.1	3.9	5.8
<b>Cuenta Capital</b>	<b>53.5</b>	<b>-6.0</b>	<b>-2.5</b>	<b>-20.2</b>	<b>-38.9</b>	<b>-117.6</b>
- Capital público no financiero	-6.4	-3.3	0.0	-2.9	-0.8	4.8
- Capital público financiero	13.3	11.0	7.2	37.7	7.2	-6.8
- Capital privado	36.9	40.9	-9.1	6.0	44.5	-75.2
- Errores y omisiones	9.7	-54.6	-0.6	-61.0	-89.8	-40.4
<b>Variación reservas internacionales (*)</b>	<b>35.3</b>	<b>-73.7</b>	<b>-3.3</b>	<b>-21.0</b>	<b>33.1</b>	<b>-58.3</b>

Fuente: Instituto de Economía, Estadísticas Básicas

(\*) (+) Aumento, (-) Disminución

En ese estado de cosas se produjo el cierre de la mesa de cambios del BROU a mediados de mayo de 1965, una medida transitoria que debía regir hasta fines de ese mes. Pero con el dólar oscilando en el mercado libre en torno de los \$ 50 y con la endeble situación de liquidez en moneda extranjera que enfrentaba el BROU, las autoridades decidieron prorrogar por otros quince días el cierre de la mesa de cambios al público. Cuando la reapertura finalmente se concretó a la hora 0 del 16 de junio, lo hizo con la imposición de un régimen de restricción de las importaciones. En función del mismo, se pretendía racionar las compras al exterior a las más indispensables, estableciéndose listas de productos sobre las que operaría una liberación gradual que se extendía, en principio, hasta el 16 de octubre. La realidad mostraría, sin embargo, sucesivas prórrogas en el proceso de liberalización.

---

residentes. Por ejemplo, un retiro de un residente contra el saldo de su cuenta en dólares en una entidad bancaria local no se contabiliza, pues es una transacción entre residentes. Pero para la institución bancaria esta operación genera movimientos que sí se contabilizan en el balance de pagos: ya sea que repercuta en una reducción de sus saldos en un corresponsal en el exterior (que se contabiliza como un ingreso de capitales) o en su cuenta en el Banco Central (que implica una reducción en las reservas internacionales de éste), va a dar lugar a un movimiento en el balance de pagos cuya contrapartida debe anotarse en el rubro “Errores y omisiones”, que en este caso se interpreta como una salida de capitales. Dada la importancia que suelen tener los cambios de portafolio en los movimientos de este rubro, se lo suele usar como estimación de una “fuga de capitales”, aunque en determinados lugares y circunstancias puede ser una aproximación de otros fenómenos, como el contrabando. En ese caso, correspondería su uso no como ajuste de la cuenta capital, sino de la cuenta corriente del balance de pagos.

El término “Errores y omisiones” puede provocar, para un no iniciado en las cuentas nacionales, el sentimiento de que se trata de un indicador de la ineficacia de los estadígrafos, sobre todo cuando alcanza magnitudes importantes. En los años setenta, a instancias de un Director del Banco Central del Uruguay, comenzó a utilizarse en las publicaciones del balance de pagos el término “Discrepancias Estadísticas”. En el Fondo Monetario Internacional y otros organismos a quienes Uruguay reportaba sus cifras la novedad fue recibida con asombro. Duró poco.

Las restricciones a las importaciones permitieron una mejora en el balance comercial durante el año 1965 (ver Cuadro N° 1.2), pero los ataques especulativos contra el peso uruguayo siguieron condicionando la disponibilidad de recursos externos del BROU. Si se mide la fuga de capitales neta a través de la cuenta de “Errores y omisiones”, ésta aumentó de USD 61 a USD 89,8 millones entre 1964 y 1965. Ni el período de cierre de la mesa de cambios ni las restricciones a las importaciones calmaron la demanda de moneda extranjera. En la tercera semana de junio el dólar libre llegó a los \$ 70, aunque sobre fines de mes cayó a \$ 60. Es que el resultado comercial y los movimientos de capitales no ofrecían una explicación de las causas del desequilibrio, sino que sólo ilustraban cómo se materializaba. En ese año 1965 el origen del atolladero financiero estaba en un crecimiento monetario totalmente fuera de línea con el programa previsto, cuya causa última estaba en un problema que se volvía creciente y en apariencia insoluble: el déficit fiscal.

Cuando a fines de 1964 el Parlamento uruguayo finalmente aprobó el Presupuesto Nacional<sup>36</sup> y se introdujo una expansión de gastos para la cual los recursos previstos en otra ley<sup>37</sup> resultaban insuficientes, el subsecretario de Hacienda, Héctor Lorenzo Ríos, manifestó que dicho presupuesto se pagaría “con carozos”. Unos seis meses después el Ministro de Hacienda, Daniel Hugo Martins, se enfrentaba a la opción de caer en un incumplimiento generalizado de los pagos del Estado, incluyendo salarios y jubilaciones, o de reducir el valor del peso uruguayo al de un carozo. Entre los dos males el Ministro optó por el segundo, que consideró el menor.

El plan de Martins era simple. En cada Rendición de Cuentas, la ley autorizaba al Poder Ejecutivo a emitir deuda pública con cargo a la ampliación del circulante del título “Deuda Nacional Interna 5% Serie C”. Por el saldo no colocado también se lo autorizaba a emitir Letras de Tesorería en moneda nacional, a una tasa que una ley de junio de 1963 había elevado a 7,5% anual<sup>38</sup>. Esas tasas de interés en moneda nacional en un país que registraba tasas de inflación de dos dígitos no fueron en ningún momento atractivas, por lo que no debía extrañar que el Poder Ejecutivo no pudiese obtener un financiamiento voluntario de los déficits presupuestales. No quedaba otro recurso, pues, que acudir al crédito del Banco República. Pero como la deuda pública no era un puntal de emisión<sup>39</sup>, los créditos del BROU al gobierno generaban un desplazamiento de su capacidad crediticia para con el sector privado no financiero. Al menos, hasta que una devaluación del peso aumentara el valor de los puntales de emisión y el BROU pudiera incrementar su emisión contra ese margen.

Martins propuso entonces al Parlamento un proyecto de ley por el cual la deuda pública autorizada y no emitida se transformaba en un puntal de emisión. La versión que finalmente votó la Cámara de Representantes el 23 de julio de 1965<sup>40</sup> autorizó al Poder Ejecutivo a caucionar en el BROU hasta \$ 1.675 millones (unos USD 70 millones) en títulos de deuda a valor nominal y al Departamento de Emisión de dicho banco a descontar al Departamento Bancario esos títulos de deuda. El producido de dicho

---

<sup>36</sup> Ley 13.320 de 28 de diciembre de 1964

<sup>37</sup> Ley 13.319 de 28 de diciembre de 1964

<sup>38</sup> La ley también autorizaba al Poder Ejecutivo a emitir deuda en moneda extranjera, pero éste hizo poco o ningún uso de esa opción.

<sup>39</sup> Los puntales de emisión eran los rubros contables contra los cuales la legislación autorizaba la emisión por parte de la autoridad monetaria, en este caso el Banco República.

<sup>40</sup> Ley 13.350, promulgada por el Poder Ejecutivo el 4 de agosto de 1965.

descuento debía ser depositado en la cuenta del Tesoro Nacional y, hasta \$ 475 millones, a favor de los gobiernos departamentales y la empresa estatal de ferrocarriles, AFE. El proyecto de Martins también incluía la propuesta de creación de un banco central, pero esa parte fue desglosada en la discusión parlamentaria y finalmente no se aprobó. Quizás fue una suerte. A la postre, la gestación de este instituto ligada a una ley que habilitaba el financiamiento inflacionario del déficit fiscal no hubiera sido favorable para la construcción de su reputación.

Aún con los recursos adicionales provenientes de esta modificación en la Carta Orgánica del BROU, la administración seguía teniendo problemas para financiar su presupuesto. El déficit presupuestal del año 1965 se situó en el orden de los \$ 2,6 mil millones, por lo que el aumento de emisión monetaria a favor de la Tesorería de \$ 1,2 mil millones que preveía esta ley sería insuficiente, a falta de otras fuentes de financiamiento.

Este complicado panorama fiscal y monetario es el que encuentra la misión del Fondo Monetario Internacional que arriba a Uruguay el 26 de agosto, presidida por el norteamericano Richard Radford. Para los funcionarios, una brecha entre el dólar libre y el oficial del 160%, una inflación que ya se ubicaba por encima del 50% anual (contra el 35% con que había cerrado el año 1964) y una situación de reservas internacionales netas virtualmente negativas constituían los signos más evidentes del deterioro económico y financiero que enfrentaba el país, en momentos que de la concreción de un nuevo acuerdo *stand by* con el FMI dependía la confirmación de los términos de la refinanciación que venía negociando la misión encabezada por Ferreira Aldunate.

Los tiempos se agotaban para un Ministro de Hacienda siempre conciliador, pero al que el fraccionamiento del sistema político y la falta de unidad en la conducción del Consejo Nacional de Gobierno le impidieron adoptar las medidas de fondo que la coyuntura requería. Logró que el Parlamento aprobara, con mucho retraso, la ley de presupuesto para el período de gobierno 1963-1966 y las rendiciones de cuentas de los años 1961, 1962 y 1963, negoció con su Partido y la oposición la aprobación de alguna reforma importante, como la ley por la que se reglamentó el ingreso por concurso a la administración pública y reconoció en el trabajo de la CIDE iniciativas que podían mejorar las condiciones de crecimiento económico a largo plazo. Pero la negociación en el Parlamento se hizo a expensas de un desborde en las autorizaciones de gasto al que ni siquiera el Consejo tuvo la fuerza política suficiente como para ejercer el derecho constitucional del veto. La delicada situación financiera del Estado y el descontento que el proceso inflacionario generaba lo hicieron blanco fácil de la oposición, de la opinión pública y hasta de las críticas en su mismo Partido.

El viernes 10 de setiembre, habiendo recibido de parte de Martins el planteo de que sólo continuaría en el Ministerio de Hacienda si obtenía un voto de confianza de todos los consejeros de la mayoría nacionalista<sup>41</sup>, Washington Beltrán expresó en una reunión con dirigentes de la UBD que “Martins cuenta con la resistencia de toda la oposición, de la mitad del Partido Nacional y de la mitad de la UBD”. Agregó que “de persistir Martins en su actitud, la política económica del país será responsabilidad de un sector político, y no del Gobierno”<sup>42</sup>. Las palabras de Beltrán no dejaban dudas en cuanto a que el Ministro

---

<sup>41</sup> El día anterior Martins había presentado ante el Consejo su renuncia “indeclinable”, pero luego la retiró a pedido de algunos correligionarios de la UBD.

<sup>42</sup> El País, sábado 11 de setiembre.

de Hacienda no iba a conseguir el respaldo político al que aspiraba, pero también son llamativas provenientes de un presidente de la República. Considerar que la política económica puede ser responsabilidad de un sector político y no del Gobierno es demostrativo de la carencia de unidad de conducción a la que se había llegado bajo un Ejecutivo colegiado.

“Al no contar con el apoyo franco y total de todos los consejeros electos por el Partido Nacional”<sup>43</sup>, Martins optó por hacer definitiva su renuncia presentada el jueves 9. Este paso le abriría, sin embargo, una nueva instancia en su trayectoria política, relevante para él y para el relato que nos ocupa.

En la última semana de agosto había vencido el plazo constitucional para que el Senado se pronunciara sobre la venia de destitución de los directores del BROU, Juan Eduardo Azzini y Carlos Hernández Wildner. Había quedado expedita la vía para que el Poder Ejecutivo reconstituyera el Directorio del Banco República, cesando la intervención y designando los directores restantes. De esta forma, el 16 de setiembre se resolvió la destitución de Hernández Wildner y Azzini<sup>44</sup> como directores del República. Los interventores Julio Solsona Flores, Guillermo Stewart Vargas y Ledo Arroyo Torres fueron propuestos para integrar el directorio de la institución, el primero de ellos en calidad de presidente. Para completar el directorio se solicitó la venia de designación de Casimiro Echevarren, en representación de la minoría colorada, y como vicepresidente del BROU se propuso al saliente Ministro de Hacienda, Daniel Hugo Martins. El 19 de octubre, los directores designados tomaron posesión de sus cargos y se dejó sin efecto la intervención que había sido decretada el 26 de mayo<sup>45</sup>.

Para reemplazar a Martins en el Ministerio de Hacienda el Poder Ejecutivo optó el senador Dardo Ortiz, una figura proveniente al igual que aquel del Movimiento Popular Nacionalista del extinto Daniel Fernández Crespo, aunque con un mayor peso político propio. Ortiz asumió como Ministro el 16 de setiembre, con el desafío de encauzar la problemática situación económica y financiera del país. Más allá de sus divisiones internas, el Partido Nacional comprendía que para tener alguna mínima posibilidad en la contienda electoral del año próximo debía lograr un abatimiento de la inflación y cierto orden en el manejo de las cuentas públicas.

La toma de posesión de Ortiz como Ministro de Hacienda coincidió con la visita a Uruguay del director ejecutivo por Uruguay, Argentina, Chile, Bolivia, Ecuador y Paraguay en el FMI, Luis Escobar. La oportunidad le permitió al nuevo Ministro conocer los avances en el trabajo de la misión de dicho organismo que se encontraba en el país desde el 26 de agosto. En la opinión de los técnicos del organismo, un nuevo *stand by* requería una respuesta de las autoridades uruguayas a tres problemas: una valuación del peso uruguayo respecto al dólar más realista, que al mismo tiempo disipara la brecha entre el cambio oficial y el paralelo, un levantamiento de las restricciones a las importaciones y una reducción del déficit fiscal, que permitiera atenuar su financiamiento por la vía de la emisión monetaria.

Ortiz no estaba en condiciones de dar una rápida respuesta a ninguna de estas cuestiones. Por ello una de sus primeras medidas fue disponer la prórroga por otro mes

---

<sup>43</sup> Carta de Daniel Hugo Martins al Consejo Nacional de Gobierno, lunes 13 de setiembre de 1965.

<sup>44</sup> Resolución del Poder Ejecutivo 1113/965 de 16 de setiembre de 1965.

<sup>45</sup> Decreto 455/965 de 16 de octubre de 1965.

en el calendario de levantamiento de las restricciones a la importación. Por otro lado, creía que los valores del peso uruguayo en el mercado libre estaban afectados por presiones especuladoras a las que trató de doblegar con algunas medidas administrativas, por ejemplo obligando a importadores o bancos con contratos de cobertura de divisas aprobados pero no ejecutados a que entregaran los pesos correspondientes<sup>46</sup> Con ello logró que el tipo de cambio en el mercado libre, que había rondado los \$ 80 por dólar en los días siguientes al cambio de Ministro de Hacienda, anticipando una devaluación en el mercado oficial, bajara sobre fines de setiembre a \$ 69.

En el plano fiscal fue donde la nueva conducción económica comenzó a mostrar mayor autoridad. El Poder Ejecutivo decidió observar los presupuestos de los bancos oficiales, por sus desvíos respecto de las pautas indicadas. El año anterior, la respuesta del gobierno frente a la misma situación de desvío había sido pasiva, alimentado un fuerte incremento de las erogaciones en estos organismos. Este año Ortiz estaba dispuesto a enviar una señal ejemplarizante, más allá del impacto que las remuneraciones de los bancos estatales pudieran tener en el conjunto del presupuesto del Estado. La respuesta sindical no se hizo esperar, pero las diferencias entre AEBU y la Asociación de Empleados del Banco República (AEBR) generaron distintos tipos de medidas. Los empleados del BROU afiliados a AEBU bogaban por una paralización total de actividades. Los afiliados a AEBR consiguieron hacer valer su postura, que era la de realizar paros parciales de “brazos caídos” (los funcionarios estaban presentes en sus puestos de trabajo, pero no trabajaban) a partir del 26 de setiembre. El gobierno subió la apuesta, ordenando al Directorio del BROU que no abriera sus puertas el día 27.

El 16 de octubre el gobierno resolvió finalmente devaluar el peso uruguayo a \$ 59,90 por dólar. Al mismo tiempo, procuró mejorar las cifras fiscales apropiándose, vía aumento de detracciones a las exportaciones de diversos productos, de la mejora en la rentabilidad de los sectores exportadores debida a la devaluación<sup>47</sup>. También se derogó el decreto del mes de junio por el que se habían prohibido importaciones consideradas “prescindibles, suntuarias o competitivas de la industria nacional” y todos los que habían prorrogado los plazos de caída de la prohibición, para sustituirlos por un nuevo decreto<sup>48</sup> que volvió a introducir listas de productos sujetos a prohibición por determinados plazos. Un grupo de productos quedó sujeto a una prohibición de importación por treinta días, mientras que aquellos con tasas de recargo del 60% o superiores quedaron suspendidas por ciento ochenta días. Estas prohibiciones recibirían sucesivas prórrogas, con algunas pocas excepciones en el caso de bienes donde el desabastecimiento se hizo más agudo, hasta el 12 de mayo de 1966. Además, se prohibió la importación de bienes de capital que no contaran con financiamiento del exterior en moneda extranjera por un plazo mínimo de tres años. Por último, se autorizó al BROU a establecer consignaciones en moneda nacional por hasta el equivalente del cien por ciento del valor CIF de las importaciones. Se pretendía que la medida, además de desestimular importaciones por la vía de aumentar su costo financiero, actuara como un mecanismo de esterilización forzada de liquidez.

---

<sup>46</sup> En contrapartida, seguía empeorando la posición en moneda extranjera del BROU por la obligación de entregar las divisas a futuro.

<sup>47</sup> Decretos 460 a 468 de 18 de octubre de 1965.

<sup>48</sup> Decreto 469/965 de 18 de octubre de 1965.

Dardo Ortiz negoció en el Parlamento una Ley de Rendición de Cuentas del año 1964<sup>49</sup> en la que se moderasen los aumentos de gastos, respecto de lo que había ocurrido en la Ley de Presupuesto y en la Rendición de Cuentas de 1963<sup>50</sup>. Los aumentos de sueldos para el año 1966 quedaron limitados a una partida fija de \$ 1.000 para todos los funcionarios, distribuida durante el año, con la que se buscaba que las remuneraciones crecieran en promedio, respecto de 1965, en un 35%<sup>51</sup>. Sin embargo, el aumento en las transferencias y subsidios a organismos públicos deficitarios y en los egresos por inversiones implicaron un aumento del gasto primario del gobierno central (sin contar pagos de intereses) del 90,4% en 1966.

Pero la mejora en el resultado fiscal de 1966 provino por el lado de los ingresos. El aumento en las detracciones a las exportaciones, la aplicación de un gravamen adicional a las importaciones del 15%<sup>52</sup> (cuyo rendimiento fiscal aumentó conforme se fueron levantando restricciones durante 1966), la creación de un Impuesto Único a la Actividad Bancaria, aplicado sobre los créditos y garantías otorgados por las entidades financieras (bancos, cajas bancarias, cajas populares y financieras), la creación de diversos impuestos por una vez, como el de mayor valor de la producción agropecuaria y a la renta y comercialización de lana, así como los aumentos de tasas y aplicación de anticipos en otros impuestos generaron un crecimiento de casi dos veces y media en la recaudación del gobierno central respecto de 1965. Esta mejora reducía el déficit de caja del gobierno central a unos \$ 1,4 mil millones en 1966, pero las necesidades de financiamiento con expansión monetaria continuaban. En virtud de ello, los puntales de emisión con cargo a deuda pública caucionada en el Banco República se elevaron en \$ 800 millones.

La desmesurada brecha entre el dólar libre y el oficial y el perenne estado de espera de una devaluación inminente generaron comportamientos especulativos entre los agentes con ingresos en dólares, principalmente las empresas exportadoras, quienes tendieron a retener las divisas generadas. Cuando finalmente se produjo la devaluación de octubre la oferta de divisas en el mercado se incrementó, lo que le permitió al Banco República mejorar su posición de reservas en el último trimestre del año<sup>53</sup>. El resultado del tercer trimestre es el que en buena medida explica el aumento de reservas internacionales del año pese a las fuertes tensiones en materia de disponibilidad de divisas que debieron afrontarse, al menos hasta que la “misión refinanciadora” alcanzara un acuerdo con los acreedores externos<sup>54</sup>.

---

<sup>49</sup> Ley 13.420 de 2 de diciembre de 1965.

<sup>50</sup> Ley 13.349, aprobada el 29 de julio de 1965.

<sup>51</sup> En los hechos, los sueldos y salarios del gobierno central crecieron en 1966 un 45,7% respecto del año 1965, pero de todos modos lo hicieron por debajo de la inflación. La variación entre el Índice de Precios al Consumo promedio de 1966 respecto al promedio de 1965 fue del 73,5%, mientras que la variación diciembre a diciembre fue del 49,4%.

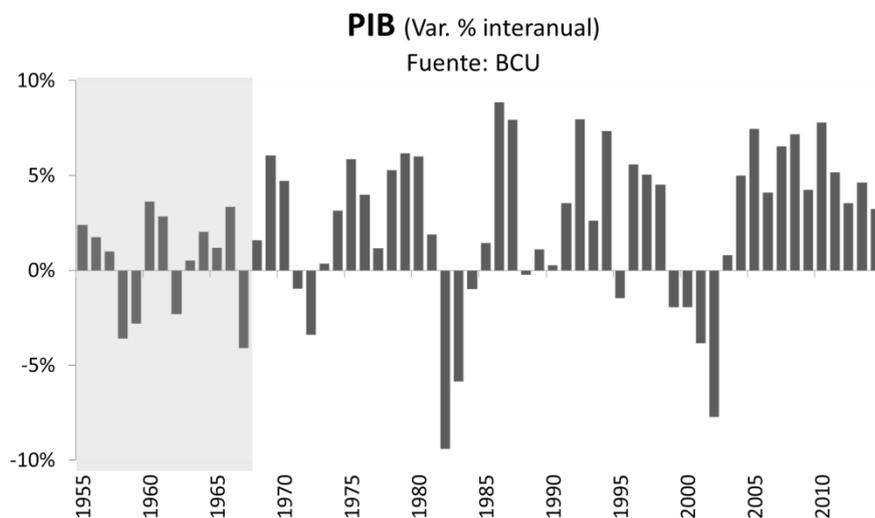
<sup>52</sup> Con excepciones en algunos productos, que recibieron exoneraciones, tasas del 1,5% o del 8%.

<sup>53</sup> *Análisis del Cumplimiento del Presupuesto Monetario del Año 1966*, Banco de la República Oriental del Uruguay.

<sup>54</sup> El resultado positivo en el balance de pagos del año 1965 está distorsionado, sin embargo, por un aumento de saldos con proveedores externos, en unos USD 75 millones, que fue consecuencia de los incumplimientos en los contratos de coberturas por parte del BROU. Desde el punto de vista de la contabilidad del balance de pagos, esta situación operó como una suerte de ingreso de capitales “forzoso”. Ajustado este factor, las reservas internacionales netas del BROU ya eran negativas a fines de 1965, situación que efectivamente se materializó en 1966.

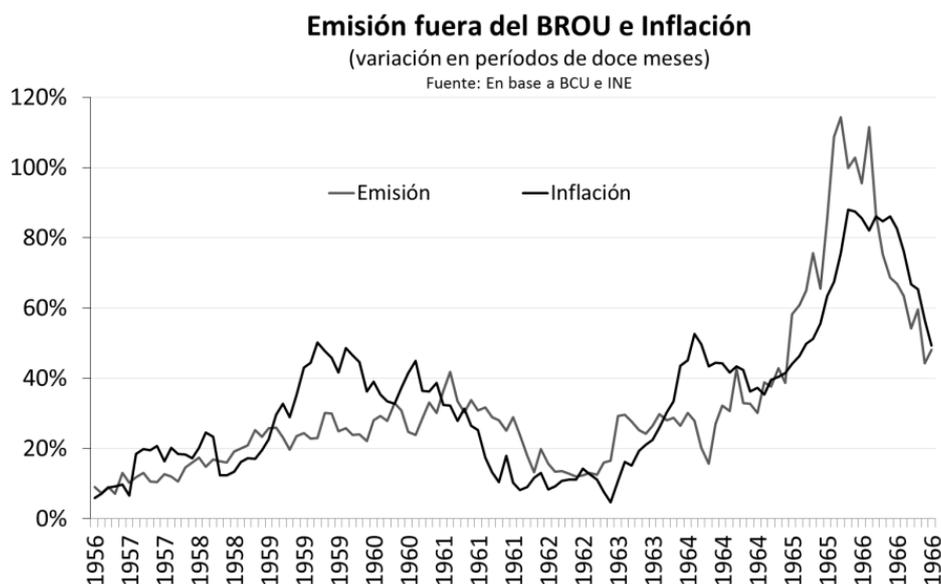
La devaluación de octubre reforzó el efecto que sobre el proceso inflacionario venía teniendo la expansión monetaria. Si una virtud ésta tuvo, fue la de atenuar los impactos que la crisis bancaria hubiese tenido sobre el nivel de actividad, permitiendo que la economía creciera a una tasa del 1,2% en 1965. La cifra podría parecer modesta, pero no era mala en el estado de virtual estancamiento que la economía uruguaya venía mostrando desde mediados de los cincuenta (ver Gráfico 1.1).

**Gráfico 1.1**



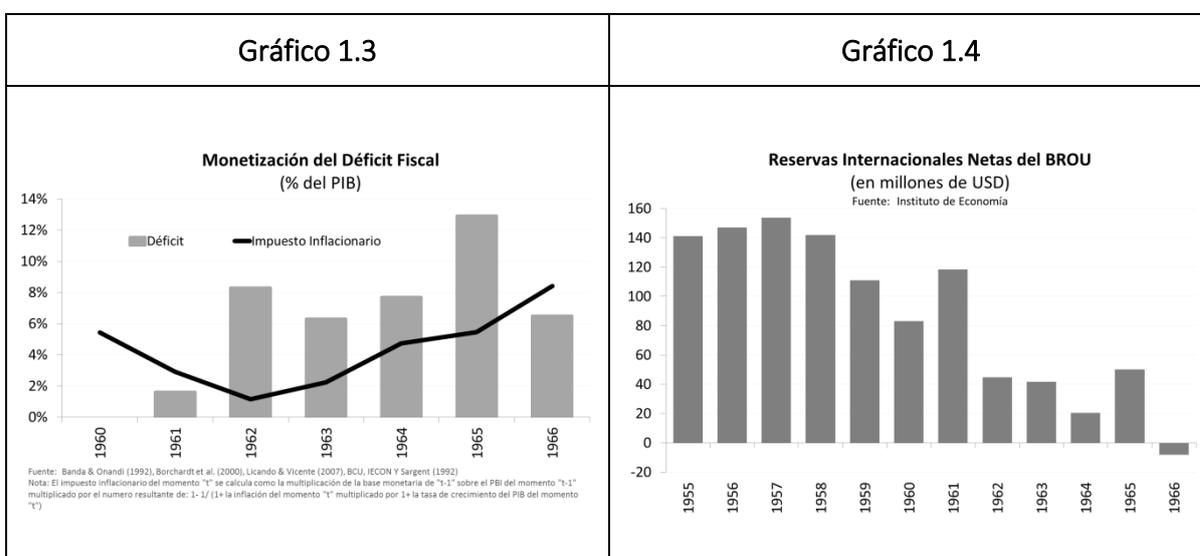
Las necesidades de financiamiento del sector público, especialmente a partir de la inclusión de los títulos de deuda caucionados en el BROU como puntal de emisión, sumadas a las compras de moneda extranjera en el último trimestre, llevaron el crecimiento de la emisión fuera de la autoridad monetaria a tasas de tres dígitos durante el segundo semestre de 1965. Esta liquidez excedente propició que el proceso inflacionario alcanzara en 1965 un nuevo récord histórico, con un alza de precios del 88% (ver Gráfico 1.2).

**Gráfico 1.2**



4

El financiamiento monetario del déficit fiscal y la sujeción por períodos prolongados a un tipo de cambio inconsistente con la trayectoria de los demás precios de la economía fue durante la primera mitad de los años sesenta una causa recurrente de las dificultades de pagos externas sufridas por Uruguay, además del agravamiento del fenómeno inflacionario (ver Gráficos 1.3 y 1.4). Si a este escenario se incorporan las distorsiones existentes en la determinación de las tasas de interés (donde las regulaciones legales tendieron a volverlas fuertemente negativas en términos reales) y en la asignación de los créditos, se puede comprender por qué la economía uruguaya había llegado a tal grado de fragilidad financiera.



En efecto, un estudio realizado por la CIDE entre 1962 y 1963 sobre la base de los estados contables de las firmas que cotizaban en la Bolsa de Valores mostraba que, con la presencia del fenómeno inflacionario y las restricciones de acceso al financiamiento, los atrasos en los pagos de impuestos se habían convertido en una de las principales fuentes de financiamiento entre empresas comerciales e industriales. Aquellas que podían acceder a líneas de financiamiento promocionales, en el marco de un mercado de crédito fuertemente regulado con topes a la tasa de interés, también habían incrementado sus pasivos con el sistema bancario. En líneas generales, el estudio sugería un aumento de la participación del pasivo respecto al patrimonio de las empresas como fuente de financiamiento.

Un sector no financiero crecientemente apalancado es, de por sí, un factor de riesgo para el sistema financiero, pero éste encontró incentivos para incurrir en riesgos aún mayores. El crecimiento en las operaciones de coberturas o swaps por parte del Banco República en los años sesenta, con valores para estos contratos distorsionados tanto por la presencia de un tipo de cambio fuera de línea con las presiones del mercado y una tasa de interés que no reflejaba el verdadero costo del dinero en una economía con una inflación de dos dígitos, incentivaron por parte de la banca privada la captación de

recursos en moneda extranjera en el exterior cuya contraparte en sus activos locales no fueron entidades capaces de generar divisas con su actividad, sino fundamentalmente un sector público crecientemente necesitado de liquidez externa. El deterioro patrimonial del Banco República y el incumplimiento de las coberturas aumentó la fragilidad del sistema bancario privado y fue una de las causas de la crisis financiera de 1965 y sus reverberaciones posteriores.

Incluso el caso paradigmático del Banco Transatlántico del Uruguay puede encuadrarse dentro de la macroeconomía distorsionada del Uruguay de los sesenta. Sin regulaciones que limitaran la concentración de activos bancarios en empresas vinculadas a la dirección y administración de un banco, las condiciones financieras de la época estimularon el fondeo con tasas de interés reales negativas, a través de los pasivos del banco, de actividades cuyo sustento patrimonial estaba más en una valuación favorable fruto de precios relativos desalineados, como en el caso del sector inmobiliario, que en sus resultados operativos.

El Ministro de Hacienda, Dardo Ortiz, estaba dispuesto a que en 1966 comenzaran a cambiar las penosas circunstancias por las que la economía uruguaya había atravesado en la primera mitad de los sesenta. Contaba a su favor con una producción agropecuaria beneficiada por una situación climática excepcional, que le estaba asegurando, habiendo hecho la corrección cambiaria, un alivio en la disponibilidad de divisas. También había logrado la aprobación parlamentaria de un paquete de impuestos que permitía reducir el recurso a la emisión como financiamiento del déficit fiscal.

Consciente del delicado balance político y de la aún precaria situación en materia de reservas internacionales, se adoptó un enfoque gradual para moderar el alza en los precios y la liberalización de los flujos comerciales. Dispuesto a sacar el máximo provecho de las divisas disponibles, Ortiz dispuso en primer lugar que los organismos del Estado, incluyendo las empresas públicas y los gobiernos departamentales, presentaran en forma trimestral al Ministerio de Hacienda sus preventivos de necesidades de divisas para importaciones, servicios de deuda u otros pagos de cualquier índole. Las compras de divisas debían efectuarse con autorización previa de Hacienda no inferior a cuarenta y cinco días<sup>55</sup>. Luego reforzó la medida, imponiendo la obligación de que dichos organismos estatales realizaran su movimiento cambiario exclusivamente a través del Banco República<sup>56</sup>. Además, se obligó a los exportadores de mercaderías no sujetas a detracción a negociar las divisas obtenidas dentro de los diez días de la fecha de embarque<sup>57</sup>. La medida rayaba en lo absurdo en términos operativos, por lo que tres meses después se autorizó al Banco República a que fijase el plazo para entrega de las divisas<sup>58</sup>. En uso de esa facultad, el Directorio del BROU fijó el 4 de agosto un plazo de 60 días desde la solicitud de embarque para las operaciones al contado, y uno de 210 días para las operaciones a término.

Como se dijo antes, también se había prorrogado sucesivamente la restricción a las importaciones establecida el 18 de octubre. En abril la prórroga se había extendido hasta el 31 de agosto<sup>59</sup>. Pero la negociación del acuerdo con el FMI obligó al gobierno a dar

---

<sup>55</sup> Decreto de 7 de enero de 1966

<sup>56</sup> Decreto de 28 de abril de 1966.

<sup>57</sup> Decreto de 17 de marzo de 1966.

<sup>58</sup> Decreto de 9 de junio de 1966.

<sup>59</sup> Decreto 178/966 de 14 de abril de 1966.

una señal anticipada de mayor liberación comercial. El 12 de mayo se resolvió autorizar la importación de todos los productos cuya tasa de recargo era igual o inferior al 60%<sup>60</sup>. Una semana después, el Ministro de Hacienda y el presidente del Banco República firmaron la carta intención con el FMI, que habilitaba a Uruguay a recibir desembolsos por hasta el equivalente de USD 15 millones hasta mayo del año siguiente.

En la carta, las autoridades uruguayas hacen hincapié en que la convergencia a una inflación más baja y a una situación de libertad en los flujos de cuenta corriente y de capital debe hacerse en forma gradual. Hacen notar que con el levantamiento de restricciones del 12 de mayo la mayor parte de las importaciones son ya libres, pero defienden el mantenimiento de los depósitos previos como un mecanismo de restricción monetaria. También sostienen que las necesidades fiscales obligan a no renunciar a los ingresos por detracciones, aunque reconocen la importancia de preservar la competitividad de las exportaciones y se comprometen a revisar este esquema en el futuro.

El acuerdo con el FMI fue el espaldarazo que Ortiz necesitaba para proseguir con su plan de estabilización. En el mes de mayo, el régimen cambiario mudó a una suerte de “flotación sucia”, procurándose unificar las operaciones en un único mercado libre. La obligación de negociar las divisas en el BROU provenientes de exportaciones sujetas a detracciones es una de las excepciones al mercado libre unificado que las autoridades reconocen que deben necesariamente mantener, así como algunas prohibiciones a las importaciones que se irán levantando gradualmente. De todas maneras, la gestión económica en 1966 fue exitosa en cuanto a mantener en niveles bajos la brecha entre el mercado libre “paralelo” y el ahora “libre oficial”.

Con la decisión de mantener un tipo de cambio fluctuante, el éxito en la estabilización que se proponía Ortiz dependía de la implementación de un ancla nominal alternativa. No existe una definición formal al respecto en las declaraciones del Ministerio de Hacienda ni en los documentos del BROU, incluyendo al Departamento de Emisión. A estar por el programa monetario elaborado por el Departamento de Emisión, hay una referencia a un presupuesto monetario de expansión de un agregado definido habitualmente como M1<sup>61</sup>, supuestamente consistente con los objetivos de la política económica. Pero se trata más de proyecciones cuantitativas que luego se contrastan con la realidad para detectar desvíos, que del uso activo de un instrumento de política. Por el contrario, existe evidencia de que la actitud del Departamento de Emisión estuvo en todos estos años más inclinada a un uso acomodaticio y pasivo de la política monetaria, que a la utilización del programa monetario y al manejo de los instrumentos a su disposición como un medio activo para un fin preestablecido. Es común observar en los análisis del cumplimiento del Presupuesto Monetario y en las actas del Consejo Honorario del Departamento de Emisión la postura de acceder al otorgamiento de líneas especiales de redescuento en favor de ciertos sectores en función de su “importancia para el desarrollo económico” o para “mantener una circulación adecuada a la relación

---

<sup>60</sup> Decreto 220/966 de 12 de mayo de 1966. La liberalización también incluyó la lista de productos a que hacía referencia el artículo 3° del decreto 469/965 de 18 de octubre de 1965, cuya restricción a la importación se había establecido originalmente por un plazo de 30 días.

<sup>61</sup> Circulante en poder del público más depósitos a la vista del sector privado no financiero en el sistema bancario.

de costos y precios internos e internacionales”<sup>62</sup>. Ya en abril de 1965, el entonces segundo vicepresidente del BROU y del Consejo Honorario del Departamento de Emisión, Juan Eduardo Azzini, se lamentaba que en el Presupuesto Monetario para el año 1965 se indicaba que la proyección de los medios de pago tomaba “la premisa de que la política monetaria y bancaria debe operar al servicio de los planes de desarrollo”. Azzini señaló que el desarrollo debe actuar conjuntamente con la estabilización, y destacó que “sin estabilización, no cabe el desarrollo”<sup>63</sup>.

De todas maneras, dada la importancia que tuvo el financiamiento del sector público en la expansión monetaria del año 1965<sup>64</sup>, la menor dependencia de este recurso debía ayudar a la reducción en la tasa de inflación. La estabilización de Ortiz estaba apoyada, entonces, en una suerte de “ancla fiscal” que debía ayudar a reducir la inflación todo lo posible respecto del nivel alcanzado en 1965, aunque sin explicitación de objetivos ni de los instrumentos a utilizar. En ese sentido el plan de Ortiz puede considerarse exitoso, ya que permitió un descenso de la inflación de 88% en 1965 a 49% en 1966.

El control monetario intentó afianzarse con aumentos en los encajes de los bancos. En abril de 1966 dejó de estar vigente la disposición según la cual el monto de los cheques pendientes de envío a la cámara de compensación era computable para el cumplimiento del encaje legal. Luego, el 9 de mayo, el Departamento de Emisión resolvió aumentar de 8% a 10% la tasa de encaje sobre los depósitos treinta días o más y de 16% a 20% la de los depósitos a la vista. Más que una restricción sobre la generación de créditos, la medida tuvo para los bancos el efecto de reducir sus reservas libres, ya que la corrida de 1965 había provocado un natural incremento de las reservas bancarias como porcentaje de los depósitos<sup>65</sup>. Según lo declarado en la carta intención con el FMI, el gobierno tenía pensado incrementar nuevamente los requisitos de encaje antes de fin de año, pero la fragilidad de la situación en el sistema financiero se lo impidió.

Tras las intervenciones de bancos y las medidas adoptadas en abril y mayo de 1965, la situación del sistema bancario había comenzado a mostrar una tranquilidad que no fue duradera. En mayo de 1966, apenas firmada la carta intención con el FMI, el Departamento de Emisión decidió intervenir otra institución en problemas, el Banco del Sur. El crédito de los bancos venía creciendo en términos nominales, aunque por debajo de la inflación, pero antes que terminara el año, y en pleno proceso preelectoral, los temores en los bancos volvieron. En octubre los bancarios se declararon en huelga y se inició una nueva corrida. El Banco República debió asistir financieramente a diversas instituciones financieras, pero la situación de iliquidez se hizo aguda. Durante una sesión

---

<sup>62</sup> Memoria Anual del Banco de la República Oriental del Uruguay, 1966, página 99. La frase revela una disposición a ratificar monetariamente aumentos de costos y precios, realimentando el proceso de suba de precios.

<sup>63</sup> Acta del Consejo Honorario del Departamento de Emisión número 457 de 29 de abril de 1965. Azzini aprovechó la oportunidad para señalar su discrepancia con el mantenimiento del sistema de doble mercado de cambios adoptado entre abril y mayo de 1963 y del sistema de recargos y depósitos previos, que considera deben integrarse a la tarifa aduanera. Azzini también hizo notar su opinión de que el monto previsto en el Presupuesto Monetario para el financiamiento del sector público era insuficiente dada “la realidad presupuestal del momento”, aspecto en el cual el tiempo le dio la razón.

<sup>64</sup> El financiamiento monetario del déficit del sector público representó, por sí sólo, un incremento de los medios de pagos del 42% en 1965, algo menos de la mitad del incremento del 98% ocurrido en ese año. En 1966, el financiamiento al sector público implicó un 8% de crecimiento de los medios de pago, en un año donde crecieron a una tasa del 48%.

<sup>65</sup> A fines de 1965 este ratio llegaba a 23%, contra el 15% alcanzado a fines de 1964 (Vaz, 1999)

del Consejo Honorario del Departamento de Emisión el representante por los bancos privados, Jorge Peirano Facio, hacía esta descripción:

“La situación actual de la plaza es realmente desoladora. Los remates en ferias se encuentran suspendidos y la campaña carece de financiación para realizar sus operaciones habituales; el Frigorífico Nacional adeuda a los ganaderos más de \$ 200 millones y los frigoríficos particulares más de \$ 160 millones (...) La estrechez de numerario en campaña es tal que ya se nota una importante corriente de ventas de ganado hacia el sur de Brasil, (...) allá se paga al contado. Los créditos bancarios están paralizados: las instituciones privadas no autorizan nuevas operaciones, no admiten sobregiros y, lo que es peor, reclaman de sus clientes la cancelación de las deudas a medida que ellas van venciendo; incluso el Banco de la República acompaña esta política agudamente restrictiva. La industria y el comercio se quejan de la falta de disponibilidades (...). Los bancos sufren desequilibrios en el juego normal de sus cuentas corrientes que determinan pronunciados déficits de encaje y los obligan a recurrir a la asistencia crediticia del Banco de la República, que actúa en esto como Banco Central. Esta asistencia (...) debe ser otorgada incluso a las instituciones más grandes, más sólidas y mejor administradas de la plaza (...). Tal es el panorama actual; como se ve, sin necesidad de exagerar, puede calificársele de sombrío. Pero más sombrías aún son las perspectivas inmediatas. La tendencia a los retiros en cuenta corriente no se ha estabilizado y sigue creciendo.”<sup>66</sup>

La rápida respuesta ante la urgencia del momento, reclamada por Peirano Facio, tuvo eco en la resolución del Departamento de Emisión del 19 de diciembre, por la cual se habilitaron líneas especiales de redescuentos por hasta 180 millones de pesos, con facultades conferidas a la Gerencia General del BROU para ampliarlas en hasta un 50%.

El programa monetario de 1966, que había apoyado su sesgo restrictivo en las menores necesidades financieras del fisco, encontró una fuente de expansión imprevista en el crédito al sistema bancario, originada en parte en la asistencia financiera antes mencionada, por unos \$ 5,4 mil millones, y en el pago de los atrasos en los contratos de *swaps* y coberturas, que por concepto de diferencias de cambio llegó a \$ 1,2 mil millones<sup>67</sup>. La propia reducción de la asistencia financiera al gobierno se concentró en el primer semestre, ya que en el segundo se aprobaron nuevas leyes aumentando la autorización a emitir moneda contra títulos del Estado. Además de este vehículo directo para proveer de financiamiento monetario al deterioro fiscal del segundo semestre, también se desvió la inmovilización de liquidez que se buscaba con los encajes mediante la colocación forzosa entre los bancos y las cajas populares por parte del Departamento de Emisión de un “Bono de Desarrollo Económico”<sup>68</sup>, a realizarse entre agosto de 1966 y julio de 1967 por un total de \$ 300 millones.<sup>69</sup>

---

<sup>66</sup> Acta del Consejo Honorario del Departamento de Emisión número 554 de 5 de diciembre de 1966.

<sup>67</sup> El BROU no canceló las obligaciones por las coberturas entregando dólares, sino liquidando en pesos la diferencia entre el tipo de cambio vigente y el pactado originalmente.

<sup>68</sup> Creado por la Ley 13.319 de 28 de diciembre de 1964. La resolución del Departamento de Emisión por la cual se colocó el bono fue del 19 de setiembre de 1966.

<sup>69</sup> Al considerar este bono, que pagaba un interés en pesos del 8% anual, como computable a efectos del cumplimiento del encaje legal, su colocación no causó no agravó la situación del ya zarandeado sector financiero uruguayo. Es reprochable que el encaje, un instrumento diseñado para regular la liquidez de las instituciones financieras con fines monetarios y prudenciales, esté constituido en deuda pública ilíquida (sólo podía negociarse entre bancos y cajas populares) y sobrevaluado respecto del que sería su valor de

A medida que comenzaba a desarmarse la coherencia de las medidas acordadas con el FMI, retornaron los ataques especulativos contra el peso uruguayo. El BROU debió intervenir en el segundo semestre para evitar una mayor desvalorización del peso en el mercado oficial, pero la brecha con la cotización en el paralelo aumentó a 10% en diciembre. Los compromisos externos previstos para 1966 se cumplieron, pero las reservas internacionales del BROU no tuvieron la mejora en esperada en el último trimestre del año, fundamentalmente debido a un recrudecimiento de la fuga de capitales en ese lapso<sup>70</sup>

El intento de estabilización gradual de Ortiz resultó efímero. Terminó por esfumarse tras la derrota electoral del Partido Nacional en noviembre. Con obligaciones externas de corto plazo que excedían los activos de reserva, un programa con el FMI que debía otra vez renegociarse, una situación fiscal en la que nuevamente los gastos tendían a desbordar largamente los ingresos y una inflación que recrudecía<sup>71</sup>, se cerraba el largo período de convivencia de una banca central y una comercial dentro del BROU. Julio Solsona Flores presentó su renuncia como presidente de la institución el 17 de enero de 1967, la que le fue aceptada por el Poder Ejecutivo sin designar sustituto. El vicepresidente, Daniel Hugo Martins, asumió interinamente la presidencia y, acompañado de Guillermo Stewart Vargas, Ledo Arroyo Torres y Casimiro Etchevarren, se preparó para recibir al gobierno que asumiría el 1° de marzo y al cambio de institucionalidad monetaria y de regulación financiera que la Constitución aprobada en noviembre de 1966 había dispuesto.

---

mercado (con una inflación del 50% anual, este título amortizable en diez años debería tener un descuento de al menos un 34% sobre su valor nominal). El episodio muestra que por encima de consideraciones prudenciales o de gestión de política monetaria, primó el criterio de buscar financiamiento de bajo costo para el sector público.

<sup>70</sup> Si bien los datos del balance de pagos muestran una reducción en el rubro “Errores y Omisiones” en el año 1966 comparado con 1965 (ver cuadro 1.2), la evolución de la brecha entre el dólar paralelo y oficial y de los depósitos en el sistema bancario sugieren que buena parte de ese resultado debió haberse producido en el cuarto trimestre del año.

<sup>71</sup> 66% en los doce meses finalizados en febrero de 1967, contra 49% en el año 1966.

## CAPÍTULO 2: 1967-1973

*“(…) La verdad es que mucha gente nos viene a consultar preguntándonos en qué pueden invertir. Y uno tiene que callarse la boca para no decirle: compre dólares”.*

Senador Dardo Ortiz, 3 de agosto de 1972<sup>1</sup>

### 1

Oficialmente aún no era verano, pero en aquel martes 5 de diciembre de 1967 el calor se hacía sentir sobre Montevideo. Poco le importaba eso al presidente del Banco Central del Uruguay, Enrique Iglesias, mientras cruzaba la Plaza Independencia, camino a la Casa de Gobierno. Acababa de salir del Hotel Victoria Plaza, situado enfrente del Palacio Estévez, donde había tenido una reunión con integrantes de una misión del Banco Mundial. Ellos habían comprometido su apoyo a Uruguay, con líneas de crédito que complementarían las del Fondo Monetario Internacional una vez se aprobara el programa con este organismo. Esas negociaciones también estaban avanzadas. Para fines de la semana se esperaba la llegada de una misión, encabezada por Steria (“Ted”) Beza, que analizaría los números de Uruguay y prepararía la propuesta para elevar al Directorio.

Iglesias quería transmitir en persona esas novedades al Presidente de la República, Oscar Gestido. Entró sin golpear la puerta en su despacho, interrumpiendo una reunión del primer mandatario con el senador Héctor Batlle Correa. Pidiendo las disculpas del caso, le resumió a Gestido los resultados de su reunión. “Es la mejor noticia que he oído en los últimos meses”, respondió, con una sonrisa que no lograba disimular el cansancio y tensión en su rostro. En ese momento, Gestido estaba aguardando la evaluación que los Ministros de Ganadería y Agricultura y de Relaciones Exteriores estaban haciendo sobre el impacto que tendría sobre el valor de las exportaciones uruguayas el efecto combinado de una reciente devaluación de la libra esterlina y la restricción que, por problemas de aftosa en aquel país, había impuesto el Reino Unido a las compras de carne uruguaya.

Terminada la reunión, Iglesias salió del Palacio Estévez de regreso hacia las oficinas del viejo Departamento de Emisión que, provisoriamente, el Banco Central aún ocupaba en la casa central del BROU en Cerrito y Zabala. Estaba animado por los progresos obtenidos con el Banco Mundial y la expectativa de nuevos créditos. Finalmente, todos los proyectos en los que había trabajado desde sus años en la secretaría técnica de la CIDE en pos de un mejor futuro para Uruguay y que las dificultades de financiamiento y las divergencias políticas habían postergado una y otra vez, parecían poder materializarse. El año 1968 prometía mejor ventura que el espantoso 1967, en el que nada malo parecía haber faltado.

Sequías primero e inundaciones después habían jaqueado la producción agropecuaria durante todo el año. La inflación se había instalado en tres dígitos, encaminándose en ese 1967 a registrar el mayor guarismo histórico hasta el momento. Siempre escaso de financiamiento, el sector público encontró recurrentes dificultades para cumplir con sus

---

<sup>1</sup> Cámara de Senadores, Comisión de Constitución y Legislación. D.S.C.S., N° 71, T. 279, p. 375.

obligaciones internas y externas. Cinco Ministros de Hacienda desfilaron por el edificio de Colonia y Paraguay desde comienzos del año; cuatro, en los poco más de nueve meses transcurridos desde el inicio del gobierno de Gestido. Uno de ellos había sido retado a duelo por el propio Presidente de la República. La conflictividad social, que ya había alcanzado niveles altos en el año 1966, había continuado en aumento durante 1967, afectando en forma significativa el funcionamiento de los servicios públicos y la actividad económica. Desde fines del año anterior, la Policía venía relacionando diversos atentados con la acción de un grupo que pretendía avanzar hacia el poder mediante la lucha armada. Diversos medios de prensa internacionales especulaban sobre la pérdida de autoridad del gobierno de Gestido y la posibilidad de que cayera ante la acción de grupos radicalizados.

Pero llegando al fin de ese año terrible, la situación parecía encaminarse hacia un mejor destino. Un nuevo plan económico se había puesto en marcha y la comunidad financiera internacional parecía estar dispuesto a apoyarlo. Terminado ese día de trabajo, Iglesias volvió a su casa, pensando que lo peor estaba quedando atrás, que la incertidumbre sobre el futuro se estaba disipando.

Unas horas más tarde lo despertó una llamada del Vicepresidente del Banco Central, Juan Bracco. Víctima de un ataque cardíaco, el presidente de la República, Oscar Gestido, había fallecido en su domicilio a la una y media de la mañana del 6 de diciembre de 1967.

## 2

Poco más de un año atrás, Gestido había sido el triunfador en un acto eleccionario en el que el Partido Colorado obtuvo el 49,3% de los votos, obteniendo mayoría parlamentaria propia y retornando al gobierno tras los triunfos del Partido Nacional en 1958 y 1962. En los comicios de 1966 también se aprobó una reforma constitucional por la que se ponía fin al Ejecutivo colegiado y se retornaba al régimen presidencialista unipersonal, con un mandato que se extendía a cinco años. La nueva Constitución, imbuida del optimismo desarrollista de la época, incorporaba una nueva institucionalidad en materia económica que, se aspiraba, debía conducir a la promoción de un progreso apoyado en la justicia social y la estabilidad financiera. Entre las nuevas instituciones creadas se encontraba el Banco Central del Uruguay (BCU).

Muchas esperanzas se depositaban en torno a la figura del Presidente electo. General retirado, hombre probo y eficaz administrador en las oportunidades que ejerció cargos de dirección, parecía la persona idónea para sacar a Uruguay del marasmo económico y financiero en que se encontraba a mediados de los sesenta. Pero el desafío era imponente, y la primera decisión del Presidente electo lo llevó a heredar el caos en que estaba cayendo el Estado y la economía, sin beneficio de inventario.

En un contexto de alta inflación y con las restricciones constitucionales vigentes para otorgar aumentos salariales durante el año electoral, la presión de los sindicatos del sector público se fue haciendo cada vez más fuerte. Su objetivo era obtener mejoras salariales en la Rendición de Cuentas del año 1965, que sería enviada al Parlamento luego de las elecciones de noviembre de 1966, o en la aprobación de los presupuestos de las empresas públicas, que también debía esperar la culminación del proceso

electoral. La situación alcanzó mayor gravedad en el sistema bancario, aún malherido tras la crisis de 1965, por una corrida de depósitos entre octubre y noviembre de 1966, que debió enfrentarse mediante los mecanismos de que disponía el Departamento de Emisión del BROU.

La intención de la mayoría nacionalista en el Consejo Nacional de Gobierno, presidido en 1966 por Alberto Heber, era llegar a las elecciones del 27 de noviembre de 1966 en un clima de “paz social”. Para ello, intentó poner fin a la huelga en el sector bancario con una propuesta de incremento salarial para los bancos del Estado del 70%, que se incorporaría en los presupuestos que los directorios de esas instituciones elevarían al Poder Ejecutivo luego de las elecciones. Como además el gobierno pretendía disminuir las diferencias salariales que (para una misma función) existían entre los distintos organismos del Estado, la propuesta oficial incluyó además un aumento salarial del 80% para los empleados de los entes autónomos no bancarios y del 90% para los funcionarios de la Administración Central. Si se tiene en cuenta que la inflación de 1966 se ubicó apenas por debajo del 50% anual, se tiene que la propuesta de paz fue muy generosa.

Conscientes de la dificultad que los aumentos propuestos generarían en el financiamiento del presupuesto del Estado, Alberto Heber y Washington Beltrán indicaron que su aprobación debía requerir en forma previa una consulta al Presidente electo. Para Beltrán, la propuesta del Ejecutivo a los gremios de trabajadores sólo era un compromiso irrevocable en caso de un triunfo del Partido Nacional en las elecciones de noviembre de 1966. No habiendo sido así, Beltrán entendía que antes de enviar la Rendición de Cuentas al Parlamento y aprobar el presupuesto de los entes autónomos, el Consejo Nacional de Gobierno debía atender la opinión de Gestido, y extendió a éste una invitación a tal efecto. Pero Gestido la rechazó de plano.

Quince días después de los comicios del 27 de noviembre, el Consejo Nacional de Gobierno, un Poder Ejecutivo pluripersonal y en plan de salida, estaba considerando incrementar la fórmula salarial del “70-80-90”, a “80-90-100”. Sólo la firme postura del Ministro de Hacienda, Dardo Ortiz, quien puso su cargo en juego, obligó al Consejo a rever su posición, con lo que la Rendición de Cuentas de 1965 fue finalmente enviada al Parlamento con la pauta de aumento salarial de 90% para los funcionarios de la Administración Central, oportunamente negociada. Pero bajo la presión de un elevado nivel de conflictividad en el sector público, incluyendo un paro en la Dirección General Impositiva (DGI) durante el mes de febrero que dejó al gobierno entrante sin recaudación suficiente para afrontar el presupuesto de sueldos y pasividades de ese mes, las distintas bancadas fueron incrementando el articulado y el consiguiente costo de la Rendición de Cuentas durante el trámite parlamentario. Por el lado de los entes autónomos, el Consejo Nacional de Gobierno rechazó inicialmente el presupuesto presentado por los bancos estatales, ya que diversas disposiciones llevaban los aumentos de sueldos en algunos cargos a niveles mayores al 100%. Pero ante la renovación de las medidas sindicales en los bancos estatales, el Consejo Nacional de Gobierno finalmente cedió.

El miércoles 14 de diciembre de 1966, al tiempo que el Consejo Nacional de Gobierno parecía dispuesto a conceder aumentos salariales aún mayores que los pactados, en una reunión de Gestido con dirigentes de la Unión Colorada y Batllista y el Frente Colorado de Unidad (liderado por Manuel Flores Mora, Alba Roballo y el intendente electo por Montevideo, Glauco Segovia) se acordó conformar un grupo de trabajo especializado en

temas económicos que aportara un diagnóstico de la situación económica y fiscal. De ese grupo, cuyos integrantes aportarían sus diferentes experiencias políticas y empresariales y sus capacidades técnicas, se esperaba que surgiera la conformación del gabinete ministerial y los directorios de los entes autónomos en las áreas vinculadas a la economía. Para hacer referencia a este grupo de trabajo se acuñó la expresión “equipo económico”, que perduraría en el tiempo, identificando a los miembros del gabinete y los directorios de los entes autónomos relacionados con la política económica<sup>2</sup>.

En su “equipo económico” Gestido incorporó a Enrique Iglesias, un simpatizante político del Partido Nacional, pero que contaba con un amplio reconocimiento por sus condiciones técnicas. Gestido había apreciado esas condiciones en los años que Iglesias estuvo a cargo de la secretaría técnica de la CIDE y el Presidente electo había integrado el Consejo Nacional de Gobierno en representación de la minoría colorada. Le parecía natural que Iglesias se hiciera cargo de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto (OPP), organismo creado por la nueva Constitución y que se suponía debía continuar, ahora con rango ministerial, el trabajo técnico iniciado por la CIDE<sup>3</sup>. Para el Ministerio de Hacienda, Gestido había pensado en Luis Faroppa, un reconocido académico, hombre de consulta del Partido Colorado, que había desempeñado diversas funciones en la Administración Pública, como la de jefe del Contralor de Exportaciones e Importaciones y de Director de la Oficina Recaudadora del Impuesto a las Ganancias Elevadas. En ese momento tenía el respaldo de la Lista 99, liderada por Zelmar Michelini. Para ocupar la presidencia del BROU, Gestido contaba con Santiago De Brum Carbajal, abogado, empresario rural, electo senador y aliado político del presidente electo desde los tiempos de la formación de la Unión Colorada y Batllista. En cuanto a la presidencia de otro organismo a crearse por imperio de la nueva Constitución, el Banco Central del Uruguay, Gestido había recabado apoyos para la figura de Jorge Peirano Facio, abogado, empresario vinculado al sector financiero y que como delegado de la Asociación de Bancos del Uruguay había tenido una influyente labor en el Consejo Honorario del Departamento de Emisión.

Pero la negativa de Faroppa a involucrarse directamente en una función política, obligó a Gestido a cambiar la conformación de su “equipo económico”. A instancias de Michelini, Faroppa aceptó hacerse cargo de la dirección de la OPP. Buscando entre sus asesores cercanos otro candidato para el Ministerio de Hacienda, Gestido le propuso ese cargo a Carlos Végh Garzón, ingeniero de 65 años, con una larga trayectoria como empresario y consultor<sup>4</sup>. De Brum seguía siendo la primera opción para presidir el BROU. Decidido lo de Faroppa en la OPP, Gestido se reunió el 3 de enero con Enrique Iglesias para proponerle la presidencia del Banco Central del Uruguay. Éste aceptó gustoso la invitación del Presidente electo: al fin y al cabo, la creación de un banco central había

---

<sup>2</sup> La conformación del “equipo económico” ha sido variable, según los distintos gobiernos. Como constante, siempre incluyó al menos al ministro de Hacienda (o de Economía y Finanzas), al presidente del BCU y al director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto. A veces se le incorporó el BROU y, con menos frecuencia, algunos ministerios vinculados con la producción, como el de Industria (cuya denominación y ámbito de competencia fue cambiando) o el de Ganadería y Agricultura (que también tuvo cambios de denominación y alcance)

<sup>3</sup> Artículo 230 de la Constitución de 1967.

<sup>4</sup> Su hijo, Alejandro Végh Villegas, también integraría el primer gabinete ministerial de Gestido, como subsecretario del ministro de Industria y Comercio, Julio Lacarte Muró.

sido una prédica constante del trabajo de la CIDE y una de las primeras innovaciones incorporadas en la agenda de reformas de ese instituto. Dos días después, Gestido se reunió con Daniel Rodríguez Larreta, abogado, co-director y columnista de temas económicos del diario El País, en esa época una voz autorizada en cuestiones monetarias y financieras, para ofrecerle una posición en el Directorio del Banco Central. Rodríguez Larreta aceptó, con la condición de poder continuar con su columna de opinión económico-financiera en el diario El País<sup>5</sup>.

En su “equipo económico”, al igual que en el resto del gabinete ministerial, Gestido procuraba incorporar en su gobierno a las distintas fuerzas políticas aglutinadas en el Partido Colorado y también, a través de su presencia en los entes autónomos y servicios descentralizados, dar cabida al opositor Partido Nacional. Esto era una consecuencia propia de la personalidad conciliadora del Presidente electo y de la prioridad que otorgaba a la búsqueda de acuerdos, que ya había manifestado durante su estadía como Consejero Nacional por la minoría colorada. En momentos de división de la mayoría nacionalista había dado su voto de apoyo a decisiones consideradas trascendentes, como la propuesta de refinanciación de la deuda externa de 1965. Gestido era optimista en cuanto a que gente honesta y capaz, aún con ideologías y enfoques diferentes sobre la realidad, podía trabajar eficazmente junta.

En aquel verano de 1967, mientras se articulaban los consensos para la conformación del gabinete y la dirección de las empresas públicas en el gobierno que asumiría el 1° de marzo, los miembros del equipo económico encontraron en la Sala de Ministros de la Cámara de Senadores un lugar de reunión habitual. Su principal preocupación, a instancias del presidente electo, fue seguir de cerca el proceso de votación de la Rendición de Cuentas de 1965 en el Parlamento y, en lo posible, tratar de alinear el voto de Senadores y Diputados colorados detrás de una versión lo más apegada posible al proyecto del Poder Ejecutivo.

Su trabajo fue moderadamente exitoso ya que el control del proceso parlamentario permitió que el aumento de sueldos del 90% enviado por el Poder Ejecutivo se ampliara a algo menos del 100% en la versión devuelta a éste para su promulgación. Ésta se produjo el 13 de febrero de 1967, junto con la aprobación de los presupuestos de los entes autónomos. Dardo Ortiz dio su conformidad a la Rendición de Cuentas, pero manifestó su disgusto con el desvío generado en los presupuestos de los entes. Pero ya a pocos días de la transmisión de mando al nuevo gobierno, Ortiz juzgó de poco valor su renuncia, incluso hasta del punto de vista testimonial.

---

<sup>5</sup> *El Mirador Económico*. Es curioso cómo la presencia dominical de Rodríguez Larreta fue tolerada durante todos los años en que permaneció en el Directorio del Banco Central, más allá de algún reproche puntual. Rodríguez Larreta sostuvo en algún momento que por su vinculación al Directorio del Banco Central no continuaría escribiendo en *El Mirador*, sino que mantendría la coordinación y dejaría la redacción a cargo de un grupo de colaboradores (que nunca identificó). Pero su inconfundible estilo no deja dudas sobre la autoría de las columnas, más allá de que no estuviesen firmadas. Lo concreto es que Rodríguez Larreta volcaba en sus columnas su posición como Director del BCU, otorgando a la distancia un panorama más amplio sobre las discusiones en el Directorio que el que surge del examen de sus Actas. Cabe destacar que, si bien en algunas oportunidades deslizó sus discrepancias con otros directores, en la mayor parte de sus columnas Rodríguez Larreta asumió la defensa pública de la gestión del Banco Central, ya sea respecto del Poder Ejecutivo o el resto del sistema político.

En la integración del primer Directorio del Banco Central surgía un inconveniente práctico. Como ente autónomo perteneciente al dominio comercial e industrial del Estado<sup>6</sup>, sus Directores debían ser designados por el Poder Ejecutivo, actuando en Consejo de Ministros, *previa venia de la Cámara de Senadores*<sup>7</sup>, otorgada por una mayoría de al menos tres quintos de los integrantes. Los dieciséis senadores propios del Partido Colorado más el vicepresidente eran insuficientes para alcanzar esa mayoría, por lo que la designación de todos los directorios de los entes autónomos requería algún tipo de acuerdo hacia dentro del oficialismo y con la oposición<sup>8</sup>. Más allá de que no había cuestionamientos a las condiciones técnicas de personas como Iglesias o Rodríguez Larreta, su venia legislativa estaba sujeta al avatar de la negociación política para la integración de los entes autónomos y servicios descentralizados. Por lo tanto, no era viable que los directores designados para el Banco Central asumieran sus funciones el 1° de marzo, junto la transmisión de mando del Poder Ejecutivo.

Pero por otro lado, la creación del Banco Central era prescriptiva por la nueva Constitución, la cual en sus disposiciones transitorias establecía que “hasta tanto la ley, por mayoría absoluta del total de componentes de cada una de las Cámaras, establezca la integración del Directorio del Banco Central de la República y sus competencias”, este organismo estará integrado por un Directorio de cinco miembros designado con venia previa del Senado, “y tendrá los cometidos y atribuciones que actualmente corresponden al Departamento de Emisión del Banco de la República”<sup>9</sup>. Por lo tanto, en aplicación estricta de lo establecido por la nueva Constitución, desde el 1° de marzo de 1967 ya debía existir un Banco Central, con cometidos expresos, pero sin recursos financieros y materiales, sin funcionarios... y sin autoridades. No podía invocarse, en esta cuestión, el mecanismo del artículo 192 de la Constitución, por el cual “los miembros de los Directorios (...) cesarán en sus funciones cuando estén designados (...) quienes hayan de sucederlos”, ya que en este caso no podían continuar en sus funciones los nueve miembros del organismo antecesor (el Consejo Honorario del Departamento de Emisión, compuesto por los cinco directores del BROU más cuatro representantes del sector privado), pues éste dejaba de existir en favor de un Banco Central con un Directorio con integración y forma de designación distinta.

La solución a este problema estuvo inspirada en un dictamen de la Sala de Abogados del BROU. En éste se sugería dar a esta situación de acefalía en la dirección de un ente autónomo una extensión de la hipótesis de reemplazo de directores para los que se solicita una venia de destitución. Para este caso, la Constitución habilita al Poder Ejecutivo a llenar las vacantes en el Directorio, en forma interina y hasta que se produzca el pronunciamiento del Senado, con miembros de Directorios de otros entes<sup>10</sup>.

<sup>6</sup> Artículo 196 de la Constitución de 1967.

<sup>7</sup> Artículo 187 de la Constitución de 1967.

<sup>8</sup> El Partido Colorado podía integrar los directorios de los entes autónomos por mayoría simple, con sus propios votos, en el caso de la hipótesis prevista en el inciso segundo del artículo 187: “Si la venia no fuese otorgada dentro del término de sesenta días de recibida su solicitud el Poder Ejecutivo podrá (...) reiterar su propuesta anterior, y en este último caso deberá obtener el voto conforme de la mayoría absoluta de integrantes del Senado”. La aplicación de esta hipótesis generó, como se verá, una intensa polémica en el Senado.

<sup>9</sup> Constitución de 1967, Disposiciones Transitorias y Especiales, literales F) y H).

<sup>10</sup> Artículo 198, inciso tercero, de la Constitución de 1967.

Se decidió que los directores que actuarían interinamente en el Banco Central fuesen los del BROU<sup>11</sup>. El Directorio de este organismo había quedado reducido a cuatro miembros activos durante el verano de 1967 ya que el presidente, Julio Solsona Flores, había renunciado y no fue sustituido<sup>12</sup>. El vicepresidente, Daniel Hugo Martins, pasó a desempeñar las funciones de la presidencia. Esto hizo que Martins quedara en condiciones de presidir el primer Directorio del Banco Central del Uruguay, acompañado por Guillermo Stewart Vargas, Ledo Arroyo Torres y Casimiro Etchevarren.

El 2 de marzo de 1967 el Poder Ejecutivo declaró, en aplicación de lo dispuesto por el artículo 196 y el literal H) de las Disposiciones Transitorias y Especiales de la Constitución de la República, que el Consejo Honorario del Departamento de Emisión del BROU había dejado de existir y que, consecuentemente, habían cesado en sus funciones los titulares de ese organismo. Al mismo tiempo, designó a los directores del BROU “en sus actuales cargos” para asegurar la continuidad de los servicios y ejercer las funciones de directores del Banco Central, mientras no se efectuasen las designaciones conforme a lo establecido en la Constitución<sup>13</sup>.

La ceremonia de instalación del primer Directorio del Banco Central del Uruguay se llevó a cabo el 3 de marzo, en la Sala de Sesiones del Directorio del BROU. Fue presidida por Carlos Végh Garzón, quien se había hecho cargo del Ministerio de Hacienda el 1° de marzo. A la ceremonia estuvieron invitados, además de los directores del BROU que serían investidos como directores interinos del Banco Central y otros funcionarios de jerarquía de aquella institución, los presidentes designados para ocupar la presidencia del BROU y el BCU una vez se completase el trámite correspondiente: Santiago De Brum Carbajal y Enrique Iglesias.

Ser el primer Presidente del Banco Central, aunque más no fuese en forma provisoria, tenía para Daniel Hugo Martins un significado especial. Como Ministro de Hacienda, había promovido ante el Parlamento la creación por vía legal de un banco central, lo que en su momento no fue considerado. Ahora, tras la reforma constitucional, veía concretado ese propósito, con la satisfacción adicional de participar en el proceso de formación de la novel institución. En ese sentido se expresó en su alocución de agradecimiento al Ministro de Hacienda, asegurando a De Brum e Iglesias su disposición a trabajar en consulta con ellos durante el interregno que mediaría hasta que asumieran sus respectivas funciones.

---

<sup>11</sup> Para el caso del BROU sí era de aplicación el artículo 192 de la Constitución. Hasta tanto el Senado otorgase las venias para las personas propuestas por el Poder Ejecutivo, continuaban en sus funciones los directores previamente designados sin necesidad de pronunciamiento alguno por parte del Poder Ejecutivo.

<sup>12</sup> Presentó renuncia el 17 de enero, la que fue aceptada por el Poder Ejecutivo el 26. La renuncia de Solsona se originó en su oposición a ejecutar, en lo que al BROU refiere, un decreto del Poder Ejecutivo de fecha 4 de enero de 1967, por el que se autorizaba a los legisladores, incluyendo los que habían pasado a desempeñarse como secretarios y subsecretarios de Estado, a tramitar denuncias de importación de vehículos para uso particular sin pagar derechos de importación. El decreto se apoyaba en la Ley 12.183 de 11 de enero de 1955, pero era un beneficio que dejaría de estar vigente una vez entrara en vigencia la nueva Constitución (artículo 117, inciso final). El trámite del decreto fue una muestra del grado de disgregación en que había caído el Ejecutivo colegiado. Se aprobó por cinco votos en siete presentes, con Beltrán y la Unión Colorada y Batllista (Augusto Legnani, en reemplazo de Gestido) en contra. Se pidió reconsideración ya que los ausentes podían estar en contra y alguno de los que votó a favor podía cambiar, pero finalmente esto no prosperó.

<sup>13</sup> Decreto 162/967 de 2 de marzo de 1967.

Aquel primer Directorio celebró, en la Sala de Sesiones del Directorio del BROU, catorce reuniones entre el 3 de marzo y el 15 de mayo de 1967. En la primera se dispuso lo necesario para materializar la entrada en funciones del BCU. Para ello se resolvió, en primer lugar, solicitar al Directorio del BROU (ellos mismos) que la Secretaría General de ese banco asista al Directorio del BCU tal como lo hacía con el Consejo Honorario del Departamento de Emisión, que su Gerencia General disponga que los funcionarios afectados a dicho Departamento continuaran prestando esos servicios, que el Departamento Jurídico del BROU proporcione el asesoramiento correspondiente al Directorio del BCU y que se continúe el suministro de billetes, con las firmas habituales y demás condiciones prevalecientes. Ese mismo día se reunió en forma extraordinaria el Directorio del BROU para aprobar<sup>14</sup> la solicitud del Banco Central, designando al Secretario General Oscar Goldie Arenas, al Secretario Ibero Gutiérrez Rivera y al Prosecretario Zenón Segovia Ruiz para dar apoyo al Directorio del BCU. Al Secretario Letrado del BROU, Juan César Pacchiotti, se lo designó para coordinar la asistencia jurídica al Banco Central. Estas cuatro personas fueron, además de los directores, los primeros funcionarios del BROU en prestar servicios al BCU.

En esa primera sesión del Directorio del BCU se resolvió, además, confirmar precariamente en sus cargos a todos los interventores y liquidadores de bancos y sociedades designados por el Consejo Honorario del Departamento de Emisión. También se decidió hacer saber a los servicios del BROU y a la banca en general el contenido de la primer circular del Banco Central del Uruguay, por la cual debía seguir dándose cumplimiento “a todas las disposiciones y reglamentaciones dictadas por el Consejo Honorario del Departamento de Emisión, vigentes al 28 de febrero próximo pasado”, mientras no fuesen expresamente derogadas por el Directorio del BCU. Las autorizaciones de operaciones de redescuento continuarían a cargo de los directores Stewart Vargas y Etchevarren. Finalmente, se decidió cursar nota a bancos centrales y organismos internacionales, dando noticia de la creación del Banco Central del Uruguay y de la integración de su Directorio.

Tras esa acta de nacimiento, el Directorio del BCU se concentró en poner al día la resolución de diversas actuaciones vinculadas con el Departamento de Emisión, como el conocimiento de los resultados de actividades de inspección en entidades bancarias y la marcha de las instituciones intervenidas o en liquidación. También se hizo un seguimiento de la devolución por parte de los bancos de la asistencia financiera recibida durante la corrida en el último trimestre de 1966 y de los pagos realizados a los depositantes de las entidades en liquidación en aplicación del seguro de depósitos creado por la ley de abril de 1965<sup>15</sup>, debido a su impacto en las hipótesis de elaboración y cumplimiento del programa monetario para el año 1967.

Precisamente, la aprobación y remisión al Poder Ejecutivo del programa monetario fue otra de las actividades destacables de ese primer Directorio. La Ley N° 13.243 de 20 de febrero de 1964, que introdujo reformas a la Carta Orgánica del Banco República, había incorporado en su artículo 12 la obligación del BROU, que ahora se transfería al BCU, de elevar al Poder Ejecutivo (quien, a su vez, debía remitir a la Asamblea General) el programa monetario para el año en curso dentro de los ciento veinte días de finalizado el año civil anterior. La tarea estaba a cargo del entonces asesor económico del BROU,

---

<sup>14</sup> Acta N° 14.750 de 3 de marzo de 1967.

<sup>15</sup> Véase el Capítulo 1.

Mario Bucheli. En la sesión de Directorio del 24 de abril, Bucheli informó a los directores que el Presupuesto Monetario para 1967 había sido elaborado y que sería repartido entre los directores para su consideración. Durante la reunión siguiente, el 27 de abril, dicho Presupuesto fue aprobado y remitido al Poder Ejecutivo.

Más que una herramienta de control, el Presupuesto Monetario había sido utilizado hasta el momento como un instrumento de análisis del comportamiento de la oferta de dinero. Desde que había comenzado a utilizarse en 1964, la expansión monetaria fue siempre superior a la prevista inicialmente. Las causas variaron en cada año, pero en resumen esos desvíos demuestran que la política monetaria fue acomodaticia, fruto en algunos casos de la dominancia fiscal, en otros del uso del tipo de cambio como instrumento central de la política monetaria o, finalmente, de la necesidad coyuntural de incrementar el crédito al sector privado. Las palabras de Daniel Hugo Martins, en oportunidad de entregar la presidencia del Banco Central a Enrique Iglesias, son reveladoras de hasta qué punto en esa época la política monetaria no era considerada un ancla nominal para los precios sino que se la aceptaba como un instrumento que pasivamente se adaptaba a otros desarrollos en la actividad económica. Haciendo referencia a la experiencia que desde 1964 se venía teniendo con los presupuestos monetarios, Martins dijo en esa oportunidad que dicha herramienta “programa una circulación monetaria que permita financiar solamente la actividad económica al nivel de los nuevos precios, originados por aumentos de costos, sin adicionar presiones inflacionarias de origen monetario”<sup>16</sup>. En esa visión, la política monetaria ponía en modo alguno un techo a la inflación; tan sólo se pretendía que no elevara su piso.

Enrique Iglesias pretendía que el Presupuesto Monetario adquiriera un rol más central en el diseño y ejecución de la política monetaria, prédica que fue conservada en las integraciones posteriores del Directorio al punto que en las primeras versiones de Carta Orgánica del Banco Central que comenzarían a circular un par de años después se lo presentaba como el pilar central del control monetario, sustituyendo los puntales de emisión.

En esta oportunidad, Bucheli trabajó en la elaboración del Presupuesto Monetario en consulta con Iglesias. El programa monetario se construyó bajo una hipótesis de inflación del 55% para el año 1967, un poco mayor al 49% de 1966, y con un supuesto de crecimiento nulo de la actividad económica<sup>17</sup>. Considerando que la incertidumbre del momento seguiría estimulando un aumento en la velocidad de circulación del dinero, se estableció que la meta de crecimiento de los medios de pago consistente con aquellos supuestos debía ser del 45%<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Acta de Instalación del Directorio presidido por Enrique Iglesias, 16 de mayo de 1967.

<sup>17</sup> El equipo económico era consciente del estancamiento productivo que Uruguay venía sufriendo en la última década, agravado a comienzos de 1967 por los efectos de una sequía. En ese contexto, la hipótesis de crecimiento nulo era, reconocidamente, optimista.

<sup>18</sup> El Presupuesto Monetario constituye un temprano ejercicio de programación, que Mario Bucheli orientó en el BROU primero y en el BCU después según la metodología que Bruno Brovedani y Miguel Guitián habían derramado en América Latina a través del CEMLA en base a sus trabajos en el FMI. Su construcción, en la que la oferta de dinero bajo tipo de cambio fijo reconoce fuentes externas y domésticas en la línea patrocinada por Robert Triffin desde los años cuarenta, refleja la influencia de los trabajos del Departamento de Investigaciones del Fondo Monetario Internacional sobre el enfoque monetario de la balanza de pagos, tal como se presentaba en Polak (1957) y que se apoyaba en el modelo keynesiano de determinación del ingreso. En cambio, el “otro” enfoque monetario de la balanza de pagos, propuesto por Harry G. Johnson, normalmente asociado a la Escuela de Chicago y a la London School of Economics, que

Dentro de las previsiones para el año 1967, se incluía la adquisición de USD 38 millones en concepto de superávit de transacciones corrientes y de capital para atender parcialmente los vencimientos en el año de USD 72 millones de obligaciones en moneda extranjera, procurando negociar la refinanciación del resto. Para un tipo de cambio que se preveía evolucionando hacia un promedio de \$ 98 para el año<sup>19</sup>, esas compras de moneda extranjera implicaban una expansión monetaria de \$ 3,7 mil millones. Pero el gran desafío para el cumplimiento de la meta de crecimiento monetario era el incremento en el desequilibrio fiscal que se proyectaba a partir de la aprobación de la Rendición de Cuentas y los presupuestos de los entes autónomos en febrero. Las estimaciones disponibles en marzo de 1967 situaban ese desfasaje en \$ 5,5 mil millones de pesos, por lo que aún con un crecimiento nulo en términos nominales del crédito bancario al sector privado no financiero (que hubiese implicado una contracción real del crédito del orden del 50%, absolutamente devastadora para la economía) el financiamiento con emisión de la totalidad del déficit era inconsistente con el cumplimiento del programa monetario.<sup>20</sup>

Iglesias le aseguró a Bucheli que el Ministro Végh Garzón estaba trabajando, junto con otros integrantes del Poder Ejecutivo, en la elaboración de una Ley de Emergencia, que incluiría nuevos recursos para el Estado que reducirían sus necesidades de financiamiento con emisión a \$ 1,5 mil millones, lo que dejaba algún margen crediticio para el sector privado, que de todas formas no alcanzaba a la variación prevista en los precios. Pero pese a que su nombre denotaba perentoriedad, dicha Ley no fue aprobada hasta setiembre<sup>21</sup>. Entretanto, la situación económica y social seguiría deteriorándose,

---

se resume en la proposición de que el “balance de pagos es esencialmente un fenómeno monetario” (Johnson, 1958), cobraría mayor interés académico en el BCU durante la década siguiente. Prueba de ello es que en las discusiones en el Directorio y con los asesores del Central en torno a la elaboración y cumplimiento del Presupuesto Monetario, el aumento en el crédito interno parece ser considerado como una fuente autónoma de crecimiento monetario, que no se neutraliza con disminuciones en las reservas internacionales. El mantenimiento durante la mayor parte del tiempo de restricciones cambiarias también pudo haber favorecido esa visión. Ambos enfoques, y su aplicación a la economía uruguaya, constituirían el tema del Premio Banco Central de Economía de 1981 (Díaz, 1981).

<sup>19</sup> Al inicio de la administración Gestido, el tipo de cambio oficial se ubicaba en \$ 79,40 – 79,80, con un dólar paralelo situado en \$ 83,70,

<sup>20</sup> La contrapartida de la variación de los pasivos monetarios del sistema bancario puede tener un origen “externo”, a través de la acumulación de activos netos contra el resto del mundo, o un origen “doméstico”, como el crédito al sector no financiero, público o privado. El aumento del 45% proyectado para los medios de pago equivalía a \$ 8,8 mil millones de pesos. Si la emisión estimada para atender los pagos netos a acreedores en moneda extranjera era de \$ 3,7 mil millones, quedaban disponibles apenas \$ 5,1 mil millones para cubrir las necesidades crediticias de la economía, tanto del sector público como del privado. Las del sector público, por sí solas, superaban esa cifra.

<sup>21</sup> El azaroso trámite que la Ley de Emergencia tuvo en su elaboración primero, y en su discusión parlamentaria después, es un fiel reflejo de las contradicciones y divisiones que marcaron ese primer año de gobierno del Partido Colorado. Una primera versión del proyecto se tuvo a fines de marzo de 1967. Era una iniciativa ambiciosa, que además de la creación o aumento de diversos tributos, introducía normas en materia crediticia, que en algunos casos clarificaban los cometidos del Banco Central del Uruguay, de comercio exterior y de controles de precios y salarios domésticos. Pero transcurrió casi un mes y medio más antes que el Ministro de Hacienda, Végh Garzón, pudiera dirigirse a la ciudadanía anunciando el contenido del proyecto que se estaba por enviar al Parlamento. Pese a que en su elaboración se había trabajado con ministros pertenecientes a todos los sectores del Partido Colorado, el proyecto comenzó a recibir críticas apenas Végh lo hizo público. Algunos sectores, como la Unión Colorada y Batllista y el Frente Colorado de Unidad de Manuel Flores Mora, planteaban que en la Ley de Emergencia se introdujera la derogación, lisa y llana, de toda la Ley de Reforma Cambiaria y Monetaria de 1959. A esta postura se sumó el senador Amílcar Vasconcellos, quien remitió una carta al presidente Gestido con un reclamo similar. Végh se comprometió a trabajar en la elaboración de otro proyecto de Ley que sustituyera a la

de la mano de lo cual comenzarían a sucederse cambios en la conformación del gobierno de Gestido.

El 10 de mayo el Senado inició la votación de las venias para designar los Directorios de los entes autónomos y servicios descentralizados. Pero hasta el momento, pese a los esfuerzos del presidente Gestido para tejer acuerdos, no se había logrado reunir el equivalente a tres quintos de integrantes de la Cámara de Senadores requerido por la Constitución para otorgar las venias. El artículo 187 prevé que de no alcanzarse esa mayoría especial dentro de los sesenta días de presentada la solicitud de venia, el Poder Ejecutivo puede reiterar su propuesta de integración del ente autónomo o servicio descentralizado, en cuyo caso sólo se requiere el voto conforme de la mayoría absoluta de integrantes de la Cámara de Senadores. Con sus senadores propios más el vicepresidente el gobierno contaba con votos suficientes para designar los directorios por esta vía alternativa. Una interpretación muy polémica del artículo 187 sostenía que los sesenta días a que allí se hace referencia proceden en caso de no haber pronunciamiento del Senado sobre la venia solicitada, pero de realizarse la votación y no contar con aprobaciones suficientes, entonces el Poder Ejecutivo podía reiterar inmediatamente, siendo en este caso aplicable el requisito de la mayoría absoluta de integrantes del Senado.

En línea con esta interpretación, los legisladores colorados impulsaron la discusión y votación de las venias durante una sesión que se extendió entre la noche del 10 y la madrugada del 11 de mayo. Al no contar con la aprobación de la mayoría especial de tres quintos, el Poder Ejecutivo reiteró las designaciones el mismo jueves 11, las que fueron aprobadas por los dieciséis senadores más el Vicepresidente al día siguiente, viernes 12. Quedaba así abierta la posibilidad de que el lunes siguiente, en Consejo de Ministros, se designaran los cincuenta y cuatro directores de entes autónomos y servicios descentralizados. Entre ellos se encontraban los integrantes del Directorio del Banco Central del Uruguay, que tomarían posesión de sus cargos en la mañana del martes 16 de mayo de 1967.

#### 4

Cuando Carlos Végh Garzón concurrió nuevamente a la Sala de Sesiones del Directorio del BROU para dar posesión de sus cargos a los integrantes del primer Directorio del Banco Central del Uruguay designado según el procedimiento previsto en la Constitución de 1967, poco imaginaba que, por dieciocho años, sería también el único Directorio en ser nombrado de esa forma. Por Decreto del Poder Ejecutivo del 15 de mayo, se designaba presidente del Banco Central a Enrique Iglesias y como vocales a Juan Bracco, José Guntín, Raúl Acosta y Lara y Daniel Rodríguez Larreta.

Iglesias asumió su cargo con un discurso que reconocía el ilustre pasado del Banco de la República como responsable de las funciones banco centralistas en Uruguay. Reconociendo las dificultades y desafíos que se presentaban para la Institución, parafraseó al teólogo y politólogo estadounidense Reinhold Niebuhr: “Para desempeñar satisfactoriamente nuestro cometido (necesitamos) la serenidad para aceptar lo que no

---

Reforma Cambiaria y Monetaria, para poder destrabar la situación y hacer ingresar a la Ley de Emergencia en el Parlamento, cosa que recién lograría el 1° de junio.

podemos cambiar, el valor para cambiar lo que no podemos aceptar y la sabiduría para establecer la distinción entre una y otra cosa”.<sup>22</sup> Los meses venideros le mostrarían que, en tiempos de incertidumbre y turbulencia, es tanto lo inaceptable y tan indiscernible la imposibilidad que la sabiduría se eleva al requisito de un oráculo.

La situación económica y financiera en la primera mitad de 1967 se presentaba como un gran desafío. Una prolongada sequía ponía en riesgo la actividad agropecuaria y la capacidad exportadora del país. Las estadísticas de cuentas nacionales terminarían mostrando que el PIB sufriría en 1967 una contracción del 4,1%, la mayor en la serie disponible en aquel entonces, que comenzaba en 1955<sup>23</sup>. El gobierno encontraba dificultades para abonar puntualmente el presupuesto de sueldos y gastos de funcionamiento<sup>24</sup> y se agolpaban compromisos externos en el segundo semestre del año. Pero la inflación era el fenómeno más visible: tras cerrar 1966 en 49,3%, en los doce meses finalizados en abril de 1967 el alza del nivel general de precios acumulaba un 66,8%. Si se anualizaba la variación de los cuatro primeros meses del año, la inflación ya estaba por encima del 100%.

Al comienzo de la administración Gestido se optó por fijar el tipo de cambio oficial en \$ 79,40 - \$ 79,80. Siguió operando un mercado paralelo o libre, en el cual el dólar cotizó en los primeros días del nuevo gobierno en torno a \$ 84. Pero la incertidumbre política y económica imperante en la región<sup>25</sup> impulsó a que en ese mercado la cotización aumentara rápidamente a \$ 88. Végh decidió realizar la primera devaluación del gobierno de Gestido, llevando el tipo de cambio oficial a \$ 85,80, reduciendo transitoriamente la brecha con el dólar paralelo.

Es interesante señalar que en esa devaluación los integrantes del Directorio provisorio del Banco Central tuvieron participación *en su condición de directores del Banco República*. No hay constancias en las actas del Banco Central del Uruguay sobre las acciones a tomar para la nueva cotización de la moneda. Según la distribución de funciones en la Carta Orgánica del Banco República de 1939, la operación de la mesa de

---

<sup>22</sup> Acta de Instalación del Directorio presidido por Enrique Iglesias, 16 de mayo de 1967

<sup>23</sup> La estimación refiere al Producto Interno Bruto a precios de mercado, bajo la revisión final. La estimación preliminar efectuada en 1968 situaba la caída del PIB en 1967 en 6,2%.

<sup>24</sup> El ajuste salarial del 90% dispuesto para la Administración Central en la Rendición de Cuentas se venía pagando en cuotas.

<sup>25</sup> En Argentina, el presidente *de facto* Juan Carlos Onganía (designado por los titulares de las Fuerzas Armadas que lideraron el golpe de Estado, conocido como la “Revolución Argentina” contra Arturo Illia en 1966) estaba procurando un cambio en la estrategia económica tras la incorporación de Adalberto Krieger Vasena en el Ministerio de Economía en enero de 1967. El 13 de marzo anunció su paquete de medidas, que incluían el congelamiento de salarios por dos años, el control administrativo de diversos precios clave, una devaluación del peso argentino del 40% y la imposición de retenciones sobre exportaciones agropecuarias de magnitud similar, además de otras medidas fiscales. El movimiento en la cotización del peso argentino de \$ 250 a \$ 350, buscaba generar una subvaluación que otorgara un margen para absorber los incrementos de precios futuros, fórmula que desde nuestra orilla sería mirada con interés en los meses venideros.

En Brasil, por su parte, existía expectativa por la sucesión en el gobierno de Humberto Castelo Branco, militar que había liderado el golpe de Estado contra Joao Goulart en 1964, en favor de Artur da Costa e Silva, elegido por votación del Congreso. Estaba previsto que el cambio de autoridades se realizara junto con la entrada en vigencia de una nueva Constitución. Durante el gobierno de Castelo Branco se llevó adelante un plan de estabilización que había logrado reducir la inflación de 90% a 40% entre 1964 y 1966, al costo de una moderación en la tasa de crecimiento en comparación con el promedio de 9,4% durante el gobierno de Juscelino Kubitschek entre 1956 y 1961. A inicios de 1967 había síntomas de recesión, ante lo cual el nuevo ministro de Economía, Antonio Delfim Netto, prometía una nueva estrategia.

cambios había quedado bajo responsabilidad de la Gerencia General, fuera del Departamento de Emisión. Esa situación daría lugar, en los meses siguientes, a una discusión sobre qué organismo debía encargarse de conducir las intervenciones en el mercado de cambios.

Para el equipo económico la prioridad de la hora se situaba en dos frentes: la aprobación de la Ley de Emergencia, que proveería recursos para enfrentar la delicada situación fiscal, y la renegociación de los compromisos de deuda externa, que aliviaría la restricción en materia de balanza de pagos. Mientras Végh Garzón comenzaba la discusión sobre el contenido de la Ley de Emergencia con el presidente y el resto del gabinete ministerial, Iglesias hacía los primeros contactos para un acercamiento con el Fondo Monetario Internacional. Los desvíos fiscales y monetarios incurridos en los últimos meses del Colegiado de mayoría nacionalista habían congelado los desembolsos previstos en el programa acordado con el FMI a mediados de 1966. La posibilidad de un nuevo *stand by* con ese organismo fue sondeada por Iglesias durante un viaje a Washington a fines de marzo.

Végh Garzón tenía el propósito de viajar con Iglesias a Estados Unidos en mayo, a fin de iniciar formalmente una negociación con los bancos acreedores y los organismos financieros internacionales que resolviera los problemas de financiamiento de Uruguay a mediano plazo. Pero la misión se fue demorando, en parte porque no se obtenía la venia legislativa para la designación de Iglesias en el Banco Central, pero en mayor medida porque la discusión en torno a la Ley de Emergencia estaba poniéndose cada vez más espinosa. Tras una carta de Vasconcellos a Gestido reclamando la derogación de la Ley de Reforma Cambiaria y Monetaria, se fue haciendo cada vez más evidente la división dentro del equipo económico, y el gabinete ministerial en general, sobre el rumbo que debía seguir Uruguay en materia cambiaria, libertad o dirigismo.

En medio de estas deliberaciones, la presión compradora en el mercado de cambios continuaba. El 31 de mayo el Banco República corrigió la cotización a \$ 87,70-88,30, desde 85,50-85,80. La decisión fue cuestionada en el Directorio del BROU, especialmente por el Director Julio Herrera Vargas. El presidente de la institución, Santiago De Brum Carbajal, sostuvo que él la había acordado con el Ministro Végh y el presidente Gestido. En cuanto al Banco Central, todavía seguía ausente de intervenir en las decisiones o en la operativa del mercado cambiario<sup>26</sup>. Pese a la corrección en el mercado oficial, la presión alcista del dólar en el paralelo continuaba y en los primeros días de junio su cotización en ese mercado superaría los \$ 90.

---

<sup>26</sup> Es posible que Enrique Iglesias haya participado en la decisión, al menos a título personal, aunque nada consta en las actas del Banco Central. Quien también manifestó críticas a la decisión de devaluar fue el director del BCU Daniel Rodríguez Larreta. En la sesión del Directorio del 6 de junio (en la que Iglesias no participó por estar en la misión negociadora en Estados Unidos) Rodríguez Larreta criticó la oportunidad de la medida (“no creo que existieran motivos urgentes para alterar la estabilidad en que se había venido manteniendo el mercado cambiario (...), “las reservas oficiales en moneda extranjera tuvieron (...) una mejora de cierta significación”) y la consideró inconveniente (“volverá a despertar el celo adormecido de las operaciones especulativas”, “un nuevo empuje al encarecimiento del costo de vida”, “la desvalorización (...) impuesta por una decisión de neto corte administrativo (...) no me parece recomendable, incluso por las repercusiones enriquecedoras o empobrecedoras que supone para patrimonios de sectores determinados”). También recordó que “la ley vigente estableció un régimen cambiario con un mercado único que había de regirse por la oferta y la demanda”, criticó la existencia de un doble mercado y opinó que “debería suprimirse el monopolio oficial de las divisas e implantarse un solo mercado cambiario con una cotización libre y fluctuante (...)”.

El presidente Gestido procuró aquietar la irritación de Végh Garzón para con los disensos en el gobierno. Le sugirió que incorporara a Faroppa a las negociaciones sobre el endeudamiento externo, pensando que así limaría las asperezas entre ambos. Végh accedió, y con el respaldo de un proyecto de Ley de Emergencia ya presentado en el Senado, emprendió viaje a Estados Unidos acompañado de Iglesias y Faroppa. Se iniciaba una nueva Misión Refinanciadora que, como en todos los casos, contaría con los buenos oficios del embajador en Estados Unidos, Juan Felipe Yriart.

Entre el 5 y el 15 de junio de 1967 la misión refinanciadora mantuvo reuniones en Nueva York y Washington con representantes de los bancos acreedores y los organismos financieros internacionales. Como era de estilo en la época, realizaron una presentación sobre el plan del gobierno ante el Comité Interamericano de la Alianza para el Progreso. Mantuvieron sendas reuniones con el presidente del BID, Felipe Herrera, y el director gerente del FMI, Pierre-Paul Schweitzer.

La delegación uruguaya encontró en el jefe de misión del FMI para Uruguay, Ted Beza, una voz influyente para animar al organismo a negociar un nuevo *stand by* con Uruguay<sup>27</sup>. Comprometió que la semana siguiente viajaría a Montevideo para realizar una evaluación de la economía y comenzar a trabajar en las bases de un nuevo acuerdo.

Pero con la misión del FMI ya trabajando en Uruguay, las tensiones dentro del gobierno provocaron la primera crisis ministerial para el presidente Gestido, cuando Végh Garzón dijo “basta”. Los cuestionamientos ya habituales de los sectores liderados por Flores Mora, Vasconcellos o Michelini se habían vuelto más airados luego que el martes 20 el Ministro de Hacienda declarara en la Comisión de Hacienda del Senado que “de ninguna manera se volverá al nefasto régimen del dirigismo ni al régimen de contralor de cambios ni al de cuotas para la importación”. Pero la gota que colmó el vaso fue la crítica a la conducción económica que Jorge Batlle realizó en su audición de Radio Ariel el jueves 22 al mediodía. El sábado 24 Végh Garzón presentó a Gestido su carta de renuncia, acompañada de una cinta con la grabación del programa de Batlle. Gestido aceptó la renuncia, pero además también pidió los cargos de los Ministros de la Lista 15, en el gobierno: Luis Hierro Gambardela (Cultura) y Julio Lacarte Muró (Industria y Comercio)<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Steria (familiarmente, “Ted”) Beza era un economista griego que combinaba sólidos fundamentos técnicos con una alta dosis de pragmatismo y profundo conocimiento de la realidad económica, política y social de los países en los que debía trabajar. Desde sus primeros trabajos con Uruguay en la década del sesenta cimentó una larga relación con referentes de la sociedad, que lo convirtió, más allá de sus lazos con el país como jefe de misión o consultor, en un puente entre el gobierno de turno y el organismo financiero, muy útil en tiempos de hondas diferencias entre las partes.

<sup>28</sup> Gestido convocó para el domingo de mañana a Luis Hierro Gambardela y Julio Lacarte Muró a su domicilio particular en Pereira y Canelones. Allí les impuso de la delicada situación que se había originado, así como de la directa responsabilidad de su sector en los hechos. A continuación, les hizo saber de la alta consideración que le merecen y su “reconocimiento por la labor realizada hasta el momento”. Esa tarde, a las 18 y 20, la plana mayor de Unidad y Reforma se reunió en el Palacio Legislativo para escuchar el informe de Hierro y Lacarte Muró. El grupo político resolvió comunicar al Presidente que “declina la responsabilidad directa que se le atribuye en la renuncia del Sr. Ministro de Hacienda”, recordando audiciones radiales de la Lista 99 y declaraciones de Vasconcellos en el Senado. Señalaron, asimismo, que “la agrupación reitera su actitud de franca y leal colaboración con el gobierno de que forma parte y que esa conducta está probada categóricamente por su postura en episodios en que, aun discrepando con la orientación del Poder Ejecutivo, admitió sus soluciones en su espíritu de amplia colaboración con el Sr. Presidente de la República”. “Esto no arregla nada, pues no hay pronunciamiento sobre el problema de fondo” le habría manifestado Gestido a Hierro y Lacarte, cuando un rato después ellos volvieron a su

Gestido alejaba, de esa forma, a la Lista 15 de su gabinete y debía procurar reforzar la unidad de acción de su gobierno en torno al resto de los sectores del Partido Colorado. A última hora del lunes 26, propuso a Amílcar Vasconcellos la titularidad del Ministerio de Hacienda y a Zelmar Michelini la cartera de Industria y Comercio. Para el Ministerio de Cultura convocó a Carlos Manini Ríos, un dirigente de su confianza en la Unión Colorada y Batllista.

Con Vasconcellos se abre una nueva etapa en la conducción económica del Uruguay, sin llegar a haber transcurrido cuatro meses del nuevo gobierno. El nuevo Ministro manifestó desde el vamos su aspiración a modificar sustancialmente la línea económica mantenida hasta el momento por el gobierno. Además de reiterar su intención de poner fin a la Reforma Cambiaria y Monetaria, sobre lo cual el Poder Ejecutivo estaba trabajando en un proyecto de Ley, Vasconcellos subrayó la necesidad de acabar con la dependencia del financiamiento externo, especialmente en lo que respecta a las condiciones impuestas por los organismos financieros internacionales y los bancos acreedores del Estado uruguayo.

Las negociaciones para un nuevo *stand by* con el FMI y la refinanciación de la deuda con los acreedores bancarios externos quedaban en suspenso, pero Gestido no era de los que “quemar naves”. Suspender el diálogo no era lo mismo que cortarlo, y el Presidente de la República contaba con que el prestigio de Enrique Iglesias en los organismos internacionales y, particularmente, el trabajo de la Cancillería, serían suficientes para mantener la puerta abierta con los acreedores externos.

Amílcar Vasconcellos procuró implementar rápidamente las bases de su programa económico. Su principal restricción estaba en el frente externo: las obligaciones en moneda extranjera del Banco República y el gobierno que vencían en el segundo semestre del año ascendían a USD 65 millones. Si estaba dispuesto a emancipar a Uruguay de las condiciones impuestas por sus acreedores, debía generar una fuente de fondos alternativa, ya sea por un excedente en las transacciones corrientes u otro mecanismo de captación de capital, que le brindara esos recursos.

A lo primero que apuntó fue a la obtención de un financiamiento alternativo. El domingo 16 de julio, durante una cadena de radio y televisión, el Ministro de Hacienda anunció la creación de la “Cuenta 18 de Julio”. “No es una donación”, aclaró. “El Estado no se salva por contribuciones benéficas ni por colectas públicas. Es una operación de ayuda al país que, al mismo tiempo, genera intereses al depositante. Se ayuda a la colectividad y se ayuda a Ud. mismo de esa manera. Crearemos, a través de la “Cuenta 18 de Julio” el gran Fondo Monetario Nacional, que nos permita definir una política propia, cumplir con nuestras obligaciones internacionales, cumplir con nuestros compromisos y demostrar al mundo que somos y queremos seguir siendo dueños de nuestras propias actitudes”.

Más allá de cuán azarosa pudiera ser su iniciativa, lo cierto es que era flagrantemente ilegal. El mecanismo constituía una emisión de deuda pública, por más que apareciera como un depósito en el Banco República. Por esa razón fue interpelado el 7 de agosto en la Cámara de Diputados por el ex Ministro de Hacienda, Dardo Ortiz. Vasconcellos se

---

domicilio para transmitir el mensaje de la Lista 15. Gestido esperaba una rectificación sobre lo expresado en torno a Végh Garzón. Se limitó a concluir: “yo ya les agradecí a ustedes, señores, los servicios prestados”.

mostró rápidamente dispuesto a subsanar el problema de la ilegalidad, remitiendo un proyecto de Ley que sería rápidamente sancionado. Pero la interpelación derivó hacia la viabilidad de la iniciativa. El Ministro siguió defendiendo su idea por más que al momento de la interpelación sólo se habían recaudado USD 900.636. “Yo entiendo que esta cifra, en las condiciones que ha funcionado el Banco República en los últimos tiempos, y teniendo en cuenta que a ella se ha llegado sobre la base del aporte fundamentalmente de los pequeños ahorristas, es reveladora de que, efectivamente, ha tenido una repercusión popular el llamado que hemos realizado. Y tengo la absoluta seguridad de que, si el proyecto que hemos enviado al Parlamento es sancionado, esta cuenta va a tener una proyección mayor”.

“¿Cuánto espera recaudar?” le preguntó Ortiz. “Unos USD 65 millones, lo necesario para cumplir con nuestros compromisos externos”, le respondió el Ministro. “No creo que llegue al diez por ciento de esa cifra”, pronosticó el diputado nacionalista. Fue un optimista. Según una información publicada por el diario El País, en 83 días la “Cuenta 18 de Julio” recaudó USD 1.576.586<sup>29</sup>. Según versiones de la época, unos USD 400 mil habían sido depositados por el Banco de Seguros del Estado.

Además de la epopeya de la “Cuenta 18 de Julio”, Vasconcellos intentó reducir el desequilibrio externo mediante controles en las importaciones. Las medidas, que tuvieron vigencia a partir de agosto, incluyeron la suspensión total de las importaciones por diez días, vencidos los cuales se prohibió por 180 días la importación de mercaderías prescindibles, suntuarias y competitivas de la industria nacional. El Ministerio de Hacienda se reservó la facultad de autorizar algunas importaciones, como compras de organismos públicos o insumos considerados necesarios y urgentes. Se estableció un mecanismo de preventa de divisas para importación: el importador debía pagar el contravalor en moneda nacional en forma previa a la obtención de las divisas, las cuales le serían entregadas gradualmente. Esto se complementó con medidas en el mercado de cambios, de acuerdo con las cuales a las Casas de Cambio sólo se las autorizaba a comprar moneda extranjera.

Estas y otras medidas fueron discutidas por el Ministro Vasconcellos con el Directorio del Banco Central durante el mes de julio. El Ministro pidió que se le informara sobre el cumplimiento del programa monetario en el primer semestre, que registraba un importante desvío debido a las necesidades de financiamiento del gobierno, y que se revisara la proyección para el segundo semestre a la luz de las medidas que se pensaba implementar. A Vasconcellos le importaba determinar qué margen existía para expandir el crédito bancario, condicionado a una expansión monetaria consistente con un objetivo de inflación del 25% (anualizada) en el segundo semestre del año.

El Directorio del Banco Central abordó estos temas y solicitó a Bucheli una revisión del Presupuesto Monetario para el segundo semestre<sup>30</sup>. Comparado con la proyección efectuada en abril, la revisión incorporaba un factor contractivo de los medios de pago a través del sector externo, gracias al mecanismo de preventa de divisas<sup>31</sup>. Esa contracción, que se estimaba en unos \$ 1,9 mil millones de pesos, debía compensar un

---

<sup>29</sup> El País, 11 de noviembre de 1967.

<sup>30</sup> Acta de Directorio N° 36 de 21 de julio y N° 39 de 27 de julio de 1967.

<sup>31</sup> La preventa operaba como un mecanismo de financiamiento en moneda extranjera para el Banco República, ya que era equivalente a vender moneda extranjera contra recepción de pesos uruguayos y al mismo tiempo obtener un préstamo para compensar la salida de divisas.

financiamiento al sector público por \$ 1,5 mil millones, que se estimaba era lo máximo dentro de los topes estipulados y dejaba libres \$ 4,7 mil millones para poder expandir el crédito al sector privado (de BROU y banca privada)<sup>32</sup>.

Vasconcellos pidió que para maximizar el impacto de los recursos disponibles, los créditos se canalizaran hacia actividades consideradas prioritarias para el gobierno<sup>33</sup>. El Banco Central instruyó al sistema bancario privado que al menos un 40% del aumento en el tope de colocación autorizado se canalice hacia esas actividades. Del BROU se pretendía que hiciera lo propio.

Pero el cumplimiento del programa se vio expuesto a complicaciones. A partir de julio se produciría un prolongado conflicto en el sistema bancario oficial que distorsionaría el mercado bancario, en especial a la Tesorería del BROU. Ésta debió enfrentar retiros fundamentalmente precautorios por parte de empresas públicas y privadas y vio reducidos los depósitos provenientes del sector público por complicaciones en la recaudación debido a la falta de compensación de cheques contra los bancos privados. Además, la asimetría impuesta por las nuevas normas de comercio exterior puso al BROU en situación de comprar dólares (contra entrega de pesos) por las exportaciones, con una fuerte reducción en el flujo compensatorio correspondiente a las importaciones.

Este deterioro en la caja del BROU lo obligó a requerir un importante volumen de asistencia financiera, que para no comprometer el cumplimiento del Presupuesto Monetario debía ser compensado contra una recomposición de los depósitos o una menor cuota de expansión crediticia. Pero ello no ocurrió. Tampoco lograron las medidas de comercio exterior el efecto contractivo buscado. Y el retraso en la aprobación de la Ley de Emergencia siguió retaceando los recursos previstos para el sector público. En consecuencia, lejos de “la contención y cuidadosa vigilancia” recomendada por el Directorio del Banco Central en nota dirigida al Ministro de Hacienda<sup>34</sup>, en el trimestre julio – octubre ya se había superado la meta de crecimiento de pasivos monetarios prevista para todo el semestre.

La imposibilidad de restringir la liquidez en el sistema, combinada con la extremadamente débil posición de reservas internacionales alentó permanentes ataques especulativos contra la moneda. Durante el mes de julio el dólar en el mercado interbancario promedió \$ 98 y en agosto pasó a \$ 116. En ese mes se produjo la tercera corrección en el tipo de cambio oficial en el año, llevando la cotización a \$ 98 - \$ 99. Pero en setiembre el dólar interbancario se disparó a un promedio diario de \$ 140, estabilizándose en octubre en \$ 135. La inflación, por su parte, también cobró nuevo impulso a partir de julio y en el año móvil terminado en setiembre superó el 100% anual. Ya nada evitaría que el máximo registro histórico de 88% en 1965 fuera superado.

En ese contexto, la conflictividad social iba en aumento. Dentro del gabinete ministerial había voces discordantes sobre cómo proceder. Algunos se inclinaban por una postura

---

<sup>32</sup> Todo ello suma en términos netos \$ 4,3 mil millones de pesos, que es la expansión de pasivos monetarios que el Banco Central estimaba consistente con una inflación anualizada del 25% en el segundo semestre de 1967.

<sup>33</sup> Eran consideradas actividades prioritarias la producción agropecuaria e industrial con destino a la exportación, la generación de bienes de consumo popular, procesos de producción con mayor participación del factor trabajo e industrias sustitutivas de importación con bajo nivel proteccionista.

<sup>34</sup> Acta de Directorio N° 39 de 27 de julio de 1967.

negociadora, otros pedían que el gobierno afirmara el principio de autoridad. El 9 de octubre, en un mensaje transmitido por radio y televisión, Gestido anunció la aplicación de medidas prontas de seguridad<sup>35</sup>: “El país ha llegado a una situación límite, donde todas las conquistas, incluso las políticas, están en peligro”.

La decisión provocó una nueva crisis ministerial. En rechazo a la medida, renunciaron Vasconcellos, Michelini y Faroppa. Gestido designó, interinamente, a Carlos Manini Ríos como Ministro de Hacienda. Era el tercer Ministro de esa cartera desde que el gobierno asumiera, hacía siete largos meses. El Presidente de la República se tomó su tiempo para reorganizar su gabinete, tratando de recomponer un apoyo partidario que se le escurría como arena entre los dedos. Eso sí, se encargó de aclarar públicamente, en aquella misma audición, que el rumbo económico adoptado durante el breve período de Vasconcellos en Hacienda no se repetiría.

Vasconcellos interpretó el discurso presidencial como “un acto de agresión política” y el 28 de octubre, en un acto en homenaje a José Batlle y Ordoñez y Héctor Grauert, se despachó contra Gestido y el Ministro de Relaciones Exteriores, Héctor Luisi, a quien consideraba autor intelectual del discurso del Presidente. “Gestido dijo el discurso de la deslealtad redactado por un amanuense”, manifestó Vasconcellos. Gestido y Luisi enviaron sus padrinos a Vasconcellos. El Presidente, preparándose para el duelo, pidió licencia. Afortunadamente, el Tribunal de Honor designado para evaluar si había mérito para la confrontación, la descartó<sup>36</sup>: “declárase que no se ha producido ofensa que justifique el duelo”.

Las medidas prontas de seguridad fueron levantadas el 24 de octubre. El 29 se produjo el regreso de un histórico de la conducción económica en el Partido Colorado: luego de casi treinta años, volvía César Charlone a ocupar el Ministerio de Hacienda. Carlos Manini Ríos continuó colaborando con la reorganización del gobierno ocupando simultáneamente la subsecretaría de Hacienda y la Dirección de OPP. Su intención era seguir negociando en el Parlamento la Ley de Presupuesto. Mientras tanto, en medio de un total caos monetario y financiero el dólar alcanzó una cotización de \$ 150 en el mercado interbancario, al tiempo que el BROU cerró la mesa de cambios el 1° de noviembre. Charlone necesitaba mostrar algo de su vieja magia<sup>37</sup>.

Durante el fin de semana del 4 y 5 de noviembre Charlone mantuvo reuniones en su domicilio de Florida y Colonia con los directorios del Banco Central y el Banco República y asesores del Ministerio de Hacienda y esos organismos. Se consideraba inminente la adopción de un paquete de medidas para enfrentar la delicada situación, pero en aquel domingo de clima inclemente la atención de los uruguayos estaba puesta en la final de la Copa Intercontinental que en el Estadio Centenario disputaban (o mejor dicho, luchaban) Racing de Argentina y Celtic de Escocia.

El lunes 6 comienza con una sorpresa para los mercados: el dólar oficial queda fijado en \$ 200. Se adopta un conjunto de medidas complementarias, como la eliminación de los reintegros a la exportación y la aplicación de detracciones a las exportaciones de cuero

---

<sup>35</sup> Artículo 168 numeral 17 de la Constitución.

<sup>36</sup> Lo integraban Jiménez de Aréchaga, Hamlet Reyes y Ledo Arroyo Torres.

<sup>37</sup> Durante su pasaje por el Ministerio de Hacienda entre 1934 y 1938, Charlone se ganó el apodo de “Fu Man Chú” por su maniobra contable con el valor del oro en poder del Banco República, que le permitió aumentar la cantidad de dinero en circulación sin modificar el contenido de oro en el peso uruguayo.

y lana para compensar la transferencia de ingresos implícita en la variación del tipo de cambio. Iglesias explica: “lo más importante es que es la primera devaluación masiva en beneficio del Estado”.

La devaluación incentivó una fuerte tendencia vendedora en el mercado de cambios. A lo largo de esa semana, el BROU compró más de USD 5 millones. Desde ese momento hasta fin de año, las compras de divisas en el mercado de cambios permitirían revertir el saldo negativo en la balanza de pagos, hasta cerrar con una pequeña ganancia de reservas de USD 2,8 millones. Esos ingresos permitieron cumplir con compromisos con acreedores externos en diciembre, los cuales liberaron parte del oro prendado.

Iglesias viajó el 8 de noviembre a Washington. Un cable de AP procedente de Washington informó que el presidente del BCU conferenció con altos funcionarios del FMI en lo que se calificó como “misión exploratoria”. En fuentes del organismo internacional se manifestó que “se ha recibido la iniciativa no sólo con interés sino con buena voluntad”. Según el cable “el embajador Felipe Yriart ha estado trabajando febrilmente para preparar las condiciones que conduzcan a un mayor respaldo financiero externo para su país”<sup>38</sup>. En los hechos, la misión de Iglesias había sido más que “exploratoria”. Había retomado las negociaciones interrumpidas en junio tras la renuncia de Végh Garzón, asegurando la visita a Montevideo de una delegación del FMI antes de fin de año.

A diferencia de sus predecesores en el escritorio de Colonia y Paraguay durante ese año, Charlone sabía transmitir la imagen de un gobierno coherente tras una línea de acción. Todas las medidas fiscales, comerciales, crediticias y monetarias adoptadas en torno al ajuste cambiario se incluyeron en un aviso de prensa a toda página, publicado en los principales diarios del país. Más allá de cuál fuese el apoyo de los sectores del Partido Colorado al gobierno, la conducción económica comenzaba a mostrar unidad y liderazgo. Hubiese significado un giro decisivo en la agitada gestión del presidente Oscar Gestido, pero no vivió lo suficiente para disfrutarlo.

El fallecimiento del Presidente de la República el 6 de diciembre tomó por sorpresa al País y lo cubrió con un manto de incertidumbre. La figura del Vicepresidente, Jorge Pacheco Areco, era mayormente desconocida, lo que generaba dudas sobre su capacidad de arbitrar y liderar sobre un sistema político cuyos integrantes parecían situados sobre sendas divergentes. Sus primeros pasos fueron encaminados a ratificar el último rumbo emprendido bajo la administración Gestido. En su primer mensaje a la ciudadanía, Pacheco expresaría: “Libraré la batalla en los dos frentes esenciales: la lucha contra el proceso inflacionario y el impulso inmediato del desarrollo”.

Enrique Iglesias convocó al Directorio del Banco Central para una sesión extraordinaria al mediodía del 6 de diciembre. Además de reconocer los valores morales y el sentido de autoridad del extinto Presidente, Iglesias quiso poner énfasis en el vínculo particular que unió al Banco Central con el General Gestido. “Desde el primer momento tuvo hacia la Institución una actitud de respeto y una vocación de apoyo inalterable”, expresó Iglesias, agregando luego que “le tocó a los señores Directores del Banco ser investidos de la confianza del Presidente para llevar adelante nuestra labor, y en tal sentido, ante su desaparición física, no podríamos silenciar para la historia de la Institución que

---

<sup>38</sup> El ministro de Hacienda, César Charlone, procuró en ese momento desmentir la existencia de negociaciones con los organismos de Washington.

dirigimos, nuestro agradecimiento por el apoyo y el calor que puso en sus relaciones con el Banco Central”. El Directorio del Banco Central resolvió ese día guardar un minuto de silencio, enviar una nota de pésame a la señora viuda de Gestido, publicar avisos en la prensa y enviar ofrenda floral y no abrir las puertas de la Institución por dos días, en adhesión al duelo nacional que habría de decretarse ese día<sup>39</sup>.

## 5

Durante el mes de enero de 1968, Charlone presentó ante el Consejo de Ministros, para su aprobación, el Plan Económico del gobierno para el año que empezaba. Ese mismo plan estaba en la base de las negociaciones de un nuevo acuerdo con el FMI. Iglesias pidió ser recibido en la sesión del Directorio del FMI del 28 de febrero de 1968, en la que se discutiría el programa con Uruguay. Durante su disertación, Iglesias historió el comportamiento reciente de la economía uruguaya, especialmente su estancamiento desde mediados de los cincuenta. Hizo referencia a la estrategia económica expuesta por el Ministro Charlone ante el Consejo de Ministros el pasado 11 de enero, destacando la necesidad de que Uruguay cambiara su modelo de crecimiento hacia una mayor inversión y orientación a los mercados externos. Explicó que el primer paso en esa dirección debía ser el combate a la inflación, para lo cual se estaban adoptando medidas fiscales tendientes a reducir el déficit del año anterior, acompañadas de una nueva institucionalidad, como era la creación del Banco Central. También fundamentó la corrección cambiaria del pasado mes de diciembre, tras la cual se había logrado un flujo positivo de capitales de USD 50 millones. Defendió la idea de que un tipo de cambio “realista” era fundamental para mejorar las condiciones de crecimiento y dar un horizonte de estabilidad para el sector privado, a la par de contribuir a superar las restricciones externas del país. En ese sentido, señaló como imprescindible el apoyo del FMI y otros organismos multilaterales para mejorar el perfil del endeudamiento externo del Estado uruguayo.

Al mismo tiempo que se cerraba el acuerdo con el FMI, Iglesias y el embajador Yriart procuraron también llegar a un nuevo acuerdo con los bancos acreedores, extendiendo los plazos pactados en la refinanciación de 1965. La negociación implicaba también un cambio de deudor, pues el Banco Central del Uruguay pasaría a situarse en el lugar del BROU en virtud de la separación de patrimonios prevista en la Ley N° 13.608. La delegación uruguaya llegó a un principio de acuerdo con los acreedores, el que sería ratificado unos meses más tarde.

La aprobación del Directorio del FMI al plan económico uruguayo debió haber sido el espaldarazo definitivo a la política iniciada tras la devaluación de noviembre. Pero a diferencia de lo ocurrido con el plan que Krieger Vasena había aplicado en Argentina a comienzos de 1967, las medidas impulsadas por Charlone carecieron de una compatibilización de la política cambiaria con la fiscal y las de precios e ingresos para asegurar un rápido descenso de la inflación. Si bien el memorándum presentado al FMI incluía provisiones según las cuales el gobierno se comprometía a adecuar la política de ingresos con una trayectoria decreciente de la inflación, los principales precios de la economía, muchos de ellos fijados con intervención estatal (tarifas públicas, carne, leche, cuotas mutuales) reaccionaron al alza tras la devaluación. Los convenios

---

<sup>39</sup> Acta de Directorio N° 79, de 6 de diciembre de 1967.

colectivos que estaban en proceso de negociación siguieron incorporando el desborde de precios del año 1967, especialmente el de la segunda mitad del año<sup>40</sup>. Las divisiones dentro del gobierno hicieron que la elaboración del Presupuesto Nacional y su discusión parlamentaria terminaran con una proyección de déficit fiscal de \$ 11 mil millones para 1968 (equivalente a un 6,5% del PIB).

A medida que pasaban los meses se iba agotando el respiro logrado con la devaluación de noviembre, especialmente en cuanto al equilibrio externo y la especulación en el mercado de cambios. El rumor de una posible corrección del valor del peso respecto al dólar comenzó a circular en la plaza desde la segunda quincena de marzo. Se hizo más insistente en la semana del 22 de abril y las crónicas periodísticas dieron cuenta de la presencia de “colas” de compradores en las ventanillas del Banco República.

El viernes 26 de abril la situación política y económica alcanzó un punto álgido. Los rumores en el mercado de cambios llevaron a que el dólar cotizara a \$ 210 en el mercado interbancario. Esa madrugada, el Senado había aprobado una moción por la que consideraba insatisfactorias las explicaciones del Canciller Héctor Luisi tras la interpelación a la que se le había sometido. Esa misma tarde, Héctor Luisi le presentó su renuncia al Presidente Pacheco Areco, quien la aceptó. Pero mientras eso ocurría, el Senador del Partido Nacional Wilson Ferreira Aldunate iniciaba su “J’acusse” contra el Ministro de Trabajo y Seguridad Social, Guzmán Acosta y Lara. No se votó censura, sino un cuarto intermedio para analizar la documentación exhibida por el interpelante.

Ese mismo viernes el Ministro de Hacienda, César Charlone, y el de Ganadería y Agricultura, Manuel Flores Mora, superaban otra interpelación, esta vez en la Cámara de Diputados. Terminada la interpelación, Enrique Iglesias visitó a Charlone en su domicilio, manifestándole su inquietud por la situación en el mercado de cambios, ante lo cual el Ministro decidió convocar a una reunión de trabajo para el día siguiente.

Pero ese sábado 27 de abril de 1968, la opinión pública se veía conmocionada por la convocatoria del Presidente Pacheco a una reunión urgente del Consejo de Ministros a celebrarse en el Palacio Estévez a mediodía. El Ministro de Trabajo, Guzmán Acosta y Lara, fue recibido una hora antes, para exigirle su dimisión. En la reunión de Consejo de Ministros Pacheco pidió la renuncia de todos los demás, a fin de tener las manos libres para reorganizar el gabinete, incluso con la incorporación de personas de otros partidos (“la marcha del Estado no puede detenerse y no me resignaré de ninguna manera a que eso ocurra, con soluciones intra o extrapartidarias”). Con esa consigna recorrería el lunes 30 los domicilios de los líderes de todos los sectores del Partido Nacional.

Durante ese sábado los integrantes del equipo económico se reunieron para decidir qué hacer con el tipo de cambio. Una de las opciones posibles, que era el cierre del mercado de cambios el día lunes, se descartó. La devaluación parecía el camino más probable a seguir, pero Pacheco recomendó a Charlone, Iglesias y el Director de OPP, Aquiles Lanza, que siguieran estudiando el impacto de la medida, así como de otras complementarias a adoptar, con el propósito de tomar una decisión definitiva durante la reunión de Consejo de Ministros a celebrarse el lunes 29, por la mañana. Charlone también le pidió a Iglesias que convocara para el día siguiente a una reunión con el resto del Directorio del Banco Central, para ponerlos al tanto de la situación. La reunión se produjo en el

---

<sup>40</sup> Los sectores que ajustaron salarios en enero y febrero de 1968 recibieron aumentos del orden del 70%, guarismo similar a la inflación de los últimos seis meses.

domicilio de Iglesias, con la única ausencia de Juan Bracco que se encontraba en el exterior. De los cuatro directores presentes en la reunión, todos excepto Rodríguez Larreta mostraron conformidad con la medida.

En la mañana del domingo 28 se produjo un nuevo cambio de escenario, al publicar el diario BP Color en su portada que el dólar se situaría en \$ 250 a partir del lunes. Iglesias y Charlone se reunieron el domingo por la noche para decidir el camino a seguir: devaluar o decretar un feriado bancario. Finalmente, en el consejo de Ministros del lunes 29, se decidió abrir el mercado con una devaluación del 25%, llevando el tipo de cambio a \$ 250.

El episodio, conocido como la “infidencia”, dio lugar a todo tipo de rumores y a una investigación parlamentaria. Para el Banco Central representó su bautismo de fuego en términos de exposición al debate político en Uruguay. Trajo consigo un desgaste en la relación entre el equipo económico y el Parlamento y un manejo de información sobre hechos y personas ante la opinión pública que causó un hondo malestar en Enrique Iglesias, al punto que comenzó a considerar la posibilidad de su renuncia. El fenómeno se vio amplificado por la situación de división interna que se vivía en el Partido Colorado y errores de comunicación<sup>41</sup>.

El BCU debió presentar ante la Comisión Investigadora conformada en el Senado un detalle de las operaciones realizadas en el mercado de cambios en el período previo a la devaluación. Su informe no es revelador de una corrida insostenible en contra del peso uruguayo, máxime cuando sólo toma en cuenta las ventas de divisas y no considera que las compras compensaron esos movimientos al punto que, hasta fines de abril, las reservas internacionales netas habían subido casi USD 25 millones<sup>42</sup>. Es cierto que el volumen de ventas de divisas en la semana del 22 al 26 de abril había sido el mayor del año, en el orden de los USD 6,1 millones. Pero entre 1967 y 1968 el volumen promedio de ventas semanales por parte de la mesa de cambios del BROU se situaba en USD 5 millones<sup>43</sup>. El impacto psicológico de las filas de personas en las ventanillas del BROU

---

<sup>41</sup> El vespertino *Extra* (jueves 2 de mayo de 1968), cuya línea editorial respondía, en esa época, al senador Glauco Segovia, divulgó una historia según la cual la devaluación fue resuelta el miércoles 24 de abril, “en una reunión en la que participaron (Francisco) Forteza (subsecretario de Hacienda), (Enrique) Iglesias, (José) Guntín (director del Banco Central), Jorge Batlle y (Santiago) De Brum Carbajal”. La versión periodística carecía de fundamento, al menos por dos razones. Ese día, Iglesias estaba en Santiago de Chile participando de una reunión del Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social (ILPES). Batlle, por su parte, tuvo reuniones, almuerzos y cenas en público en el litoral norte uruguayo entre el miércoles y viernes de esa semana. Los otros presuntos asistentes a la reunión también negarían, en días siguientes, su participación en un evento así.

Es probable, en cambio, que la revelación de BP Color haya obligado a adoptar la medida antes de lo previsto, en forma prácticamente improvisada, sin otras decisiones que la acompañaran en el plano de comercio exterior y regulación del mercado de cambios, a diferencia de lo ocurrido en noviembre del año anterior. Eso explicaría la irritación de Charlone del día domingo, que no pudo disimular ante los periodistas que lo interrogaron y ante quienes deslizó la palabra “infidencia”. Ese ambiente de improvisación pudo haber causado que, también a diferencia de lo que aconteció en noviembre de 1967, la devaluación del 29 de abril no revirtió la tendencia vendedora en el mercado de divisas. Recién el domingo 5 de mayo, en una sesión extraordinaria realizada en la sede del Ministerio de Hacienda, el Directorio del Banco Central aprobó una serie de medidas destinadas a limitar la venta de divisas en el mercado.

<sup>42</sup> Según información divulgada por la columna de Daniel Rodríguez Larreta, *El Mirador Económico*, diario El País, domingo 5 de mayo de 1968.

<sup>43</sup> Estimación propia, en base a datos de la balanza de pagos. Estos datos consideran los “Errores y Omisiones” en términos netos, por lo que debe tomarse como una estimación conservadora.

(muchos haciendo pequeñas compras) tiene que haber pesado en la decisión final del gobierno mucho más que su importancia cuantitativa.

En argumentos de esta naturaleza basó Daniel Rodríguez Larreta su disconformidad con la medida adoptada, de lo que dejó constancia en el Directorio del BCU el 30 de abril<sup>44</sup>. En esa misma sesión el presidente, Enrique Iglesias, defendió la decisión adoptada por el Poder Ejecutivo. Desde una óptica en la que el Banco Central *asesora* al Poder Ejecutivo y al Presidente de la República (no es, por lo tanto, el responsable de la decisión), Iglesias destacó la inconveniencia de sostener el tipo de cambio a costa de reservas. La medida adoptada fue preventiva, no reactiva: la corrida podría estar recién cobrando intensidad, pero las cosas podrían empeorar.

Iglesias también defendió en el Directorio del Banco Central su idea de la devaluación adelantada, o sea, “ajustar el cambio con un nuevo margen correctivo que dé chance al Poder Ejecutivo para trabajar en los campos que aún le faltan (...)”<sup>45</sup>. Con los números del propio Rodríguez Larreta, que compara el tipo de cambio de \$ 200 con uno de “equilibrio” de \$ 130 y estima la “devaluación adelantada” de noviembre en 53%, la inflación acumulada entre noviembre y abril (64%) habría absorbido el margen logrado en aquel momento.

Rodríguez Larreta negó públicamente que, como cuerpo, el Directorio del BCU hubiese tenido intervención en la devaluación del 29 de abril<sup>46</sup>. Formalmente, es cierto. Iglesias y Guntín asesoraron al Poder Ejecutivo durante las reuniones del ajeteado fin de semana del 27 y 28 de abril y la reunión informal del domingo 28 en el domicilio de Iglesias con los demás directores tuvo un carácter informativo. Una vez de regreso al país y reintegrado al Directorio, el vicepresidente Juan Bracco se sumó a la posición de Rodríguez Larreta sobre la inoportunidad de la medida. También manifestó su opinión de que la devaluación debió haber sido decidida por el Directorio del BCU, tras el traslado de competencias del BROU resuelto en la Ley de Emergencia y decretos reglamentarios. Ello suscitó un diálogo entre los directores del BCU, resolviéndose solicitar a la Asesoría Legal una opinión al respecto<sup>47</sup>.

De acuerdo con el informe elevado por el Abogado Consultor, Carlos Maggi, “lo que se hace y siempre se ha hecho está al margen de la ley o en contra de ella y también en contra de la Constitución”. Pero agrega que “se comprobará, asimismo, que el cumplimiento de las normas del derecho positivo significaría una catástrofe o por lo menos un trastorno económico incalculable”<sup>48</sup>. En resumen, basado en la ley del Control de Cambios de 1931, la Carta Orgánica del BROU de 1939 y modificativas, la Ley de Reforma Cambiaria y Monetaria y la Ley de Emergencia, el dictamen de Maggi sostiene que: i) el Banco Central puede fijar libremente el precio al cual vende la moneda extranjera que le pertenece, si encuentra comprador; ii) las divisas provenientes de la exportación deben ser compradas por el Banco Central al precio del mercado libre; iii)

---

<sup>44</sup> Acta de Directorio N° 120, de 30 de abril de 1968. Rodríguez Larreta también hizo públicas sus discrepancias a través de la columna de *El Mirador Económico*.

<sup>45</sup> Palabras de Enrique Iglesias, según Acta de Directorio N° 120 de 30 de abril de 1968.

<sup>46</sup> El País, jueves 2 de mayo de 1968.

<sup>47</sup> Acta de Directorio N° 126, de 15 de mayo de 1968.

<sup>48</sup> *Competencia para fijar el precio de compra y venta de la moneda extranjera que se negocia a través de la mesa de cambios del Banco de la República*. Asesoría Legal del BCU, Dictamen N° 57/68 de 24 de mayo de 1968.

para otras compras de divisas debería seguir el procedimiento de la licitación pública; iv) formalmente, no hay autoridad competente para fijar el precio de compra de la moneda extranjera. Para Maggi, las leyes que regulaban el control de cambios le daban esa facultad al Poder Ejecutivo, quien lo hacía por decreto. La Ley de Reforma Cambiaria y Monetaria se la quitó a texto expreso, pero “todo siguió haciéndose del mismo modo”, aunque ya sin decretos sino actuando en coordinación con la Mesa de Cambios del BROU. El Abogado Consultor concluye que “aun cuando se cumpla a través de la actividad de un Ente Autónomo (...), la fijación del valor de la moneda es un acto dominado o impuesto por las necesidades de gobierno”. Aunque controversial, la opinión de Carlos Maggi revela un vacío legal que los intentos de promover durante los años venideros la aprobación de una Carta Orgánica para el BCU aspirarían a llenar.

## 6

El clima de inestabilidad económica y política que se vivía a fines de abril de 1968 se extendió también a las relaciones sociales durante los meses siguientes, en la medida que el “mayo francés” propagaba su efecto demostración a otros países de Europa, Estados Unidos y América del Sur. Incidentes con la Policía en los actos del 1° de mayo fueron seguidos de actos de violencia en diversas manifestaciones estudiantiles, al tiempo que se intensificaba la conflictividad laboral.

En la banca oficial las medidas de fuerza fueron haciéndose más frecuentes a partir de la semana del 13 de mayo, siguiendo con un paro de cuarenta y ocho horas en la semana siguiente, hasta llegar a una situación de interrupción casi total en las actividades desde el 3 de junio, lo que motivó que el Directorio del BCU decidiera el 7 de junio que la institución trabajase a puertas cerradas<sup>49</sup>.

Tras la decisión de los funcionarios de la Administración Central de ir a una huelga por tiempo indeterminado a partir del 12 de junio, el Poder Ejecutivo decidió poner fin al asunto y recurrió a la aplicación de medidas prontas de seguridad<sup>50</sup>, a través de las cuales preveía la adopción de los procedimientos que se considerasen necesarios para asegurar la continuidad de los servicios calificados como de “esenciales”. El Decreto del Poder Ejecutivo también preveía la intervención de “los organismos del dominio industrial y comercial del Estado que por sus propios medios no lograran asegurar la regularidad de sus servicios perturbados”.

En ese marco fue que el Poder Ejecutivo decretó el 24 de junio la “movilización” de los funcionarios de los bancos Central y República que fuesen “requeridos por las autoridades respectivas a fin de asegurar el funcionamiento normal (...) de aquellos servicios indispensables para la vida del país”. Esos funcionarios “movilizados” quedaban, respecto de “los delitos y faltas en que pudiesen incurrir, sometidos a la jurisdicción disciplinaria y penal militar”<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> Acta de Directorio N° 131, de 7 de junio de 1968.

<sup>50</sup> Decreto N° 383/968 de 13 de junio de 1968.

<sup>51</sup> El 3 de julio de 1968 se generó una situación tensa con los funcionarios de la institución, tras el abandono colectivo de funciones en los bancos estatales ocurrido el día anterior. Enrique Iglesias fue convocado a una reunión en el Ministerio de Hacienda, junto con los demás presidentes de los bancos oficiales, donde se les transmitió la decisión del Poder Ejecutivo de sancionar a los funcionarios que no acataron la convocatoria a concurrir a sus lugares de trabajo efectuada durante los días previos por las distintas

Pero el gobierno necesitaba actuar sobre las causas de fondo de la situación. Su diagnóstico era que el factor determinante de la conmoción social estaba en el proceso inflacionario, cuya aceleración estaba poniendo en “grave peligro las bases esenciales de la convivencia nacional”<sup>52</sup>. Sin embargo, el combate a la inflación mediante los instrumentos convencionales de política monetaria no parecía estar dando resultados, aun cuando en lo que a la evolución del crédito interno refiere se estaba cumpliendo razonablemente con los compromisos establecidos en el programa con el Fondo Monetario Internacional<sup>53</sup>. La devaluación de noviembre y la ganancia de reservas internacionales habían acelerado la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero hasta marzo<sup>54</sup>, tras lo cual se estaba desacelerando, como consecuencia de menores compras netas de divisas y un comportamiento restrictivo del crédito, sobre todo por un recurso al financiamiento del sector público con emisión menor al esperado<sup>55</sup>. Pero la inflación, tras el registro de 135,9% al cierre de 1967, había seguido creciendo a 147,7% en los doce meses terminados en marzo para llegar luego al record histórico de 182,9% en junio de 1968 (ver gráfico 2.1).

---

instituciones. Iglesias se encontró luego con Carlos Végh Garzón, que había vuelto a la función pública como presidente del BROU, a fin de coordinar las acciones a tomar por ambos organismos, máxime teniendo en cuenta que la casi totalidad de los empleados del Banco Central todavía eran funcionarios del BROU en comisión. En la tarde del 3 de julio el Directorio del BCU tomó una resolución en el mismo tenor que la adoptada por el del BROU. Los cargos personal superior que hubiese faltado a su trabajo sin causa justificada serían declarados vacantes, mientras que para el resto de los funcionarios se establecían descuentos de sueldos y sanciones económicas que se graduaban según su categoría. En el Banco Central sólo un funcionario del primer grupo adhirió a la medida sindical, por lo quedó sin efecto su pase en comisión, aunque regresaría al BROU pues por el cargo que ocupaba en esa institución sólo le correspondían sanciones pecuniarias (Acta de Directorio N° 139 de 3 de julio de 1968).

En el caso del Banco Hipotecario del Uruguay, su Presidente, Juan Guillermo Silva, no acompañó con su voto la decisión del Poder Ejecutivo, por lo que en aplicación del Decreto N° 383/969 que implantó las medidas prontas de seguridad, se dispuso la intervención de ese banco y el relevo del Presidente (Resolución del Poder Ejecutivo N° 986/968 de 15 de julio de 1968).

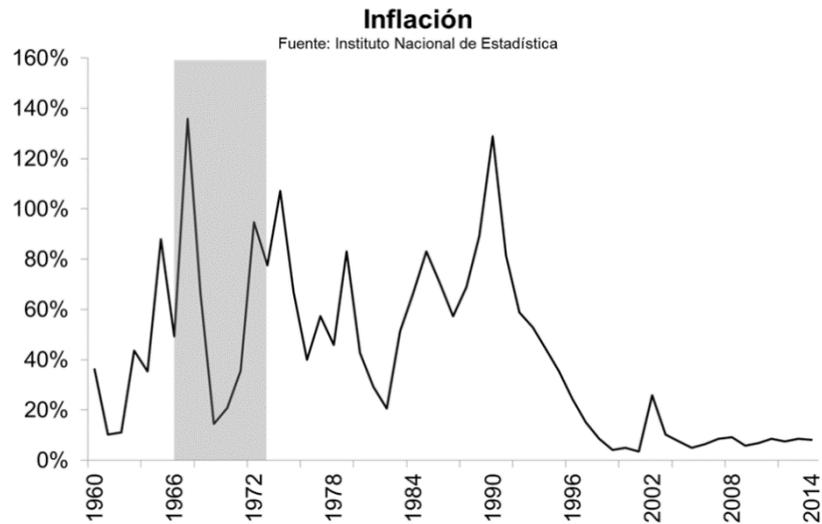
<sup>52</sup> Resultando del Decreto N° 428/968 de 28 de junio de 1968.

<sup>53</sup> El Banco Central utilizaba una compleja mezcla de metas operativas, que incluían la superposición de un régimen de tipo de cambio fijo con el control del crédito interno mediante el uso del Presupuesto Monetario. Del análisis de las discusiones en el Directorio y de la Memoria Anual del Banco Central se deduce que algún tipo de estimación de la demanda de dinero era utilizada para relacionar la meta de inflación para el año con la tasa de crecimiento de los agregados monetarios consistente con ella. Una parte de la expansión prevista en la cantidad de dinero debía asignarse al equivalente en moneda nacional de las reservas internacionales que era necesario adquirir para afrontar los compromisos externos. El resto constituía el tope de crédito interno disponible para financiar al sector público y la actividad de los bancos. El límite a la expansión de cartera del Banco República se acordaba políticamente mediante comunicación entre los Directorios, mientras que para los bancos privados se establecían cuotas cuyo control estaba a cargo de la supervisión bancaria. La evaluación del cumplimiento del Programa Monetario, tal como surge de las memorias anuales, acepta los desvíos en la meta de cantidad de dinero originada en una variación de reservas internacionales distinta a la esperada como una consecuencia del funcionamiento del mercado de cambios, admite el comportamiento del crédito al sector público como algo fuera del control del BCU y pone énfasis en la gestión de éste como determinante de la variación del crédito a los bancos privados.

<sup>54</sup> Medida como M1 (circulante en poder del público más depósitos a la vista) había llegado a un máximo de 126,7% en marzo, mientras que utilizando la definición de M2 (la anterior más los depósitos a plazo en moneda nacional) había alcanzado a 109,6%.

<sup>55</sup> Debe tenerse presente la presencia de factores estacionales, pero aun así la variación de M1 y M2 en el segundo trimestre de 1968 fue del 7,4% y 6,5% respectivamente, muy por debajo del 12,7% y 11,9% observados en el mismo período del año anterior. En términos interanuales, a junio el crecimiento de la cantidad de dinero había caído a 116,2% según M1 y a 99,4% según M2. Las menores compras de divisas en abril fueron el preludio de la devaluación del día 29.

**Gráfico 2.1**



Tras la aprobación de las medidas prontas de seguridad, el Ministro de Industria y Comercio, Jorge Peirano Facio, y el subsecretario de esa cartera, Ramón Díaz, se reunieron con el presidente Pacheco Areco para señalarle la que, según su entender, era la raíz del problema inflacionario que estaba viviendo Uruguay. Pese a la moderación en la expansión monetaria, la indexación de los salarios en base a la inflación pasada y la falta de confianza en el mantenimiento de la paridad cambiaria fomentaban conductas especulativas de aumentos de precios que se veían ratificadas con la realimentación del proceso tras cada devaluación. Para cortar esa espiral de devaluación, aumentos salariales e inflación era necesario actuar en forma contundente sobre las expectativas, para lo cual Peirano Facio y Díaz proponían dotar al Consejo Nacional de Subsistencias y Contralor de Precios, organismo en aquel entonces dependiente del Ministerio de Industria y Comercio, de las facultades y recursos necesarios para aplicar un estricto control de precios. La medida debía ser acompañada de una congelación de salarios, de modo de evitar la aplicación de una nueva ronda de ajustes. La propuesta de Peirano Facio y Díaz volvía operativa una idea que rondaba en la cabeza del gobierno desde tiempo atrás y sobre la cual insistía Jorge Batlle Ibañez, pero que hasta el momento sólo había resultado en tímidos intentos, mayormente declarativos<sup>56</sup>.

Pacheco dio el paso y el 28 de junio de 1968 firmó el Decreto N° 420/968 por el cual los precios de todos los bienes y servicios quedaban “estabilizados” en el nivel que tenían

<sup>56</sup> En rigor, la iniciativa de la congelación desplazaba el ancla nominal del sistema al control de los salarios, en ausencia de una opción clara entre los instrumentos monetarios. En una época en la que el mercado de crédito funcionaba bajo la imposición de cuotas y la tasa de interés pagada por los bancos estaba sometida a topes administrativos, ésta no era una opción como meta operativa de la política monetaria. Con una posición de reservas internacionales pasiva en términos netos, tampoco era creíble ningún compromiso en materia cambiaria. En cuanto a los agregados monetarios, la propia inexistencia de activos de reserva netos y la precariedad de la situación fiscal hacían que el dinero en Uruguay fuese en esa época totalmente fiduciario, es decir, carecía de todo valor intrínseco y su aceptación como medio de cambio dependía de la confianza. Obstfeld y Rogoff (1983) muestran que en esas condiciones, bajo supuestos razonables de la forma de las preferencias del público por consumo y conservación de saldos reales, no puede descartarse que una hiperinflación especulativa (no basada en el crecimiento de la cantidad nominal de dinero) tenga una base racional.

el 26 de junio o en la última transacción anterior a esa fecha<sup>57</sup>. También quedaban “estabilizados” en el nivel vigente al 26 de junio los salarios, intereses y “cualquier ingreso cuya modificación fuese susceptible de influir sobre el costo de los bienes y servicios”<sup>58</sup>. El Decreto también previó severas sanciones por incumplimiento, que incluían cierre temporario del local comercial, multas, confiscación de mercaderías y prisión de los responsables de aumentos no autorizados de precios<sup>59</sup>. Las disposiciones del Decreto se consideraban una extensión de las medidas prontas de seguridad, pero adquirirían fuerza de ley el 16 de diciembre de ese año, tras la promulgación de la Ley N° 13.720. Esta ley también creó la Comisión de Productividad, Precios e Ingresos (COPRIN), a la que atribuyó los cometidos que en materia de control de precios y salarios había tenido hasta el momento el Consejo Nacional de Subsistencias y Contralor de Precios.

El plan de estabilización de junio de 1968 fue inicialmente exitoso. Los precios, que habían aumentado un 63,7% en los primeros seis meses del año, subieron sólo un 1,6% en el segundo semestre, acumulando una variación de 66,3% para todo el año 1968. La brusca desaceleración de la inflación se produjo sin que se produjeran desabastecimientos visibles de mercaderías ni se desarrollaran mercados paralelos en los productos controlados. Diversas medidas en el plano fiscal, además de la licuación de aumentos de gastos previstos en el Presupuesto Nacional como consecuencia de la aceleración inflacionaria del primer semestre, redujeron el déficit del gobierno central a 0,3% del PIB, en comparación con la proyección inicial de 6,5% cuando se aprobó el Presupuesto<sup>60</sup>.

Por coincidencia, el Presupuesto Monetario para el año 1968 se había elaborado con una hipótesis de inflación del 60% para año, aunque ciertamente con una distribución temporal muy distinta a la que ocurrió en la realidad. Si bien la expansión monetaria fue mayor que la prevista<sup>61</sup>, en la formulación inicial se había previsto que la cantidad de dinero como porcentaje del producto seguiría cayendo en 1968 y, por ello, se estimaba que una inflación del 60% debía ser consistente con un aumento de los pasivos monetarios del sistema bancario del 40%. Sin embargo, la estabilización del segundo semestre estimuló una recuperación de la demanda de dinero, cuya contrapartida fue un aumento mayor al esperado en las reservas internacionales del conjunto BCU-BROU<sup>62</sup>.

---

<sup>57</sup> Se exceptuaban las transacciones con inmuebles, las realizadas a través de remates o subastas, las operaciones en la Bolsa de Valores y las exportaciones.

<sup>58</sup> El director de la OPP, Aquiles Lanza, que venía negociando con los sindicatos alguna fórmula de entendimiento en materia salarial, renunció como consecuencia de esta medida. En su lugar fue designado Alejandro Végh Villegas.

<sup>59</sup> Los primeros sancionados por alteración de precios fueron, el 2 de julio, los supermercados Disco y Devoto y el Club Atlético Peñarol.

<sup>60</sup> Las estadísticas oficiales indican un déficit de caja de \$ 800 millones en 1968, pero ello no incluye unos \$ 280 millones pagados a través de la Caja Nacional de Ahorros y Descuentos bajo la forma de “préstamos no reintegrables” otorgados a los funcionarios públicos.

<sup>61</sup> Los pasivos monetarios del sistema bancario consolidado (incluyendo depósitos a plazo en moneda nacional y extranjera) aumentaron en \$ 25 millones, contra una previsión de \$ 16 millones.

<sup>62</sup> Este es un resultado esperable en sistemas de tipo de cambio fijo: la mayor demanda de moneda nacional se resuelve a través de la balanza de pagos mediante compras de moneda extranjera por parte de la autoridad monetaria, cuya contrapartida es un aumento en la oferta de dinero acorde con las necesidades del público. En 1968 el aumento en las reservas internacionales fue aún mayor que el que corresponde atribuir a la demanda de dinero debido al comportamiento más restrictivo que el esperado en el crédito al sector público.

El sector bancario privado merece un comentario aparte, no tanto porque sus pasivos monetarios crecieran en \$ 9 millones contra los \$ 6 millones previstos, sino por la composición de sus activos netos. Contra una previsión de variación nula en las reservas internacionales del sistema bancario privado, éstas cayeron en el equivalente a \$ 15,3 millones, financiando un aumento en el crédito interno al sector privado y una reducción de rubros patrimoniales u otras fuentes de financiamiento de largo plazo por un monto un poco mayor. Este comportamiento se convertiría en una constante durante los años siguientes: los bancos privados buscaban sortear las barreras al crecimiento del negocio impuestas por los topes de cartera dispuestos por el Banco Central mediante financiamiento de corto plazo de corresponsales del exterior. Esa conducta estuvo en la génesis y fue uno de los componentes de una nueva crisis financiera que se desencadenaría poco después.

Pero, por el momento, la coyuntura se desarrollaba favorablemente para el gobierno y su programa de estabilización, tal como suele darse al inicio de los programas heterodoxos. Entre 1968 y 1970 el nivel de actividad creció a un promedio del 4,1% anual, que se comparaba favorablemente con el promedio de 0,3% del período 1955-1967, o el 0,6% anual del quinquenio 1962-1967 (ver Gráfico 2.2). La monetización de la economía también siguió creciendo como porcentaje del producto, lo que permitió que durante 1969 y la primera mitad de 1970 continuara la ganancia de reservas internacionales por encima de lo esperado<sup>63</sup>, que pudo haber sido incluso mayor de no haber sido por la gradual desmejora en la situación fiscal<sup>64</sup>. Pero debe tenerse presente que el aumento de la demanda de dinero que acompaña a la baja de la inflación es un cambio de stock y por tanto un aumento por única vez, que permite financiar un déficit fiscal puntual y no permanente.

Sin perjuicio de que el crédito BCU-BROU siguió siendo la principal fuente de financiamiento del déficit del gobierno central, Uruguay recuperó en esos años el acceso a un mercado voluntario doméstico para la colocación de deuda pública, que había sido prácticamente inexistente desde el fin de la Segunda Guerra Mundial (en parte porque estaba emitida al 5% de interés cuando la inflación era bastante mayor que ese porcentaje. En 1968 el Poder Ejecutivo recibió la autorización legal para emitir la Serie 2ª de Bonos del Tesoro por USD 20 millones, de los que se colocaron USD 3,2 millones a través de la Bolsa de Valores en ese año y USD 10 millones al año siguiente, anulándose

---

En cuanto al crédito al sistema bancario, el subgerente José Noguez propuso al Directorio una política más restrictiva, para intentar neutralizar la expansión monetaria provocada por el incremento de reservas internacionales, lo que fue aceptado (Actas de Directorio N° 177 de 6 de noviembre y N° 180 de 14 de noviembre de 1968). Sin embargo, retiros de depósitos en la banca privada y en el Banco República provocaron que decretase feriado bancario el 23 y 24 de diciembre. El Directorio del BCU resolvió asistir al BROU por encima de lo programado para recomponer su situación de caja (Acta N° 191 de 24 de diciembre de 1968). El desvío fue de todos modos transitorio, ya que esa expansión se neutralizó en los días siguientes a medida que la situación se fue normalizando.

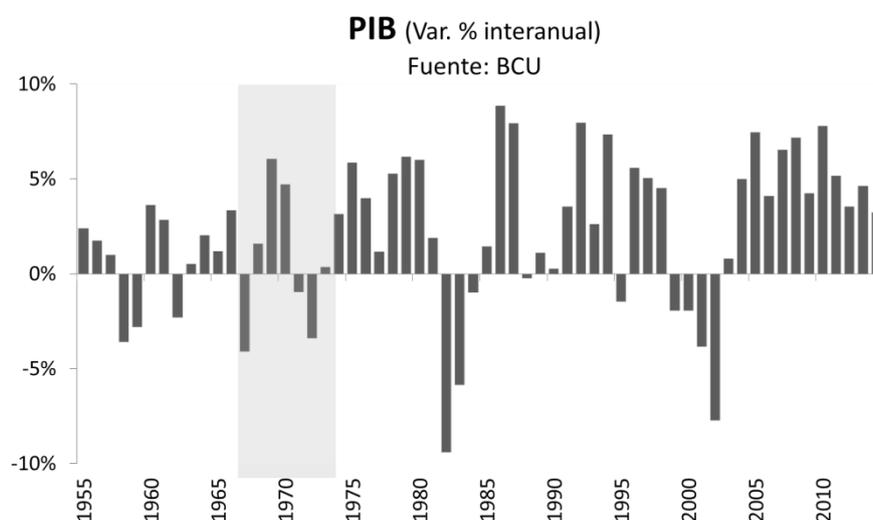
Como éste fue posiblemente el período de mayor libertad cambiaria en la década, al menos desde que en 1963 se reimplantó el doble mercado de cambios, es posible que la restricción del crédito interno no haya esterilizado la expansión monetaria sino exacerbado la ganancia de reservas.

<sup>63</sup> El aumento de reservas internacionales fue de USD 16 millones en 1969 y de USD 35,7 millones en la primera mitad de 1970.

<sup>64</sup> La comparación del déficit del gobierno central en 1968 (0,3% del PIB) con el de 1969 (2,5% del PIB) está distorsionada por la postergación de gastos de 1968, como el ajuste de pasividades que hubiese correspondido aplicar en julio de 1968 y que fue pagándose en cuotas durante buena parte del año siguiente. El déficit promedio de ambos años fue del 1,4% del PIB, aumentando en 1970 a 1,7% del producto.

el resto<sup>65</sup>. También comenzaron a colocarse Letras de Tesorería, con un plazo mínimo de sesenta días, en moneda nacional y extranjera<sup>66</sup>.

**Gráfico 2.2**



En ese contexto, la inflación bajó a 14,5% en el año 1969 (tras cruzar brevemente el umbral del 10% en los doce meses finalizados en junio de ese año) y a 14,2% en los doce meses finalizados en abril de 1970 (ver Gráfico 2.1). Continuaría oscilando en torno al 15% hasta octubre de ese año, momento a partir del cual los fundamentos del plan comenzaron a dar claros signos de deterioro<sup>67</sup>.

Es que un plan de estabilización heterodoxo, como el de 1968, basado en políticas de ingreso como elemento fundamental para abatir la inflación, por su impacto en las expectativas y en la inercia inflacionaria, debe conseguir que la estructura de precios, capaces de influir en los costos objeto de la congelación, tenga posibilidad de larga sobrevida.

Esto requiere a su vez que no se genere un crecimiento de las posibilidades de la demanda por la vía de déficit fiscales o parafiscales, por aumentos del crédito al sector privado más allá del crecimiento del producto respectivo, y también requiere que los shocks externos o internos, de precios o de cantidad, en el mercado de bienes y servicios o en el de capitales, no tengan demasiada entidad.

También es importante el efecto de la tasa de interés, ya que la congelación de éstas a los valores de la fecha del decreto, que eran consistentes con una estructura de tasas en un contexto inflacionario, quedan muy elevadas en términos reales.

En la medida en que esos fundamentos del plan se fueron deteriorando y que la inflación alcanzaba niveles de alrededor del 15%, el tipo de cambio real descendía y empezaba a

<sup>65</sup> Todas las series de Bonos del Tesoro emitidas en esos años eran denominadas en dólares, con un interés del 11% anual, a cinco años de plazo y amortizables en un 20% por año. La Serie 1ª había sido autorizada en 1966 por un total de USD 5 millones, pero no se pudo colocar. Al año siguiente, ya en la administración colorada, se pudieron colocar apenas USD 206 mil y se anuló el resto. El circulante de la Serie 1ª se canjeó luego por la Serie 2ª. Entre 1969 y 1972 se continuaría emitiendo una serie por año (3ª a 6ª), con características idénticas a éstas.

<sup>66</sup> En dólares, francos suizos, marcos alemanes y libras esterlinas.

<sup>67</sup> En mayo de 1970 se firmó un nuevo *stand by* con el FMI.

afectar la exportación de transables y generar comportamientos especulativos contra la moneda nacional.

## 7

Mientras Uruguay seguía buscando su camino hacia una esquivada estabilidad macroeconómica, el Banco Central comenzaba a sentar sus bases organizacionales y operativas. El 16 de mayo de 1967, durante la primera sesión del nuevo Directorio, se designó Secretario General del Banco al hasta ahora Secretario Letrado del Banco República, Juan César Pacchiotti, y Gerente General del BCU a Mario Bucheli, hasta ahora Asesor Económico del BROU. Ambos representaban un aporte valioso para el Banco. En el caso de Pacchiotti, su trabajo en la Secretaría Letrada del BROU lo convertían en una guía de primera mano, siempre presente en las reuniones de Directorio, sobre el farragoso universo reglamentario que se había construido en torno al Departamento de Emisión y que ahora se transfería al Banco Central. En cuanto a Bucheli, que había sido compañero de estudios del Presidente del Central y ya había tenido oportunidad de trabajar con él durante la refinanciación de 1965, había acumulado una experiencia casi única entre los economistas uruguayos de los sesenta, como era el análisis y la proyección de las variables monetarias.

En el transcurso del mes siguiente, a estas designaciones se sumarían las de Zenón Segovia Ruiz como Prosecretario y la de Juvenal Amestoy como Contador General del Banco Central. Además, en la primera sesión del Directorio que asumió el 16 de mayo se resolvió promover un acuerdo con el Banco República sobre el pase en comisión del personal que pertenecía al desaparecido Departamento de Emisión.

Otra cuestión sobre la que fue aflorando una identidad es la del nombre. El artículo 196 de la Constitución de 1967 declaró que “habrá un Banco Central de la República”. Por tal razón, en las primeras referencias oficiales al nuevo instituto se lo identificó como el “Banco Central de la República Oriental del Uruguay”. Así se lo denominó en todas las sesiones del Directorio provisorio designado el 3 de marzo y al menos en las cinco primeras sesiones del Directorio investido el 16 de mayo. También aparece ese nombre en el papel membretado y en las comunicaciones oficiales dirigidas a terceros durante ese período. Sin embargo, se hizo notar que esa denominación generaba confusión con la del “Banco de la República Oriental del Uruguay”, por lo que el Poder Ejecutivo remitió al Parlamento un proyecto de Ley, promulgado el 6 de julio de 1967, según el cual se dispuso que el Banco Central de la República creado por el artículo 196 de la Constitución se denominará “Banco Central del Uruguay”<sup>68</sup>.

La primera sesión del Directorio del Banco Central se realizó en la sala de sesiones del Directorio del Banco República. En los años siguientes alternarían sus reuniones en esa sala, en la del primer piso de la Casa de Gobierno, o incluso, alguna vez, en el Ministerio de Hacienda. El primer piso del Palacio Estévez fue, hasta el traslado a la nueva sede en Diagonal Fabini, el domicilio oficial del Banco Central.

Para Enrique Iglesias, el relacionamiento entre el Banco Central, el BROU y el Poder Ejecutivo era una de sus mayores preocupaciones. No sólo porque el marco legal vigente dejaba muchos espacios grises, sino porque también, en la delicada situación en que se

---

<sup>68</sup> Ley 13.594 de 6 de julio de 1967.

encontraba el país, todos los esfuerzos realizados en las respectivas áreas de competencia debían apuntar en la misma dirección. Así es que propuso, en la reunión de Directorio de 19 de mayo, enviar una nota al Ministro de Hacienda “para expresarle que dicha coordinación con el Banco de la República se considera posible, informalmente y sin transgredir con ello los límites de las competencias actuales asignadas a cada ente, manteniendo un estrecho contacto cooperativo entre el Ministerio de Hacienda, el Banco de la República y el Banco Central, que luego se materializaría en resoluciones adoptadas por cada Directorio en el ámbito de sus respectivas potestades”. Entre las áreas de colaboración identificadas por Iglesias está la fijación de los niveles de recargos, detracciones y consignaciones en operaciones de comercio exterior, de modo que sean compatibles con el programa monetario. También señala la regulación y vigilancia del sistema cambiario como un área de cooperación con el Ministerio de Hacienda y el BROU y propone ayudar a ese banco en las gestiones internacionales vinculadas con su endeudamiento externo. Asimismo, propone participar en toda la programación del endeudamiento del sector público “actualmente a cargo del Banco de la República”. Más allá de la cooperación “informal” ofrecida por Iglesias, durante los años siguientes el Banco Central iría absorbiendo muchas de las funciones por él señaladas y otras.

Pero se necesitaba algo más que un “espíritu de colaboración” entre el Banco Central, el BROU y el Poder Ejecutivo. El traspaso de funciones del Departamento de Emisión dispuesto por la Constitución dejaba todavía varias competencias propias de un banco central en manos del Banco República, lo cual generaba problemas de gestión y conflictos de intereses. El proyecto de Ley de Emergencia, que el Parlamento uruguayo discutió durante el tercer trimestre de 1967, incorporaba varias normas que clarificaban y ampliaban los cometidos del Banco Central.

Cuando finalmente la Ley fue aprobada<sup>69</sup>, el Banco Central pasó a contar con un marco normativo de mayor alcance y definición que el que tenía el 1° de marzo. Uno de los cometidos que se le incorporaron tiene que ver con el funcionamiento del mercado de cambios, cuyo contralor seguía a cargo del BROU. Con la nueva ley (artículo 23), el Banco Central tendría a su cargo, mientras subsistiesen, las funciones de contralor de las operaciones de cambio internacional y traslado de capitales al exterior<sup>70</sup>. Además, las divisas provenientes de las exportaciones debían ser negociadas en el Banco Central directamente, o por intermedio de bancos privados autorizados a operar en cambios.

La Ley también reglamentó la asistencia financiera que el Banco Central puede otorgar a los bancos privados<sup>71</sup>, le dio la facultad de autorizar fusiones, absorciones y toda otra forma de transferencia de instituciones bancarias privadas y le otorgó la potestad de reglamentar las condiciones dentro de las cuales pueden contraerse obligaciones internacionales que impongan pagos en moneda extranjera. Además, autorizó la

---

<sup>69</sup> Ley 13.608 de 8 de setiembre de 1967.

<sup>70</sup> Artículo 29 de la Ley 9.808 de 2 de enero de 1939.

<sup>71</sup> Según el artículo 29 de la Ley 13.608, el Banco Central podía “prestar asistencia financiera a las instituciones bancarias privadas (...) hasta el monto de capital y reservas de la empresa asistida”. Agrega que “en situaciones de emergencia, que pongan en peligro la estabilidad del sistema bancario nacional, el Banco Central del Uruguay podrá prestar asistencia financiera extraordinaria a las empresas bancarias privadas, mediante resolución fundada del Directorio, adoptada por cuatro votos conformes, dando cuenta oportunamente al Poder Ejecutivo, pudiendo redescantar a esos efectos los documentos que estime adecuados de la cartera activa de la empresa asistida”.

transferencia de activos y pasivos entre el BROU y el BCU “que estimen equivalentes”, previo dictamen del Tribunal de Cuentas, a efectos de su división patrimonial. Pero en lo que respecta a la cartera activa correspondiente a la asistencia financiera prestada por el BROU a entidades bancarias intervenidas, en concordato o liquidación, la Ley ordenó que la transferencia al Banco Central procediera “desde ya”, autorizando a éste a emitir los billetes necesarios para adquirir la cartera.

Con la aprobación de la Ley de Emergencia, el Directorio consideró completadas las funciones del BCU, por lo que procedió a estudiar la organización interna a darle al banco para cumplir con esos cometidos. En ese momento, se crearon siete departamentos dependientes de la Gerencia y las Sub Gerencias Generales. Cada Departamento tenía un responsable con cargo gerencial y un sub gerente de Departamento. También se constituyeron tres unidades asesoras del Directorio: La Secretaria General, la Asesoría Legal y el Asesor Estadístico. Se analizaron los antecedentes funcionales y condiciones técnicas del personal que hasta el momento desempeñaba funciones en el Banco Central o el BROU, de forma de asignarlo a la dirección de los Departamentos que componían aquella organización. Así surgió un organigrama del BCU que al 30 de setiembre de 1967 era aproximadamente el del Cuadro 2.1 <sup>72</sup>

Además de comenzar a dotar al Banco Central de recursos humanos, era necesario también proveerle recursos financieros. Su creación a partir del 1° de marzo de 1967 impedía que, al momento de comenzar a funcionar, contara con un Presupuesto aprobado en forma previa<sup>73</sup>. Por lo tanto, en forma transitoria el BCU comenzó a funcionar usufructuando los recursos presupuestales del Banco República, designando funcionarios de éste para que pasaran en comisión. En cuanto a otros recursos materiales, el Banco Central también hizo uso de las asignaciones presupuestales del República.

El Directorio del Banco Central analizó su primer proyecto de presupuesto durante la sesión del 11 de junio<sup>74</sup>. En esa oportunidad se aprobó su remisión al Ministerio de Hacienda, acompañado de una nota en la que se explicaba que en buena medida las partidas incorporadas al presupuesto del Banco Central debían deducirse de las del Banco República, ya que los funcionarios que en ese momento se desempeñaban en aquel provenían del antiguo Departamento de Emisión. Se aclara al Poder Ejecutivo que sólo se crean en este Presupuesto dos cargos: Secretario General y Gerente General.

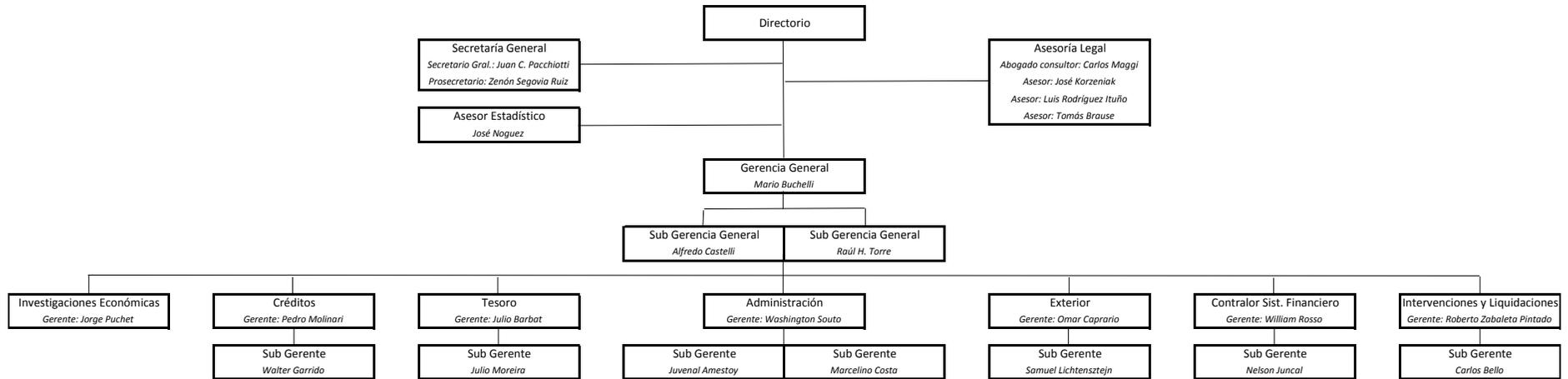
---

<sup>72</sup> Este organigrama es una aproximación a la fecha indicada y tuvo varios cambios en poco tiempo. Por ejemplo, el cargo de Noguez como Asesor Estadístico del Directorio se transformó en uno de Sub Gerente General, por lo que se pasó a tener tres Sub Gerencias debajo de la Gerencia General. Por otro lado, el Sub Gerente Raúl Torre jamás asumió el cargo, por lo que Washington Souto pasó a ser designado Sub Gerente General. A la lista de Sub Gerentes de Departamento se sumaría Carlos Pedemonte, pero inmediatamente se jubiló. La contratación de Samuel Lichtensztejn se dejaría sin efecto unos meses después. En su lugar se designaría a Carlos Koncke, José Enrique Massonier y Jorge Sambarino. Las designaciones definitivas de estos funcionarios se haría recién por Resolución de Directorio de 18 de junio de 1968 (Acta de Directorio N° 134), luego que el Poder Ejecutivo aprobase el Presupuesto del BCU para 1968.

<sup>73</sup> Era de aplicación, por tanto, lo dispuesto por el artículo 221 de la Constitución, inciso primero, según el cual, en el año siguiente al electoral, el presupuesto puede ser elevado al Poder Ejecutivo en cualquier momento.

<sup>74</sup> Acta de Directorio N° 34, de 11 de junio de 1967.

Cuadro 2.1 Organigrama del Banco Central del Uruguay al 30/9/1967



Fuente: Elaboración propia a partir de Acta de Directorio N° 53 de 12 de setiembre de 1967

El Presupuesto fue aprobado por Decreto del Poder Ejecutivo de 24 de octubre de 1967. En su artículo 5° dispone que “el Directorio reglamentará la forma de incorporación de funcionarios del Banco de la República o de otros organismos al Banco Central, así como la provisión o supresión de vacantes que se produzcan, procurando no incrementar el volumen total de personal de la administración estatal”. En lo que respecta a los funcionarios del BROU que prestaban servicios en comisión en el Banco Central, una resolución del Directorio de 9 de enero de 1968<sup>1</sup> aprobó el Reglamento de su incorporación a éste. Dicho Reglamento previó la constitución de Tribunales de Selección, los cuales debían examinar los candidatos en base a mérito y antecedentes.

Con el proyecto de Presupuesto para el año 1968, el Banco Central previó la creación de 450 cargos presupuestados, lo cual dio espacio para incorporar definitivamente los cargos gerenciales designados en setiembre de 1967 y a los funcionarios del BROU que trabajaban en el Departamento de Emisión y que estaban en comisión en el BCU. Sin embargo, este proceso se hizo en forma lenta.

En julio de 1968 algunos directores del BCU comenzaron a manifestar su preocupación por la situación funcional de la mayoría de las personas que trabajaban en la institución. El 13 de agosto el Vicepresidente Juan Bracco hizo hincapié en los trastornos al funcionamiento que generaban los problemas de jurisdicción entre el BROU y el BCU, al trabajar con empleados dependientes de ambos organismos. Hacía notar, asimismo, los problemas administrativos que estaban ocurriendo por no contar en el área de personal con toda la información de quienes se desempeñaban en el banco. Bracco propuso en esa oportunidad dar plazo hasta el 30 de agosto para que los funcionarios en comisión eligieran si aceptaban seguir en el BCU o volver al BROU<sup>2</sup>. En esa misma reunión presentó su renuncia indeclinable el Gerente General, Mario Bucheli. En buena medida, el motivo de su renuncia se encontraba en las dificultades que encontraba para desarrollar adecuadamente su trabajo en una institución que carecía de local, por ende del espacio apropiado para cumplir con las actividades y, como corolario, con la cantidad de gente requerida. Concordaba su visión con la de Bracco, pero para Bucheli era prioritario resolver el problema del local.

La búsqueda de un local adecuado para servir como sede del Banco Central fue una de las primeras tareas a que se abocó el Directorio, confiándola a los directores Bracco y Guntín y al Secretario General, Juan César Pacchiotti<sup>3</sup>. Inicialmente se intentó encontrar oportunidades entre locales abandonados de instituciones bancarias en procesos de reestructura o liquidación, como el local de la zona del Cordón del Banco La Caja Obrera o la sede central del Banco Transatlántico, que por distintos motivos se rechazaron. A instancias del Director Juan Bracco también se hicieron gestiones ante el Directorio del Banco República para que el Banco Central permaneciera en la tradicional sede de aquel, ya que estaba en construcción lo que sería la agencia “19 de Junio” sobre la Avenida 18 de Julio, frente a la Plaza de los 33 Orientales, pero la petición fue desestimada<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Acta de Directorio N° 89, de 9 de enero de 1968.

<sup>2</sup> Acta de Directorio N° 150, 13 de agosto de 1968.

<sup>3</sup> Acta de Directorio N° 25, de 6 de junio de 1967.

<sup>4</sup> Lejos de pensar en dejar el emblemático edificio de la calle Cerrito en manos de la criatura nacida de su costilla, el Directorio del BROU comenzaría a hacer saber al del Banco Central su necesidad de contar con el cuarto piso de la Casa Central, solicitando de éste alguna estimación “sobre la fecha aproximada” en que quedaría libre (Acta de Directorio del Banco Central N° 120, de 30 de abril de 1968).

El 24 de agosto de 1967 Pablo Bardin y Roberto Nogaró ofrecieron, por \$ 100 millones<sup>5</sup>, la venta del edificio de diez pisos del entonces Hotel Nogaró, situado en la esquina de Rincón e Ituzaingó, frente a la que todavía hoy es la sede del Instituto Nacional de Carnes. Un mes después el Directorio resolvió que, entre las ofertas disponibles, la del Hotel Nogaró parecía la más interesante, por lo que se decidió continuar con el estudio de la propuesta, recabando diversas opiniones<sup>6</sup>. Estas fueron en general favorables, tanto desde el punto de vista del precio ofertado como de la funcionalidad del edificio para el desempeño de los cometidos del Banco Central. Se estimaba que las obras necesarias para adaptar el inmueble insumirían unos \$ 50 millones. Con estos antecedentes, el Directorio manifestó su acuerdo, en principio, con la propuesta de Bardin y Nogaró<sup>7</sup>. Pero unos días después recibieron una nota del Ministro de Transporte, Comunicaciones y Turismo, Justino Carrere Sapriza, solicitando a Enrique Iglesias que dejase sin efecto la negociación, debido al impacto que el cierre del Nogaró tendría sobre la capacidad hotelera montevideana y sobre el empleo en el sector. Sobre este punto el Sindicato Único de Gastronómicos del Uruguay ya había hecho llegar al Ministro su preocupación, en defensa de los ochenta trabajadores del Hotel. La solicitud era desconcertante, pues era sabido que en esos años la Ciudad Vieja languidecía como atractivo turístico y la oferta hotelera montevideana se desplazaba hacia el entorno de las plazas Fabini y Cagancha y la zona costera. Con la oposición de Juan Bracco, el directorio del Banco Central accedió a la solicitud del Ministro, con lo cual se abrió una nueva etapa en la búsqueda de soluciones edilicias para el Banco Central<sup>8</sup>.

Mientras tanto, las responsabilidades en la conducción de la actividad económica comenzaban a generar su desgaste en los protagonistas. Inmediatamente que el episodio de la “infidencia” comenzara a generar debates, especulaciones y encontronazos entre diversos actores de la vida política del Uruguay, Enrique Iglesias presentó al Presidente Pacheco Areco su renuncia, pero éste se la rechazó. El 29 de agosto de 1968 confirmó ante sus compañeros de Directorio la presentación de su renuncia al Presidente, quien según dijo Iglesias en ese momento, se la había aceptado<sup>9</sup>. En realidad, Pacheco se tomó su tiempo para aceptar la renuncia, esperando que Iglesias reconsiderara su decisión, período durante el cual éste hizo uso de licencia en el Directorio para dedicarse a actividades de consultoría para organismos internacionales. En diciembre, viendo que el Poder Ejecutivo todavía no se pronunciaba sobre su solicitud de renuncia, Iglesias comunicó al Directorio del Banco Central que no continuaría cobrando su emolumento como Presidente<sup>10</sup>. La renuncia de Iglesias continuaría sin ser aceptada hasta el 9 de enero de 1969, momento en que Pacheco designa por Decreto a Carlos Sanguinetti como presidente del Directorio del BCU<sup>11</sup>.

La sustitución de Iglesias por Sanguinetti se hizo con la particularidad de haber utilizado el marco proporcionado por las medidas prontas de seguridad. En efecto, en lugar de

---

<sup>5</sup> Aproximadamente USD 1 millón de la época, de acuerdo con la recientemente desvalorizada cotización del peso uruguayo.

<sup>6</sup> Acta de Directorio N° 58 de 26 de setiembre de 1967.

<sup>7</sup> Acta de Directorio N° 61 de 5 de octubre de 1967.

<sup>8</sup> Acta de Directorio N° 66 de 26 de octubre de 1967. Irónicamente, sería el propio ministerio de Transporte, Comunicaciones y Turismo (devenido en Ministerio de Transporte y Obras Públicas) el que en la década siguiente absorbería el edificio del ex Hotel Nogaró para construir su propia sede.

<sup>9</sup> Acta de Directorio N° 155 de 29 de agosto de 1968.

<sup>10</sup> Acta de Directorio N° 187 de 10 de diciembre de 1968.

<sup>11</sup> Decreto N° 19/969 de 9 de enero de 1969.

pedir al Parlamento la venia correspondiente, el Presidente Pacheco Areco decidió intervenir el Banco Central del Uruguay y designar un Directorio interventor compuesto por Carlos Sanguinetti como presidente, acompañado de Bracco, Guntín, Acosta y Lara y Rodríguez Larreta, que continuaban en sus respectivos puestos.

Carlos Sanguinetti recomendó al Directorio conservar cerca del BCU a Enrique Iglesias, ofreciéndole un cargo de consultor. Iglesias aceptó la invitación, pero prefiriendo actuar en carácter honorario. En esa función visitó en algunas ocasiones al Directorio durante el año 1969, analizando la marcha del programa monetario y la situación del sistema financiero. Más tarde, en oportunidad de la reunión anual de otoño (boreal) de 1970 del Fondo Monetario Internacional, José Guntín (en aquel momento vicepresidente del BCU) y el entonces subsecretario del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), Jorge Echevarría Leunda, propusieron ante las delegaciones de los países que integraban la silla del Cono Sur en los directorios del FMI y el Banco Mundial<sup>12</sup> la candidatura de Iglesias para el directorio de alguno de esos organismos<sup>13</sup>. En esa oportunidad Guntín se enteró que el resto de los integrantes de la silla ya habían acordado una candidatura, ante lo cual insistió y logró la celebración del primer acuerdo de rotación en los cargos de directores y directores alternos para la silla del Cono Sur en el FMI y el Banco Mundial<sup>14</sup>.

En el mismo día de su toma de posesión del cargo de Presidente del Banco Central, Sanguinetti señaló también que era imperativo designar cuanto antes a un gerente general, cargo que estaba vacante desde la renuncia de Bucheli en agosto del año anterior. Inmediatamente propuso a Nilo Márquez, que venía desempeñándose como Contador General de la Nación, lo que fue acompañado por Guntín y Acosta y Lara. Bracco se inclinaba por Carlos Ricci, a la sazón subgerente general del Banco República, mientras que Rodríguez Larreta, sorprendido por la inclusión del tema en el orden del día, dijo tener la mejor opinión de Alejandro Végh Villegas y el funcionario del BROU Carlos Fernández Goyena, que eran los otros candidatos manejados por Sanguinetti, pero prefería informarse mejor de los otros antes de elegir. La decisión se adoptaría el 14 de enero en favor de Nilo Márquez, que recibió el apoyo de Sanguinetti, Guntín y Acosta y Lara, mientras que Bracco y Rodríguez Larreta votaron por Fernández Goyena. Ese mismo día, Nilo Márquez renunció a la Contaduría General de la Nación y asumió la gerencia general del BCU.

Por su parte, desde fines del año anterior Juan Bracco había presentado su renuncia al Presidente de la República, lo que volvió a reiterar en enero, siéndole finalmente aceptada. En su lugar fue designado José Carlos Pena<sup>15</sup>, que hasta el momento se había desempeñado como Director del Banco República.

Con estos cambios en el Directorio y la gerencia general, el Banco Central encaró el año 1969 dispuesto a realizar nuevos avances en materia de consolidación institucional. La Ley de Emergencia había transferido al BCU las funciones que el BROU tenía en materia

---

<sup>12</sup> Argentina, Chile, Paraguay, Chile, Perú y, en aquel entonces, Ecuador.

<sup>13</sup> Como en ese mes de setiembre de 1970 también se produjo la renuncia del chileno Felipe Herrera a la presidencia del Banco Interamericano de Desarrollo, el gobierno uruguayo hizo el primer intento de proponer a Enrique Iglesias para ese cargo. Pero en ese momento la elección recayó en el mexicano Antonio Ortiz Mena. Su sucesor, en 1988, sería precisamente Enrique Iglesias.

<sup>14</sup> Acuerdo de Copenhage, del 22 de setiembre de 1970.

<sup>15</sup> Resolución del Poder Ejecutivo N° 122/969 de 30 de enero de 1969.

de regulación y control del mercado de cambios<sup>16</sup>. Por su parte, el Poder Ejecutivo había establecido en julio de 1967 que todas las líneas telefónicas entre bancos, corredores de cambios y personas autorizadas a operar en el mercado de cambios debían estar conectadas con la mesa de cambios del Banco República, estando prohibidas las líneas directas<sup>17</sup>. Por lo dispuesto en la Ley de Emergencia, esta disposición quedó alusiva a la mesa de cambios del Banco Central, la cual aún no existía. En aquel momento, el Directorio dispuso que las operaciones en moneda extranjera del Banco Central fueran cursadas a través de la mesa de cambios del Banco República, hasta tanto se implementara la propia. Para preparar al BCU en ese proceso, Enrique Iglesias había solicitado asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional, en el marco de la cual Félix Ruiz estuvo trabajando en Uruguay en diversos momentos entre 1967 y 1970.

Pero hasta fines de 1968 el Banco Central todavía conducía sus operaciones cambiarias a través de la mesa del Banco República. A los pocos días de asumir Sanguinetti como presidente del BCU, José Guntín planteó en el Directorio el problema que se suscitaba por la doble jerarquía a que estaba sujeta la mesa de cambios del BROU. Según Guntín, la decisión sobre la política a seguir por la mesa de cambios radicaba en la presidencia del BCU, pero el gerente del Departamento de Negocios con el Exterior del BROU le había manifestado al ex Vicepresidente del BCU, Juan Bracco, que él recibía órdenes del Presidente del Banco República<sup>18</sup>. Dada esta situación Sanguinetti y Guntín comenzaron a negociar con el Directorio del BROU, presidido por Carlos Végh Garzón, una solución según la cual la mesa de cambios sea manejada efectivamente por el Banco Central, sin perjuicio de que el Banco República pueda realizar operaciones a través de la misma mesa en tanto no se efectivice la separación física entre ambas.

El Banco República propuso al BCU utilizar la mesa de cambios existente, en carácter precario, mientras se encargaba de instalar una segunda mesa, cuyo costo trasladaría al Banco Central. Pero señaló que carecía de espacio para ofrecer a los funcionarios del Central que trabajaran en la mesa y puso como condición que a la fecha de transferencia de la mesa el BCU se hiciera cargo de diversas obligaciones en moneda extranjera del BROU, que éste asumió cumpliendo funciones banco centralistas. El Directorio del Banco Central estuvo de acuerdo con la cuestión de que había que efectuar una redistribución de obligaciones en moneda extranjera entre ambas entidades, pero que no por ello debía quedar supeditada la toma de posesión de la mesa de cambios. Por otra parte, consideró un serio inconveniente el no poder disponer de espacio en la mesa para funcionarios propios, por lo que resolvió encarar la instalación de una mesa de cambios propia<sup>19</sup>. Eso se logró finalmente a partir del 8 de setiembre de 1969.

Otra cuestión que estaba pendiente era la asunción por parte del Banco Central del Uruguay de su rol de agente financiero del Estado. En efecto, la Ley de Presupuesto de 1967 había facultado al Poder Ejecutivo a convenir con el Banco Central del Uruguay la administración de los servicios de la deuda pública interna y externa, Letras y Bonos del Tesoro, préstamos internacionales “y demás cometidos que actualmente tiene a su cargo la Dirección de Crédito Público”, previendo además la incorporación de

---

<sup>16</sup> Ley N° 13.608 de 8 de setiembre de 1967, artículo 23.

<sup>17</sup> Decreto 436/967 de 17 de julio de 1967.

<sup>18</sup> Acta N° 200 de 21 de enero de 1969.

<sup>19</sup> Acta de Directorio N° 214 de 13 de marzo de 1969.

funcionarios de dicha Dirección al Banco Central<sup>20</sup>. En febrero de 1969 el Directorio del Banco Central decidió poner manos en el asunto y designó a José Korzeniak para que coordinara con los abogados del Ministerio de Hacienda la redacción de un decreto por el cual esas atribuciones le fueran conferidas al BCU, asegurándole la disposición de recursos humanos, materiales y espacio físico para cumplir con las tareas<sup>21</sup>. El mismo día que el Directorio del BCU decidía comunicar al BROU que seguiría su propio camino en la instalación de la mesa de cambios, se aprobó un proyecto de decreto por el que se traspasaban los cometidos de la Dirección de Crédito Público al Banco Central. El Poder Ejecutivo hizo suya la propuesta unos días después, confirmando las funciones de la Dirección de Crédito Público al Banco Central a partir del 1° de mayo de ese año. Sin embargo, esto no se haría efectivo hasta un año después.

Entrado el año 1970 el Banco Central había incorporado un Departamento de Auditoría Interna, como órgano asesor del Directorio y un Departamento de la Deuda Pública. La mesa de cambios había quedado bajo la responsabilidad del Departamento de Exterior. Se habían sumado al Banco funcionarios asignados a la intervención y liquidación de bancos, además de aquellos necesarios para trabajar en la mesa de cambios y en el Departamento de Deuda Pública. Para el desempeño de las funciones que se le habían encomendado en ese entonces, el Banco Central ya contaba con unos 428 funcionarios, para los cuales la capacidad de las viejas dependencias del Departamento de Emisión en el edificio sede del Banco República era totalmente insuficiente. De hecho, los funcionarios del banco estaban dispersos en diversas locaciones, varias de ellas pertenecientes a bancos en proceso de liquidación.

Es así que el Directorio decide dar un nuevo impulso a la búsqueda de una sede para el Banco, optando ahora por efectuar un llamado público a través de la prensa en el mes de julio de 1970. Entre las ofertas recibidas se encontraba nuevamente el ahora “ex” Hotel Nogaró, al que la nostalgia por los huéspedes de antaño había resultado insuficiente para mantenerlo en operaciones. El Banco de Cobranzas, que no había podido hacer honor a su nombre, intentaba recuperar su crédito contra el viejo hotel. Con renovadas esperanzas el Directorio del BCU intentó otra vez hacerse de ese edificio, para lo cual consiguió un Decreto del Poder Ejecutivo autorizando a comprarlo<sup>22</sup>.

Pero el destino no permitiría que el Banco Central terminara teniendo vista a la Plaza Matriz. El 10 de noviembre el Poder Ejecutivo decretó la intervención de los bancos de Cobranzas y Sociedad de Bancos por el Central y dispuso que fueran adquiridos por el Banco República. En los días siguientes se supo que el BROU pensaba que una mejor recuperación del crédito del Banco Cobranzas contra el ex hotel se lograría vendiéndolo como apartamentos, por lo que ofreció al Central, a cambio, la sede de Sociedad de Bancos. Ésta, sin embargo, no resultaba satisfactoria para los objetivos del Directorio del BCU. Era necesario buscar otra opción, pero otros problemas distraían la atención.

El año 1970 había traído varias rotaciones en la composición del Directorio del Banco Central, que vinieron de la mano de otros cambios en el equipo económico. En abril, el Presidente del Banco República, Armando Malet, había dejado ese cargo para asumir como Ministro de Economía y Finanzas en reemplazo de César Charlone. El lugar de

---

<sup>20</sup> Ley N° 13.640 de 26 de diciembre de 1967, artículo 480.

<sup>21</sup> Acta de Directorio N° 208 de 20 de febrero de 1969.

<sup>22</sup> Decreto de 20 de octubre de 1970.

Malet fue ocupado por el Director del BCU José Carlos Pena, que de esa forma volvía al BROU, ahora como Presidente. La vacante en el directorio del Banco Central fue cubierta por Juan Rodríguez López. Pero la “crisis de los vetos” de octubre de 1970, de la que nos ocuparemos más adelante, volvió a dejar a Charlone en el Ministerio de Economía. Carlos Sanguinetti renunció a la presidencia del Banco Central, junto con el Director Juan Rodríguez López, y sus lugares fueron ocupados, respectivamente, por el ex Ministro de Economía Armando Malet y el ex subsecretario de esa cartera, Jorge Echeverría Leunda. Rodríguez López dejó el BCU para pasar al BROU, reemplazando a Helio Fernández, que pasaría a acompañar a Charlone como subsecretario de Economía y Finanzas<sup>23</sup>. Empero, los cambios no terminarían allí. Malet descubrió que su presencia en el Directorio del Banco Central lo inhibiría de presentarse a cargos electivos en la elección del año siguiente. Por ello, en lo que resultaría la estadía más corta (29 días) de un Presidente del Banco Central en su historia (aun contando el interinato de Daniel Hugo Martins), el 24 de noviembre Malet presentó su renuncia. Pacheco Areco y Charlone mantuvieron en los días siguientes reuniones con el ex presidente del Banco República, Julio Solsona Flores, pero éste finalmente no aceptó. Entonces se le ofreció la presidencia al Gerente General del BCU, Nilo Márquez<sup>24</sup>.

Los feriados bancarios de octubre y los cambios en la integración del equipo económico, de los que nos ocuparemos en la próxima sección, desviaron a un segundo plano la cuestión del edificio sede del Banco Central, pero Nilo Márquez volvió nuevamente al tema apenas asumió como Presidente de la institución, proponiendo una alternativa distinta a las que se estaban manejando.

En diciembre de 1968 el Directorio del BCU había recibido, entre otras ofertas, la propuesta de adquirir el edificio que la Caja Bancaria estaba construyendo con frente a la diagonal Fabini y las calles Cerrito y Florida<sup>25</sup>. Aún luego de autorizada por el Poder Ejecutivo la compra del ex Hotel Nogaró en octubre de 1970, el presidente de la Caja Bancaria, Raúl Paravís, visitó a Armando Malet para insistirle con la oferta<sup>26</sup>. Nilo Márquez consideró que ese debía ser el camino a seguir, y así lo propuso al Directorio<sup>27</sup>.

El año terminaría con las negociaciones en buen camino. El 23 de diciembre Nilo Márquez presentó en el Directorio la oferta de la Caja Bancaria: \$ 980 millones por la totalidad de la construcción, o \$ 540 millones hasta la quinta planta. El Directorio decidió esperar por la tasación de la Dirección General de Catastro. El 29 se confirmó que el precio pedido por la Caja Bancaria era razonable, por lo que se procedió a solicitar la autorización correspondiente al Poder Ejecutivo<sup>28</sup>.

---

<sup>23</sup> Resoluciones del Poder Ejecutivo N° 1.757/970, 1.758/970, 1.759/970, 1.760/970, 1.761/970, 1.762/970 y 1.764/970 de 26 de octubre de 1970.

<sup>24</sup> Resolución 2.022/970 de 11 de diciembre de 1970. Márquez tomó posesión del cargo de presidente del Banco Central el 14 de diciembre (Acta de Directorio N° 399 bis de 14 de diciembre de 1970).

<sup>25</sup> Acta de Directorio N° 187 de 17 de diciembre de 1968.

<sup>26</sup> Acta de Directorio N° 389 de 10 de noviembre de 1970.

<sup>27</sup> Acta de Directorio N° 401 de 15 de diciembre de 1970.

<sup>28</sup> El Presupuesto anual del Banco Central no incluía una partida para la compra del edificio, pero preveía que ante la contingencia de una oportunidad de negocio se podía habilitar el crédito correspondiente por autorización del Poder Ejecutivo.

El informe de la Dirección de Catastro describía la obra como de “muy buena calidad y con detalles de fina terminación”, destacaba que “cumple con exceso todas las ordenanzas de higiene y habitabilidad” y hacía notar que en el área destinada a la Sección Mecanizada “están todos los elementos acondicionadores de aire para el funcionamiento de las máquinas computadoras electrónicas”.

Al Directorio le preocupaba que el precio del inmueble representaba por sí solo un aumento del 1,5% de la emisión al cierre de 1970. Debido a las consecuencias sobre el cumplimiento del programa monetario, el Banco Central pactó con la Caja que en el momento de firmar el compromiso de compraventa se pagarían \$ 200 millones, a depositar a plazo en una institución bancaria oficial. Contra la posesión del bien se entregarían otros \$ 700 millones, de los cuales \$ 120 se destinarían a comprar Letras de Tesorería y \$ 480 millones quedarían constituidos en otro plazo fijo. Los restantes \$ 80 millones, que se entregarían en el momento de escriturar, también se destinarían a la compra de Letras de Tesorería<sup>29</sup>. Habiéndose acordado las condiciones, el contrato entre la Caja Bancaria y el Banco Central del Uruguay se firmó el jueves 28 de enero de 1971.

Tras ocho meses de trabajos de terminación y adquisición de equipamiento y mobiliario, la nueva sede del Banco Central quedó en condiciones de ser utilizada. Ya era hora. La falta de espacio y equipamiento adecuado habían puesto al borde del colapso servicios como la mesa de cambios, tal como lo manifestó al Directorio el Gerente del ex Departamento Exterior, que se había convertido en el Departamento de Cambios, Omar Caprario<sup>30</sup>. El Directorio resolvió que la mudanza al nuevo edificio se efectuaría en el fin de semana del 9 y 10 de octubre, solicitando al Poder Ejecutivo decretar feriado bancario para el lunes 11, de tal forma de contar también con el entonces asueto para la actividad bancaria del 12 de octubre<sup>31</sup>. La mudanza se pudo realizar sin mayores inconvenientes y el 13 de octubre el Banco Central comenzó a funcionar en el edificio que hasta hoy es su sede. El 14 de octubre el Directorio pudo celebrar su primera reunión en “su sede”<sup>32</sup>.

La mudanza al edificio de once pisos construido por la Caja de Jubilaciones Bancarias para que fuera su sede fue una primera etapa en la configuración del local del BCU tal como hoy se lo conoce. Según los planos de la época, la manzana comprendida por las calles Uruguay, Ciudadela, Cerrito y Florida debía estar dividida por una diagonal, que inicialmente llevaría la denominación Río de Janeiro pero que luego se denominó Diagonal Fabini. El edificio adquirido por el Banco Central ocupa desde la Diagonal Fabini hacia la intersección de Cerrito y Florida. Pero la otra mitad de la manzana, correspondiente al padrón 4862, delimitado por la Diagonal y las calles Uruguay y Ciudadela, era un terreno propiedad de la Junta Departamental de Montevideo. Era necesario que toda la manzana estuviera en posesión del BCU por razones de seguridad del Tesoro, entre otras. Ello ocurriría unos años después. Por nota de 15 de mayo de 1974, la Intendencia Municipal de Montevideo puso en conocimiento del BCU que había solicitado a la Junta de Vecinos de Montevideo la modificación del Decreto de la Junta Departamental 12.579, para que se autorizara la enajenación del citado inmueble al BCU, con información a la Caja de Jubilaciones Bancarias, a la Comisión Financiera de la Rambla Sur y al Servicio del Plan Regulador de Montevideo.

En la reunión del Directorio de BCU de 23 de junio de 1975, José Gil Díaz comunicó que había hablado con el entonces Ministro de Economía y Finanzas, Alejandro Végh

---

<sup>29</sup> Poco imaginaba en ese momento el Directorio del BCU que el efecto monetario de la compra del inmueble sería insignificante frente a otros desvíos que se producirían en el programa monetario durante el año 1971.

<sup>30</sup> Acta de Directorio N° 493 de 2 de julio de 1971.

<sup>31</sup> Acta de Directorio N° 537 de 5 de octubre de 1971.

<sup>32</sup> Acta de Directorio N° 539 de 14 de octubre de 1971. De todos modos, el Directorio del BCU todavía celebraría alguna reunión más en la sala de sesiones del Banco de la República.

Villegas, quien prestó conformidad para la compra, que se haría por \$ 6.500 millones. La Junta comunicó por nota de 22 de julio de 1975, que estaba de acuerdo en enajenar ese predio en las condiciones ofrecidas por el Banco. El precio de la venta se destinaría a la construcción de la Diagonal Fabini<sup>33</sup>.

Volvamos al año 1971, durante el cual el Directorio y el personal superior del Banco Central habían experimentado diversos cambios. Nilo Márquez renunció a la presidencia en el mes de agosto, siendo reemplazado por el Director Jorge Echevarría Leunda, que se convirtió así en el sexto Presidente del Banco (y el cuarto en los últimos doce meses). A Echevarría Leunda le correspondió, pues, inaugurar la nueva sede y presidir la primera reunión del Directorio en ella. El 13 de marzo de 1971 había fallecido el Vicepresidente José Guntín, tras una enfermedad que lo tuvo fuera del BCU varios meses. Transitoriamente, su cargo fue ocupado por el Director del BROU Agustín Barbato<sup>34</sup>, hasta que el 20 de abril el Poder Ejecutivo designó al hasta el momento Contador General de la Nación, José María Michetti. Barbato y Juan Rodríguez López continuarían cubriendo la vacante dejada en el Directorio tras el alejamiento de Nilo Márquez. Éste, a su vez, había dejado vacante la gerencia general cuando a fines de 1970 pasó a desempeñarse como presidente del BCU. En su lugar, el Directorio designó durante 1971 a los funcionarios Walter Garrido y William Rosso como co-gerentes generales.

Los cambios recurrentes en la integración del equipo económico y en el Directorio del BCU durante 1970 y 1971 difirieron una decisión sobre el anteproyecto de Carta Orgánica para el banco, del cual circulaba una versión desde 1969. También se elaboraron anteproyectos de ley de regulación del sistema financiero y de ley de cheques, que tampoco llegaron a contar con la iniciativa del Poder Ejecutivo para el trámite parlamentario.

## 8

El plan de estabilización de 1968 funcionó relativamente bien hasta mediados de 1970, aunque la inflación encontró rápidamente un piso en torno al 14% anual. El Directorio del Banco Central adoptó en todo momento una actitud vigilante respecto de la compatibilidad entre la expansión monetaria y la preservación del tipo de cambio fijo, especialmente por parte de directores como Guntín y Rodríguez Larreta, aunque con cierta frecuencia efectuaron señalamientos a autorizaciones a la expansión del crédito interno por encima de lo proyectado y promovieron que se advirtiera al Poder Ejecutivo sobre ello. Pese a algunos desvíos en los dos primeros años de vida del plan, la situación fue relativamente manejable gracias a la moderación del financiamiento del déficit fiscal

---

<sup>33</sup> Meses después, el Vicepresidente Coronel (R) Carlos Martín informó a los restantes directores que había recibido de los arquitectos Ríos y Morón, un presupuesto de las obras a realizar en el predio adquirido, consistentes en una sala para 400 personas y salas de comisiones varias y una construcción de tres plantas para sala de conferencias para 100 personas con todos los servicios complementarios. El presupuesto también incluía la adecuación urbanística del espacio resultante. La realización de esta obra fue finalmente desechada y se acondicionaron las construcciones existentes en el predio desde el punto de vista de la seguridad.

<sup>34</sup> La designación de Barbato generó la queja del director Daniel Rodríguez Larreta, no por las condiciones personales de aquel en particular sino por el hecho de incorporar en el Directorio de un organismo de supervisión y control a un miembro del Directorio de la entidad supervisada.

con emisión, la imposición de restricciones a la expansión del crédito del sector bancario privado y el aumento en la demanda de dinero.

Pero desde el segundo semestre de 1970 comenzaron a suscitarse problemas, provenientes tanto de factores externos como internos. En Argentina, el secuestro y posterior asesinato del Teniente General Pedro Eugenio Aramburu por parte de los Montoneros terminó por minar el respaldo que el Teniente General Juan Carlos Onganía tenía entre los miembros de la Junta de Comandantes en Jefe<sup>35</sup>, por lo que el 8 de junio de 1970 lo separaron del cargo de Presidente, designando en su lugar al General de Brigada Roberto Levingston. Éste comenzó por designar a Carlos Moyano Llerena al frente del Ministerio de Economía y Trabajo, quien devaluó la moneda un 14%<sup>36</sup> e intentó acordar con los sindicatos una reedición de la congelación aplicada por Krieger Vasena en 1967. Pero en el entorno de Levingston había oposición a continuar la línea de crecimiento orientada hacia la apertura de la economía que Onganía había mantenido con sus Ministros de Economía Adalbert Krieger Vasena y José María Dagnino Pastore, y que Moyano intentaba relanzar con la devaluación. Pero, consciente de las dificultades de trabajar en un gabinete trabado por las diferencias de opinión sobre el rumbo a seguir, Moyano terminó transmitiendo a Levingston que “las profundas reformas que deben emprender cuanto antes las autoridades de la revolución argentina no podrán llevarse a cabo por un gobierno debilitado por las ambigüedades y las contradicciones que en forma creciente se han advertido últimamente”. Moyano dio un paso al costado, lo que generó que el 15 de octubre el tipo de cambio saltara a \$ 4,40 pesos argentinos ley en el mercado paralelo. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) decidió decretar un feriado bancario por cuarenta y ocho horas a partir del viernes 16 de octubre debido a la presión compradora en el mercado de cambios. El sábado 17 Levingston designó a Aldo Ferrer como Ministro de Economía y Trabajo, otorgando predominancia a la tendencia “desarrollista” dentro del gobierno. Ésta proponía una línea de mayor intervención en la economía y el retorno a una estrategia basada en el crecimiento “hacia adentro”, lo que se denominaría una “argentinización” de la economía.

En Uruguay, mientras tanto, el mismo día que el Ministro Moyano conmocionaba el quehacer económico de Argentina con su renuncia, el Parlamento levantaba los vetos por inconstitucionalidad que el Poder Ejecutivo había interpuesto a diversos gastos introducidos en la ley de Rendición de Cuentas correspondiente al año 1969. Pacheco Areco y el Ministro de Economía y Finanzas<sup>37</sup> Armando Malet habían estado analizando cuidadosamente los gastos que se habían introducido durante la discusión parlamentaria, pues algunos habían sido promovidos por los propios integrantes del gabinete ministerial en acuerdo con sus respectivos sectores políticos. En un precario equilibrio, Pacheco y Malet trataban de minimizar el impacto en las finanzas públicas de la Rendición de Cuentas manteniendo, al mismo tiempo, el respaldo parlamentario

---

<sup>35</sup> Integrada por el Teniente General Alejandro Lanusse, el Brigadier General Carlos Rey y el Almirante Pedro Gnavi.

<sup>36</sup> El tipo de cambio pasó de 3,50 a 4,00 pesos argentinos ley (que había sido introducido por la Ley 18.188 durante el gobierno de Onganía, y equivalía a 100 pesos *moneda nacional*, que había regido la vida monetaria argentina desde 1893).

<sup>37</sup> Desde la vigencia de la Ley de Rendición de Cuentas N° 13.835 de 7 de enero de 1970 se había cambiado la denominación “Ministerio de Hacienda” a la de “Ministerio de Economía y Finanzas”, que se mantiene hasta hoy (artículo 103).

imprescindible para que los vetos no fuesen levantados. Con esa expectativa el Poder Ejecutivo había interpuesto vetos a noventa y seis artículos con aumentos de gastos, pero se encontró con la sorpresa de que en la sesión de la Asamblea General del 14 de octubre les levantarán los vetos a sesenta y cuatro de ellos con votos de la oposición y el propio Partido Colorado.

Si los legisladores mostraron desdén por la preservación de una situación fiscal sostenible, el Poder Ejecutivo también generó alboroto con su reacción. El jueves 15 Pacheco Areco convocó por la mañana a una reunión con los once Ministros en la residencia presidencial de Suarez, en la que recibió la renuncia de todos ellos, aunque la mantuvo en suspenso. Se evaluaron medidas para compensar el desequilibrio financiero que implicaba el levantamiento de los vetos, que se estimaba en poco más de 1% del PIB y corrieron rumores de una devaluación, fortalecidos por la decisión del Poder Ejecutivo de decretar un feriado bancario para el jueves 15 y el viernes 16, que luego se extendería hasta el martes 20<sup>38</sup>. De hecho, la devaluación de Argentina ocurrida en junio había puesto en tela de juicio la preservación de la paridad de \$ 250 por dólar. Ya desde mucho antes, en marzo de 1969, el Banco Central había resuelto limitar las ventas de divisas por turismo hacia países limítrofes a USD 100 por persona y por viaje, restricción que con el tiempo se iría acentuando.

Finalmente, al decidir en Argentina que el tipo de cambio oficial se mantendría en 4 pesos argentinos ley por dólar, el gobierno uruguayo decidió mantener la paridad de \$ 250, pero introduciendo restricciones a la actividad en el mercado de cambios que irían desnaturalizando el régimen de tipo de cambio “único y libre” que se había establecido desde noviembre de 1967<sup>39</sup>. Entre otras limitantes, se dispuso el cierre de las casas de cambio y casas bancarias por diez días y las ventas a crédito de pasajes al exterior por diez días.

El convulsionado mes de octubre de 1970 terminó con nuevos relevos en el equipo económico. En realidad, se trató de dos regresos: el de César Charlone al Ministerio de Economía y Finanzas en lugar de Armando Malet, y el de Aquiles Lanza a la Oficina de Planeamiento y Presupuesto en sustitución de Ramón Díaz. Malet pasó a desempeñar la presidencia del Banco Central del Uruguay en lugar de Carlos Sanguinetti. Pero lo hizo por pocos días. Manifestando su deseo de aspirar a cargos electivos en noviembre del año siguiente, lo que implicaba que no podía integrar el directorio de ningún ente autónomo en el año previo, presentó renuncia a la presidencia del Banco Central.

El año 1970 cerraría con una inflación levemente por encima del 20% anual. Pero más grave fue la reversión en el proceso de acumulación de reservas internacionales. Durante el segundo semestre se produjo una caída de USD 52 millones, que borró la ganancia del primer semestre para terminar el año con un saldo negativo de USD 26,3 millones. La pérdida de reservas produjo una expansión de los medios de pago inferior a la programada para el año, adaptándose a una demanda de dinero que en la segunda mitad del año volvía a contraerse en relación al nivel de actividad. La pérdida de reservas

---

<sup>38</sup> El senador del Partido Nacionalista, Wilson Ferreira Aldunate, bromeó con que “hasta en Argentina tuvieron que decretar un feriado bancario por el levantamiento de los vetos” (El País, 16 de octubre de 1970).

<sup>39</sup> En rigor, nunca llegó a ser totalmente “libre” debido al mantenimiento de regulaciones que limitaban la venta de divisas para algunas finalidades, las obligaciones de negociar las divisas provenientes de exportaciones y diversas restricciones a la importación.

internacionales se vio exacerbada por un aumento en el crédito interno superior al esperado, cuyo origen estuvo en una expansión del crédito del Banco República al sector privado mayor a la indicada en el Presupuesto Monetario. En el contexto de expectativas adversas que se iba montando, el mayor crédito del BROU ayudó a proveer de liquidez a las presiones en el mercado de cambios.

Charlone, sin que sus 75 años afectaran su tenacidad, retornó al Ministerio de Economía y Finanzas con una promesa renovada de otorgar estabilidad. Los desvíos fiscales y el enrarecimiento de la situación en Argentina eran los frentes de lucha identificados. Pero ya estaba en desarrollo uno nuevo, que terminaría por minar las bases del plan de 1968 y provocaría, antes de lo esperado, el alejamiento definitivo de Charlone de la actividad política.

## 9

La crisis bancaria de 1965 no fue el epílogo de una barroca expansión del sistema bancario uruguayo, sino el inicio de un farragoso repliegue. A mediados de la década, el diagnóstico de que el sistema estaba sobredimensionado era ampliamente admitido y la Ley de Emergencia de setiembre de 1967 intentó poner un marco bajo el cual el Banco Central debía conducir el proceso de fusión y absorción de entidades financieras privadas<sup>40</sup>. A su amparo, el Directorio del Banco Central aprobó la Circular N° 40, que precisamente regulaba el trámite de autorización de esas fusiones y absorciones<sup>41</sup>. En la misma línea, un par de años después, se aprobó otra circular por la que se introducían incentivos a la fusión de instituciones financieras<sup>42</sup>.

La reducción en el número de entidades bancarias privadas y su infraestructura física y de personal entre 1965 y 1970 es bien evidente. Éstas pasaron de ser 72 en 1965 a 59 en 1967 y 32 en 1970. El número de dependencias bancarias privadas bajó a 382 en 1970, comparadas con 547 en 1965. Y el número de funcionarios bancarios en el sector privado pasó de 9.570 en 1965 a 6.742 en 1970. Pero la mayor concentración no hizo al negocio bancario rentable. Hacia 1970 las utilidades del conjunto del sistema bancario privado eran insuficientes para mantener un nivel de capital acorde con la evolución del valor de los activos, aún con criterios de previsión de incobrabilidad de carteras basados únicamente en la conducta del deudor<sup>43</sup>. Es posible que con los criterios contables actuales el conjunto del sistema bancario uruguayo hubiese tenido, a comienzos de los años setenta, resultados negativos.

Parte del problema podía ser el sobredimensionamiento, pero la confusión imperante en la época entre regulación e intervencionismo no hizo más que agravar la delicada situación del sistema bancario. Los ejes de la política bancaria pasaban por instrumentos típicamente asociados a la regulación prudencial, como las normas de capital mínimo<sup>44</sup>,

---

<sup>40</sup> Ley N° 13.608 de 8 de setiembre de 1967, artículo 33.

<sup>41</sup> Acta de Directorio N° 75 de 28 de noviembre de 1967.

<sup>42</sup> 28 de julio de 1970.

<sup>43</sup> Datos obtenidos de Banco Central (1971): *Series Estadísticas Monetarias y Bancarias*.

<sup>44</sup> El marco legal para la fijación del capital mínimo de las instituciones financieras no era del todo claro. La Ley N° 9.756 de 10 de enero de 1938 facultaba al Poder Ejecutivo, con el asesoramiento del Banco República, a fijar el capital mínimo de los bancos y casas bancarias en el momento de *autorizarlas a funcionar*. El 28 de noviembre de 1967 el Banco Central emitió una comunicación dirigida al Ministerio de Hacienda por la cual se proponían capitales mínimos para las instituciones bancarias privadas que

otros donde la preservación de la liquidez se confundía con la gestión de la política monetaria, como los encajes y los topes de cartera, y un tercer grupo donde la gestión de riesgos quedaba relegada a un segundo plano frente a un claro objetivo dirigista.

Esquemáticamente, la política del Banco Central con respecto al sistema financiero en estos años germinales puede describirse como sigue:

- i) Establecer encajes sobre los depósitos tanto para preservar la liquidez del sistema como para contar con un mecanismo de control de la expansión monetaria, sin perjuicio de otros objetivos como facilitar el financiamiento del sector público (constitución de parte del encaje en Obligaciones Hipotecarias Reajustables emitidas por el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), Letras de Tesorería o Bonos del Tesoro) o desviar financiamiento hacia el Banco República (obligación de depositar parte del encaje en el BROU).
- ii) Limitación del crecimiento del crédito del sistema bancario al sector privado no financiero mediante topes de cartera, en los que además se establecían mecanismos de selectividad del crédito. Es decir, al tiempo que se buscaba limitar el crecimiento de la cartera de préstamos de los bancos de acuerdo con la pauta prevista en el Presupuesto Monetario, se imponía a los bancos asignar el crecimiento de la cartera hacia las actividades que se consideraran prioritarias. En 1967 y 1968 el tope de crecimiento se aplicó para las colocaciones en moneda nacional, en 1969 se extendió a las de moneda extranjera y en 1970 se calculó a partir de la diferencia entre depósitos en moneda nacional y extranjera sujetos a encaje y el correspondiente encaje efectivo. A partir de 1971 los topes se eliminaron, quedando el crecimiento del crédito regulado por el encaje. La selectividad del crédito se mantuvo, sin embargo, estableciendo qué porcentaje de los depósitos debía canalizarse a ciertas actividades.
- iii) Los redescuentos también se utilizaron como mecanismo de asignación selectiva del crédito. Desde el 28 de noviembre de 1967<sup>45</sup> el Banco Central sólo distribuyó entre las entidades financieras según su margen operativo (calculado en base al capital y reservas de cada una) líneas especiales de redescuento, que tenían un propósito de selectividad (llámese beneficiario del crédito) preestablecido.
- iv) El Banco Central llevó adelante políticas destinadas a abatir el costo del crédito bancario. En abril de 1970 se dispuso que la expansión del crédito autorizada para ese año debía realizarse con una tasa máxima del 24% anual y que para diciembre de ese año al menos un 30% de las colocaciones en moneda nacional debían estar efectuadas a esa tasa del 24%<sup>46</sup>. Por su parte, también procuró incentivar el ahorro en moneda nacional por la vía de introducir un esquema de tasas máximas progresionales, según el volumen de los depósitos. Así, un

---

regirían “una vez sancionado el proyecto de ley por el que se faculta al Poder Ejecutivo, con la opinión del Banco Central, a proceder al ajuste de los capitales actuales (que procedían de un Decreto de 10 de enero de 1961)”. Ese proyecto de ley no fue sancionado, pero en 1971 el Poder Ejecutivo, de acuerdo con la recomendación del Banco Central y considerando la necesidad de fortalecer el patrimonio de las entidades bancarias, fijó una serie de mínimos para la responsabilidad patrimonial neta de las empresas bancarias, incluyendo las sucursales de bancos extranjeros (Decreto N° 344/971 de 8 de junio de 1971). Los valores allí fijados se ajustaron en 1976 (Decreto N° 439/976 de 21 de julio de 1976), fundándose en la evolución de la inflación. Finalmente, el Decreto Ley N° 15.322 otorgó al Banco Central del Uruguay la facultad de fijar la responsabilidad patrimonial neta mínima.

<sup>45</sup> Acta de Directorio N° 75 de 28 de noviembre de 1967.

<sup>46</sup> Resolución de Directorio de 29 de abril de 1970.

depósito de \$ 100 mil a treinta días se podía pagar un interés de hasta un 13% anual, por uno de \$ 2 millones hasta 14,4% y por uno de \$ 7 millones hasta 15,1%. Para depósitos a seis meses se podía pagar hasta 17%, cualquiera fuera el monto<sup>47</sup>.

- v) Si algo fallaba, la red de seguridad establecía que se podía recurrir a la asistencia financiera. Esta tenía como límite el capital y reservas de la institución asistida, pero en “situaciones de emergencia, que pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero nacional” el Banco Central podía prestar “asistencia financiera extraordinaria”, con el voto conforme de cuatro miembros<sup>48</sup>.
- vi) Si esto aún era insuficiente, entonces el recurso era la intervención de la entidad financiera. Los mecanismos de resolución de una crisis de este tipo incluían la propuesta de reestructuración patrimonial y de liquidez por parte de los propietarios de la institución, la fusión o la absorción de la empresa en dificultades, la transferencia de la gestión al Banco República o, en última instancia, la liquidación.

Si no era por los encajes, los márgenes de receptividad de depósitos que regulaban el leverage o la utilización de un plan de cuentas común para las entidades financieras<sup>49</sup>, la supervisión bancaria contaba en este período con pocos elementos de regulación prudencial. Recién en 1971 se introdujo una normativa de tope de concentración de riesgos que dispuso que las colocaciones de los bancos privados a cada persona física o jurídica no podían superar el 20% del capital y reservas de la institución al 31 de diciembre de 1970<sup>50</sup>. También en 1971 se estableció por primera vez un límite al endeudamiento en moneda extranjera por parte de los bancos privados, estableciendo que el “pasivo neto” no podía superar 6,6 veces el capital y reservas del banco. A esto se sumó la incorporación ya comentada de la norma sobre capital mínimo<sup>51</sup>.

Es interesante observar que, con la excepción del tope de crecimiento de la cartera, cuyo objetivo estaba primordialmente vinculado con la ejecución de la política monetaria, al Banco de la República no lo alcanzaba ninguna normativa prudencial, ni siquiera la de encajes, que estaban fijados por Ley. Además, el Banco Central no tenía siquiera capacidades sancionatorias sobre los bancos oficiales en caso de que constatará apartamientos de la normativa.

No es caprichoso el rebrote de regulaciones bancarias en 1971. El sistema bancario uruguayo pisaba tierras geológicamente inestables desde 1965. Desde su primer año de vida el Banco Central tuvo que atender algunos temblores, como la intervención del Banco del Comercio Minorista y Agrario, dispuesta el 5 de setiembre de 1967 y del Banco Americano Israelí, resuelta por el Directorio en diciembre de 1967, levantada en la

---

<sup>47</sup> Resolución de Directorio de 13 de octubre de 1970. Para una estructura de depósitos en los bancos privados como la de 1970 (40% a la vista y 60% a plazo) y con las tasas de encaje vigentes en aquel momento, una tasa activa del 24% y una pasiva del 15% sobre los depósitos a plazo (se supone que los depósitos a la vista no pagan interés) dejaría un margen financiero de entre 8% y 10% sobre los depósitos, dependiendo de la remuneración del encaje y sin incluir incobrabilidad de los créditos. Con ese margen financiero no era posible cubrir los costos operativos: en esa época, los costos salariales en la banca privada representaban un 16% de los depósitos.

<sup>48</sup> Ley N° 13.608 de 8 de setiembre de 1967, artículo 29.

<sup>49</sup> Aprobado por Resolución del Directorio de 28 de noviembre de 1967.

<sup>50</sup> Circular N° 234 de 18 de febrero de 1971. Desde una Resolución adoptada el 22 de enero de 1970 se pedía a los bancos información sobre los saldos de sus mayores riesgos crediticios.

<sup>51</sup> Ver nota 122.

primera mitad de 1968 y reimplantada el 23 de setiembre de 1968. Y buena parte de los remesones se fueron conjugando con la política de fusiones y absorciones, que tuvo un éxito limitado porque implicaba la absorción del personal de las instituciones absorbidas. Pero a fines de 1970 empezaba a perfilarse un problema mayor.

El 4 de noviembre, con los ecos de la “crisis de los vetos” todavía retumbando, el asesor del Directorio y sub gerente general del BCU, José Noguez, pidió ser recibido para informar que un número importante de bancos habían quedado con saldos negativos tras la sesión de ese día en la Cámara Compensadora y estaban solicitando asistencia financiera<sup>52</sup>. Si Armando Malet, con sus pocos días en el Banco Central, consideró que el tema de la asistencia financiera se estaba volviendo un “hábito”, es porque sentiría que no había otra cosa para hacer en su nuevo puesto. Noguez indicó que algunos de estos bancos no estaban cumpliendo con la obligación de entregar la divisa de las exportaciones en los términos previstos por la reglamentación<sup>53</sup>. Lo que ocurría es que esos bancos utilizaban los dólares vendidos por los exportadores para atender retiros de depósitos en dólares o cancelación de obligaciones con corresponsales del exterior; la asistencia financiera solicitada al Banco Central era para cubrir los pesos entregados a los exportadores contra la compra de los dólares. En definitiva, para el Banco Central era como dar asistencia financiera en moneda extranjera a los bancos, lo que sumado a la demanda de dólares para compras en la región tras la devaluación de junio en Argentina explica la fuerte reversión en el flujo de divisas en la segunda mitad del año y el cierre de 1970 con pérdida de reservas internacionales.

El día 5 los gerentes de Contralor del Sistema Financiero y Créditos, William Rosso y Walter Garrido, advirtieron en el Directorio que las instituciones Sociedad de Bancos y Banco de Cobranzas, que estaban en proceso de fusión con Banca Federada del Interior (BANFED) y Banco Holandés Unidos, respectivamente, corrían peligro de quedar por el camino antes de concretar la transacción. El Directorio recomendó al presidente Malet que se contactara con el Ministro de Economía y, eventualmente, el Presidente de la República, para ponerlos al tanto de la situación y resolver el camino a seguir. El 10 Malet sondeó en el Directorio la posibilidad de aprobar la fusión de Sociedad de Bancos con el BANFED, ya que el primero se estaba deteriorando día a día. También se analizó la situación del Banco de Cobranzas, y Malet propuso al Directorio dar un ultimátum a los bancos privados para la cancelación de los saldos adeudados al Central por concepto de entrega de divisas. Rodríguez Larreta recomendó sondear la opinión del Poder Ejecutivo, antes de adoptar una decisión respecto de la fusión, que consideraba muy apresurada. Estaban en esas deliberaciones cuando Malet recibió un llamado del Ministerio de Economía y Finanzas, por lo que la sesión del Directorio pasó a cuarto intermedio mientras Malet, acompañado del Secretario General Juan Pacchiotti, se dirigía al Ministerio de Economía<sup>54</sup>.

Allí lo esperaban el Ministro Charlone, el Director de Planeamiento y Presupuesto Aquiles Lanza y el presidente del Banco República, José Carlos Pena. Debatieron sobre

---

<sup>52</sup> Acta de Directorio N° 387 de 4 de noviembre de 1970.

<sup>53</sup> Se hace referencia al Decreto 756/968 de 18 de diciembre de 1968, que hace responsables a los bancos intervinientes de entregar al Banco República las divisas provenientes de exportaciones tradicionales en un plazo máximo de treinta días desde la solicitud de embarque, y negociar las obtenidas de exportaciones no tradicionales en un plazo máximo de sesenta días de recibidas en caso de operaciones al contado y 210 días cuando se trata de operaciones a crédito.

<sup>54</sup> Acta de Directorio N° 389 de 10 de noviembre de 1970.

el problema, Malet expuso los distintos puntos de vista expuestos en el Directorio y luego Charlone se comunicó con Pacheco Areco para ponerlo al tanto de la situación. La decisión sobre el camino a seguir llegó rápido: ese mismo día se redactó el Decreto del Poder Ejecutivo por el que el Banco República debía adquirir Sociedad de Bancos y el Banco de Cobranzas a efectos “de mantener inalterable la estabilidad de la plaza, la debida defensa de los depositantes y el mantenimiento de las fuentes de trabajo en la actividad bancaria”. También ordenó que mientras se formalizaban “los trámites y acuerdos que correspondan”, el Banco Central debía intervenir de inmediato esas dos instituciones. Malet regresó a la reunión de Directorio con el proyecto de Decreto, el cual no recibió observaciones y fue finalmente aprobado al día siguiente por el Poder Ejecutivo<sup>55</sup>. El Banco Central también confirmó la intervención al día siguiente, designando al subgerente general Alfredo Castelli y al gerente del Departamento de Control del Sistema Financiero, William Rosso, como interventores de Sociedad de Bancos y Banco de Cobranzas, respectivamente<sup>56</sup>.

Pero lejos de terminar tras estas intervenciones, los problemas en el sistema financiero aún persistían. Los bancos Mercantil del Río de la Plata y Aldave y Martínez continuaron solicitando asistencia financiera y siguieron produciéndose demoras en la entrega en tiempo de las divisas provenientes de exportaciones. El 2 de diciembre el saldo de la asistencia financiera otorgada al Banco Mercantil superó al capital y reservas de la institución, por lo que ahora había pasado a la categoría de “extraordinaria”, requiriendo el voto conforme de cuatro de los directores del Banco Central.

A fines del verano de 1971, el Directorio recibió de los funcionarios Noguez, Rosso y Garrido un informe pormenorizado sobre la situación del Banco Mercantil. El Vicepresidente Echevarría Leunda, en ausencia del Presidente Nilo Márquez, decidió poner en antecedentes al Poder Ejecutivo, para lo cual se reunió con el subsecretario de Economía y Finanzas, Helio Fernández, y con el Presidente de la República, Jorge Pacheco Areco. Éstos, y particularmente Pacheco, instaron al Banco Central a continuar con su política de apoyo al Mercantil, Aldave y Martínez y otros bancos, a fin de evitar problemas mayores en el sistema financiero. Pero desde el 9 de marzo la asistencia extraordinaria al Banco Mercantil debió continuar con el voto contrario del Director Daniel Rodríguez Larreta, quien lo fundamentó en que “en las graves dificultades que atraviesa el Banco Mercantil poca o ninguna responsabilidad cabe al Banco Central”, el cual “ha llevado hasta el máximo legal y prudencial su auxilio financiero a la referida empresa”. Exigió que para sacar al Mercantil de sus dificultades “no puede eludirse el esfuerzo propio que corresponde a los poderosos grupos financieros en torno a los cuales ha girado el Banco Mercantil”<sup>57</sup>. Debido a la ausencia por enfermedad y posterior fallecimiento de José Guntín, la postura de Rodríguez Larreta obligó al Poder Ejecutivo a completar el directorio en forma interina con la presencia del Director del Banco República, Agustín Barbato, a fin de poder contar con los cuatro votos necesarios para continuar asistiendo en forma extraordinaria al Banco Mercantil.

En ese momento las dificultades por las que atravesaban los bancos de plaza daban lugar a la circulación de fundados rumores entre el público, sumiendo al sistema financiero en un estado de inquietud. El viernes 19 de marzo, mientras el Directorio debatía sobre

---

<sup>55</sup> Decreto N° 560/970 de 11 de noviembre de 1970.

<sup>56</sup> Acta de Directorio N° 390 de 11 de noviembre de 1970.

<sup>57</sup> Acta de Directorio N° 431 de 9 de marzo de 1971.

una nueva solicitud de asistencia por parte de los bancos Aldave y Martínez y Mercantil y el Director Acosta y Lara ponía a consideración una propuesta de designar veedores en estas instituciones, el Secretario General Juan Pacchiotti dio lectura a un proyecto de Decreto que se acababa de recibir de la presidencia de la República, estableciendo una garantía total sobre todos los depósitos del sistema bancario. El proyecto, que el Poder Ejecutivo enviaba en consulta al Banco Central, autorizaba a éste a otorgar asistencia financiera extraordinaria “por hasta la concurrencia del 100% de todos los depósitos radicados en los bancos privados”<sup>58</sup>. El Directorio no tuvo observaciones que formular al proyecto, el cual fue finalmente aprobado por el Poder Ejecutivo al día siguiente, sábado 20<sup>59</sup>.

Una semana después, el viernes 26 de marzo, el presidente del Banco Central Nilo Márquez fue citado a una reunión en la residencia presidencial de Suárez por el Presidente Pacheco Areco, en la que también estaban presentes el subsecretario de Economía y Finanzas Helio Fernández, que actuaba como Ministro interino, y el Director de Planeamiento y Presupuesto, Aquiles Lanza. Durante esa soleada mañana Nilo Márquez expuso la situación del Banco Mercantil, señalando que pese al Decreto de garantía de depósitos seguía experimentando una corrida y había debido ampliarse la asistencia extraordinaria. “Es política de este Poder Ejecutivo no dejar quebrar ningún banco”, manifestó Pacheco Areco, luego de escuchar el intercambio de opiniones suscitado tras la exposición de Nilo Márquez. “Está autorizado a prestar asistencia financiera por todo lo que sea necesario, proceda en consecuencia”.

La frase, esculpida en el estilo solemne y concluyente que caracterizaba a Pacheco Areco, sería repetida con variantes en los años venideros y representaría la respuesta casi instintiva que los gobiernos uruguayos tendrían ante las crisis bancarias por más de treinta años. Con el recuerdo fresco de las dolorosas consecuencias de la quiebra del Transatlántico, el salvataje de depositantes y puestos de trabajo se constituyeron en el valor a preservar. Las consecuencias negativas en términos de transferencias de ingresos posiblemente injustas o problemas de asunción de riesgos excesivos en la gestión de las instituciones financieras fueron consideradas como males menores frente a los que habría cabido esperar de una crisis financiera.

En la semana siguiente el Banco Central volvió a recibir una solicitud de asistencia financiera del Banco Mercantil. Le fue aprobada, nuevamente con el voto disconforme de Daniel Rodríguez Larreta, pero se decidió convocar al Directorio de esa institución, presidido por Juan Carlos Peirano Facio, para “observarlos severamente” acerca del comportamiento del banco<sup>60</sup>. Acudieron al día siguiente, jueves 1 de abril, prometiendo garantías y nuevos esfuerzos para reorganizar el banco, aunque manifestaron su imposibilidad de recapitalizar al Banco Mercantil, por el momento. Pero, al mismo tiempo, Pacheco Areco daba otros pasos, resuelto a terminar con la crisis del Mercantil antes del feriado de Semana Santa. Esa misma tarde convocó a la Casa de Gobierno al Canciller Jorge Peirano Facio, hermano del presidente del Directorio del Banco Mercantil, y le pidió la renuncia. Los medios de prensa dejaron traslucir al día siguiente su sorpresa por la decisión, pero la razón resultó clara de inmediato. El viernes 2 de abril el Poder Ejecutivo aplicó para el Banco Mercantil el mismo menú que el de unos meses

---

<sup>58</sup> Acta de Directorio N° 438 de 19 de marzo de 1971.

<sup>59</sup> Decreto N° 158/971 de 20 de marzo de 1971.

<sup>60</sup> Acta de Directorio N° 442 de 31 de marzo de 1971.

atrás para el Cobranzas y Sociedad de Bancos: intervención del Banco Central y adquisición por parte del Banco República<sup>61</sup>.

Las reacciones políticas no se hicieron esperar. El senador nacionalista Wilson Ferreira Aldunate ya había pedido la presencia en sala del Ministro de Economía y Finanzas al conocerse el decreto de garantía y depósitos, basado en las versiones existentes sobre la asistencia a un banco de plaza. Ahora que el banco tenía nombre y apellido, quedaba abierto el camino para armar un resonante caso que implicaba a figuras relevantes del gobierno: el ex Canciller Jorge Peirano Facio, a cuya familia pertenecía el Mercantil, o al ex presidente del Banco Central, Carlos Sanguinetti, uno de cuyos hijos era funcionario de aquel banco. La interpelación quedó programada para el jueves 15 de abril. Dada la correlación de fuerzas en el Senado, se daba por hecho que las explicaciones que diera César Charlone no serían encontradas satisfactorias, pero de todos modos existía expectativa sobre lo que el senador interpelante y el Ministro de Economía y Finanzas tenían para decir. Por ello, pese a que la declaración de insatisfacción fue la esperada<sup>62</sup>, no dejó de provocar sorpresa la estrategia de defensa del Ministro.

## 10

“No vine a defender al Central. Si quedo en el Ministerio haré efectivas las sanciones por responsabilidad que correspondan”. Con esas palabras interrumpió César Charlone al senador interpelante Wilson Ferreira Aldunate durante la sesión del jueves 15 de abril de 1971. Si el episodio de la “infidencia” fue el bautismo de fuego para el BCU en el juego de la política, el caso del Banco Mercantil ponía por primera vez bajo escrutinio público su eficacia en el cumplimiento de sus responsabilidades. Según Charlone, el Banco Central había ocultado información al Ministerio sobre la verdadera situación del Banco Mercantil, incluyendo un informe del Departamento de Contralor del Sistema Financiero elaborado en febrero que, de haber conocido su contenido antes de decidir la intervención, el Poder Ejecutivo habría obrado de otra manera.

El Ministro concurrió al llamado del Senado acompañado por el subsecretario de la cartera, Helio Fernández. No solicitó apoyo de los directores del Banco Central. Y al leer éstos en la prensa el viernes por la mañana las declaraciones de Charlone, estallaron de indignación. Correspondía ese día sesión del Directorio y dedicaron seis horas a desahogarse, rememorando todas las oportunidades en que Nilo Márquez o Jorge Echevarría Leunda se habían reunido con Charlone, Helio Fernández o ambos, amén de todo el intercambio epistolar entre ambos organismos. También repasaron todo lo actuado con relación al Mercantil y otros bancos: qué dijeron, qué resolvieron, cuándo y por qué.

Es llamativo que incluso Daniel Rodríguez Larreta, que había votado en contra de la asistencia financiera extraordinaria y que se había pronunciado públicamente en desacuerdo con la decisión del Poder Ejecutivo de desapoderar al Mercantil de sus

---

<sup>61</sup> Decreto N° 183/971 de 2 de abril de 1971.

<sup>62</sup> Como en otros casos, pese a que coloquialmente y en notas de prensa se habla de “censura”, no es esa la situación aplicable a Charlone ya que la declaración de insatisfacción fue votada en la Cámara de Senadores, mientras que la moción de desaprobación tiene que ser considerada en Asamblea General (artículos 147 y 148 de la Constitución).

dueños y traspasarlo al República<sup>63</sup>, adhirió a la postura del resto del Directorio dejando constancia de que, más allá de no coincidir con la postura mayoritaria, ésta se había ajustado a las potestades del Banco Central. Es más, desaconsejó la propuesta de otros directores de pedir ser recibidos en el Senado para dar explicaciones, por considerarla “muy expuesta a interferencias políticas capaces de no facilitar el esclarecimiento de los hechos”. Propuso, en cambio, “efectuar una pormenorizada y objetiva reseña de los mismos a través de todos los medios de publicidad”. Él mismo decidió compartir su opinión con los lectores dominicales del diario El País a través de su columna *El Mirador Económico*<sup>64</sup>.

Es difícil encontrar una explicación a la actitud asumida por Charlone que no sea el cansancio o la resignación a un resultado que sabía inexorable, máxime cuando una estrategia de cooperación con el Banco Central le habría permitido responder muchas afirmaciones erróneas de Ferreira Aldunate durante la interpelación<sup>65</sup>. Más inexplicable aún es lo del subsecretario, Helio Fernández, que en una intervención durante la interpelación hace referencia a un informe de los inspectores del Banco Central del mes de febrero en el que, según él, se señalan “la gravísima situación de la institución investigada, su carencia de adecuados controles, su falta de contabilidad”. Luego agregó que el Ministerio de Economía sólo tuvo conocimiento de ése y otros dos informes luego de la intervención, lo que generó acusaciones en el debate parlamentario sobre omisiones en el accionar del Central y ocultamiento de información.

El Banco Central dio sus explicaciones sobre lo actuado en una larga carta, fechada el 8 de mayo de 1971, dirigida al nuevo Ministro de Economía, Carlos Fleitas. Asimismo, resolvió dar a conocer públicamente esa carta en forma de remitido a toda la prensa diaria, semanal y en el Diario Oficial, al que también le encargó la publicación de 1.500 ejemplares. Allí se detalla toda la comunicación escrita y verbal entre el Banco Central y el Ministerio de Economía y Finanzas, incluyendo la participación en las conclusiones del “informe de los inspectores”, sobre la cual no hubo ninguna intención de ocultamiento. Pero además se muestra que Fernández hizo un uso superficial del contenido del informe, generando una imagen de la situación interna del Banco Mercantil que puso más en aprietos a los propios interpelados. Lo que revelaba el informe de febrero, profundizado en inspecciones posteriores, es que el Mercantil tenía una plantilla y una nómina salarial excesiva para el nivel de actividad del banco. En cuanto a la “desorganización”, efectivamente los inspectores del Banco Central hacían mención a ella, especialmente en el área de negocios con el exterior, pero se hacía referencia a procesos y manejo de la información y no a presuntos “fraudes”. En cuanto a la contabilidad, no había falta de ella sino dos, o incluso tres, pero no porque estuviese adulterada. El Mercantil llevaba la contabilidad por medios mecanizados “convencionales” (estamos hablando de tecnologías de comienzos de los setenta) que duplicaba la que se llevaba con equipos de computación. Además, esta última tenía un respaldo en fichas manuales, que se habían utilizado durante la huelga bancaria de 1969. La descripción es bochornosa a los ojos de un lector del siglo XXI, pero los inspectores

---

<sup>63</sup> *Resulta poco apropiada la compra del Banco Mercantil*, El Mirador Económico, Diario El País, domingo 4 de abril de 1971.

<sup>64</sup> *Intentóse en el Senado hacer del Central un chivo emisario*. Diario El País, domingo 18 de abril de 1971.

<sup>65</sup> La coordinación entre el Ministerio de Economía y el Banco Central no sólo es deseable por los resultados que puede producir en materia de política económica. El episodio del Banco Transatlántico y toda la historia financiera internacional deben enseñar que también es el mejor salvavidas político.

del Banco Central, con el estoicismo y resignación de quien lo ha visto todo, habían logrado conciliar los registros de los equipos “convencionales” con las fichas manuales. Con la de los equipos de computación no, pues no funcionaban apropiadamente desde la huelga de 1969, quince meses atrás<sup>66</sup>.

Habría sido fácil para los interpelados, de haberse informado bien, controvertir dichos de Ferreira Aldunate como ser que el Banco Central “envió un jefe de despacho a hacer una inspección de rutina”, “la contabilidad de comercio exterior la lleva el gerente general *in mente*, libros no hay”, o “después de la huelga bancaria no se le hizo ninguna inspección en forma”. Otro error del interpelante fue la acumulación de los incumplimientos del Banco Mercantil en la negociación de divisas provenientes de exportación ante el Central con la asistencia financiera, ya que una es la contracara de la otra. El Banco Mercantil comenzó a recibir asistencia financiera en octubre de 1970, agudizándose desde diciembre, lo que estuvo relacionado con el hecho de que los corresponsales del exterior le cortaron las líneas de crédito a partir de agosto. Éste no se trató de un caso aislado sino común al sistema financiero, en el que a su fragilidad estructural se sumó la influencia de la desfavorable evolución de la balanza de pagos luego de la devaluación en Argentina. Al destinar los dólares vendidos por los exportadores a cumplir con sus corresponsales del exterior, el Banco Mercantil no podía negociarlos en el Central y recuperar los pesos; éstos debían llegarle por asistencia financiera. Por su parte, el Banco Central le había prendado el contravalor de la moneda extranjera pendiente de negociación, es decir, cuando el Mercantil cancelara sus atrasos en moneda extranjera vendiendo dólares al Central, la contrapartida de la transacción sería la cancelación de la asistencia.

Éstas y otras operaciones habrían podido ser explicadas por el Banco Central del Uruguay de haber tenido la oportunidad de colaborar con Charlone en la interpelación. La gran cuestión opinable en torno al caso del Banco Mercantil es aplicable a todas las decisiones tomadas en esa época y posteriormente sobre las instituciones financieras en problemas. Sobre el “informe de los inspectores” del 9 de febrero, el Senador Zelmar Michelini dijo sobre durante la interpelación: “El Ejecutivo le da la razón al interpelante; desde el 9 de febrero había tiempo para tomar medidas”. En rigor, medidas se tomaron: se confió en el “enfoque catalítico”. Con la asistencia financiera y el decreto de garantía de depósitos se intentó revertir las expectativas adversas y dar tiempo a la restructura del banco. En este caso no funcionó, ni aún después de “adquirido” por el Banco República, ni con éste banco ni con el Cobranzas o el Sociedad de Bancos. Tampoco lo haría con el Aldave y Martínez, pero el pensamiento de Nilo Márquez al fundamentar su voto favorable a la ampliación de la asistencia a este banco, que estaba en un proceso que replicaría el que acababa de terminar con el Mercantil (excepto por la adquisición por parte del BROU, que ya estaba bastante intoxicado con los otros tres fallidos de los que se había hecho cargo desde fines de 1970)<sup>67</sup>: “Cuando damos asistencia a esas instituciones yo voto porque aspiro a que nadie (ahorrista, depositante en general) sea despojado de lo suyo como lo ha sido en el pasado, en que no teníamos ni el concepto

---

<sup>66</sup> Una imagen del caos administrativo que debía predominar en el sistema financiero de la época es que el Directorio del Banco Central, en su nota al ministro de Economía, describe el informe de los inspectores como “no muy diferente o especial respecto de otros muchos producidos por los servicios”.

<sup>67</sup> El Banco Aldave y Martínez fue intervenido por Resolución del Directorio del Banco Central del Uruguay el 28 de mayo de 1971, con suspensión de actividades y desplazamiento de autoridades.

actual de asistencia de última instancia ni la legislación tutelar actual que por otra parte impone al Directorio calibrar las situaciones de emergencia para evitar males mayores”.

Es difícil encontrar una mejor definición del enfoque “catalítico” que ésta. Para eso existen los prestamistas de última instancia y la decisión de hasta cuánto debe operar la asistencia financiera y cuándo se debe pasar a otra cosa es un arte en el que no siempre se encuentra la inspiración adecuada. Volviendo a las reflexiones de Nilo Márquez: “Claro que es fácil criticar; lo difícil es hacer, lo difícil es obrar, asumir responsabilidades, decidir casi siempre entre lo malo y lo menos malo”<sup>68</sup>.

## 11

Corría el año 1960. El investigador asistente en mercados de Chase Manhattan irrumpió en la oficina de su jefe, el economista financiero de la institución, que lo observó con gesto adusto, imponente desde sus dos metros de altura. “Sr. Volcker, el oro está cotizando a USD 40 en el mercado de Londres”. Paul Volcker asumió la noticia con preocupación. Por primera vez, desde los acuerdos de Bretton Woods de 1944, el valor de mercado del oro se despegaba de la paridad de USD 35 por onza. El precio luego bajó, pero el evento fue un signo de que los tiempos comenzaban a cambiar.

Diez años después, Volcker se encontraría trabajando como sub secretario del Tesoro en Asuntos Monetarios Internacionales, bajo la presidencia de Richard Nixon. Durante esa década, el déficit fiscal generado por el financiamiento de la guerra de Vietnam fue inundando el mundo de dólares, al tiempo que su demanda en relación a las monedas europeas y al yen disminuía como consecuencia de la recuperación económica de esas regiones. Para mantener sus paridades fijas en relación al dólar los demás bancos centrales acumulaban reservas en esa moneda, que con una cada vez mayor inflación a lo largo de los sesenta iba perdiendo valor.

Cansado del “exuberante privilegio americano”, según el cual sistema permitía que los ciudadanos estadounidenses disfrutaran de una moneda fuerte que sostenía su alto nivel de vida subsidiado por las demás naciones (aunque también les permitía a éstas exportar competitivamente hacia Estados Unidos), el gobierno de Charles De Gaulle anunció en 1967 que Francia haría efectiva la convertibilidad de sus reservas en dólares por oro. La “traición francesa” no fue el único movimiento en esa línea, pero sí probablemente el más llamativo. Onza tras onza, el respaldo aurífero de los dólares en circulación fue decreciendo.

Hacia el año 1970, Estados Unidos enfrentaba un dilema macroeconómico novedoso: inflación con estancamiento. Los precios se aproximaban a una tasa de crecimiento de dos dígitos, lo cual resultaba llamativo con un desempleo que se mantenía por encima del 6%. Pero además Estados Unidos enfrentaba un desequilibrio de balanza de pagos que continuaba reduciendo sus reservas de oro, que ya eran la mitad que en 1960.

Presionado por Nixon, que no admitía la posibilidad de una recesión en año electoral, el presidente de la Reserva Federal, Arthur Burns, optó en la emergencia por una política

---

<sup>68</sup> Acta de Directorio N° 460 de 30 de abril de 1971. El 20 de abril el Banco Aldave y Martínez había comenzado a recibir asistencia financiera extraordinaria, al sobrepasar la ayuda del Banco Central el nivel de capital y reservas.

monetaria expansiva. Atribuyendo a la inflación otras causas que las estrictamente monetarias, Burns reclamó al Congreso medidas de control de precios y salarios.

Con una política monetaria totalmente incongruente con el mantenimiento de la paridad con el oro, la tensión en los mercados financieros internacionales fue creciendo durante la primavera boreal de 1971. A comienzos de ese año había sido designado Secretario del Tesoro el ex gobernador de Texas<sup>69</sup>, John Connally, para quien la inflación, la pérdida de valor del dólar y las protestas por la guerra de Vietnam eran todo parte de un mismo problema: la pérdida del orgullo estadounidense. En agosto, Nixon convocó a una reunión en Camp David, donde Burns, Connally, Volcker y un grupo de asesores del Tesoro y la Casa Blanca debían encontrar una solución al problema del dólar. Mientras Burns se inclinaba por devaluar al dólar frente al oro, Volcker se inclinaba por cerrar la ventanilla de venta de oro temporalmente, hasta forzar una revaluación de las monedas europeas y el yen frente al dólar.

Luego de un fin de semana de deliberaciones, Connally propuso a Nixon instrumentar un paquete de medidas consistente en i) una congelación de precios y salarios por noventa días; ii) suspender la convertibilidad del dólar por oro u otras reservas, y iii) imponer un cargo adicional sobre las importaciones del 10%. La decisión, exhibida ante la opinión pública como una defensa de los intereses de los ciudadanos norteamericanos, recibió un fuerte apoyo en Estados Unidos, siendo un factor decisivo para la reelección de Nixon.

La decisión generó una intensa volatilidad en los mercados financieros en los meses siguientes, con varios países viéndose obligados a revaluar sus monedas y a introducir controles de capitales. Volcker, con la ayuda del Fondo Monetario Internacional, pudo negociar en los meses siguientes un acuerdo de revaluación de las monedas del Grupo de los 10<sup>70</sup>. Tras una reunión en Roma entre el 30 de noviembre y el 1 de diciembre, se llegó a un acuerdo en Washington el 18 de diciembre<sup>71</sup> por el cual Estados Unidos modificó su paridad con el oro a USD 38 la onza, con una banda de  $\pm 2,25\%$ , y el resto de las monedas del Grupo de los 10 se revaluó en promedio un 10,75% frente al dólar<sup>72</sup>. A cambio de esto Estados Unidos eliminó el recargo adicional a las importaciones del 10%.

Volcker aspiraba a que en los años siguientes pudieran restablecerse las reglas de Bretton Woods, pero las presiones especulativas hicieron cada vez más difícil sostener las nuevas paridades. A comienzos de 1973, el sistema de Bretton Woods se abandonaría definitivamente.

En este contexto, el FMI pasó de ser un agente concentrado en problemas asociados al tipo de cambio, a una institución orientada a ayudar a los países miembros con problemas financieros y de solvencia. Este cambio fue impulsado por Johannes Witteveen y lo convertiría definitivamente en una institución internacional de apoyo financiero y supervisión de largo plazo para los países, especialmente para los de bajo niveles de desarrollo<sup>73</sup>.

---

<sup>69</sup> Herido durante el asesinato del presidente John Fitzgerald Kennedy.

<sup>70</sup> Reino Unido, Francia, Alemania Occidental, Bélgica, Holanda, Italia, Suiza, Suecia, Canadá y Japón. En rigor son once ya que la membresía incluye al propio Estados Unidos.

<sup>71</sup> Acuerdo del Instituto Smithsonian.

<sup>72</sup> De Vries, 1976

<sup>73</sup> De Vries (1976); Reinhart y Trebesch (2016)

“La reunión del Grupo de los 10 puede ser importante, pero nos estamos adelantando a los acontecimientos”, dijo el Director del Banco Central José María Michetti, cuando el Presidente, Jorge Echevarría Leunda, puso en conocimiento del Directorio una nota recibida del Ministro de Economía y Finanzas, Carlos Fleitas, en la que planteaba su preocupación por la reunión que ese día comenzaba en Roma, de la que podía surgir una fuerte inestabilidad en los mercados internacionales, lo que justificaba el cierre del mercado cambiario. Echeverría Leunda había contactado también al Presidente de la República para ponerlo en antecedentes, tras lo cual resolvió el cierre del mercado de cambios para ese día. Lamentaba no haber podido convocar al Directorio antes de la apertura de los mercados y proponía mantener el cierre por otro día, dando a conocer públicamente los fundamentos de la resolución y la nota recibida del Ministerio de Economía y Finanzas.

Ni Michetti ni Rodríguez Larreta estaban convencidos de los fundamentos de la resolución, pero de todos modos aprobaron lo actuado. Al fin y al cabo, cada día pasado era un día ganado. Los fundamentos del plan de estabilización de 1968 estaban agotados y el resultado de la elección nacional del domingo previo arrojaba un elemento adicional de incertidumbre: si bien el conteo preliminar daba el triunfo al Partido Colorado y a Juan María Bordaberry, el margen sobre el Partido Nacional era tan estrecho, que todavía no había pronunciamiento definitivo. Ello suponía que no había conformación de nuevos equipos de gobierno, ni transición en proceso, ni definiciones de la política a adoptar con un horizonte más allá del 1° de marzo de 1972.

La crisis del sector bancario había demandado un gran volumen de asistencia financiera. El saldo deudor del sistema financiero al Banco Central por este concepto pasaría de \$ 2,3 mil millones al 31 de diciembre de 1970 a casi \$ 10 mil millones al cierre de 1971. Pero uno de los principales problemas desde el punto de vista del manejo monetario durante ese año provino del sector público. El déficit del gobierno central pasó de 1,7% a 5,7% del PIB entre 1970 y 1971, del cual el equivalente a un 5% del PIB correspondió a financiamiento de origen monetario. El crédito neto del conjunto BCU-BROU aumentó en 2,8% del PIB, mientras que el resto del financiamiento con emisión provino de la operación de revaluación del oro efectuada el 29 de abril, de la que resultó un crédito a favor del Ministerio de Economía y Finanzas de \$ 15,5 mil millones, aproximadamente un 2,2% del PIB, que también se destinó a financiar el déficit fiscal del año<sup>74</sup>. El crédito bancario al sector privado no financiero también promovió un incremento de los medios de pago en la economía, en una magnitud similar a la del financiamiento del sector

---

<sup>74</sup> La operación consistió en disponer la venta de 1,9 millones de onzas troy de oro en poder del BROU al Banco Central, al precio histórico de USD 35 la onza troy y un tipo de cambio de \$ 248. Luego se revaluó el oro a USD 38, que era la cotización de mercado en el momento (casualmente terminaría siendo el valor acordado en el Instituto Smithsonian). Del producido se dedujeron los algo más de mil millones de pesos emitidos con el puntal oro, quedando una ganancia exclusivamente contable que, en lugar de acrecentar el patrimonio del BCU-BROU como contrapartida del nuevo valor contable del oro, quedó acreditado en una cuenta del Ministerio de Economía para luego transformarse en dinero contante y sonante.

Juan Rodríguez López, Director del BROU, había promovido la idea durante su pasaje por la Oficina de Planeamiento y Presupuesto, con el propósito de financiar inversión pública. El Ministro de Economía y Finanzas, Carlos Fleitas, retomó la idea en un intento de reedición del “acto de magia” de César Charlone en los años treinta.

público. Su origen estuvo básicamente en el crédito del BROU, que se desvió significativamente de las metas del programa monetario, ya que en el caso de la banca privada la inyección de liquidez vía asistencia financiera intentó ser neutralizada mediante aumentos de encaje.

El ciclo electoral no sólo comprometió la disciplina fiscal; también afectó la consistencia entre la política cambiaria y la salarial. La COPRIN autorizó durante el año 1971 aumentos salariales del orden del 34% en comparación con diciembre de 1970. Medido como promedio de 1971 respecto de 1970, el salario real tuvo un crecimiento del 5%, pero no era sostenible en el tiempo. En los últimos meses de 1971 fue trasladado a precios, con lo que la inflación se aceleró desde 20% en los doce meses terminados en junio de 1971 a 35% en la comparación diciembre a diciembre.

En el mes de abril el Directorio del Banco Central había deliberado en torno a un informe sobre la situación de las reservas internacionales, elaborado por el Departamento de Investigaciones Económicas. A la discusión en el Directorio fueron invitados el subgerente general Juan Noguez y los funcionarios de Investigaciones Económicas Juan Olascoaga y Carlos Koncke. Noguez y los demás funcionarios transmitieron al Directorio el pronóstico alarmante en materia de reservas internacionales que se planteaba para el año 1971, teniendo en cuenta su virtual estancamiento en el primer trimestre, un período que por razones estacionales debería haber registrado un aumento. Las alternativas de política planteadas en el informe asumían como una restricción el mantenimiento, al menos en forma nominal, del tipo de cambio de \$ 248 para la compra de dólares. Si no se hacía más nada, excepto centralizar el flujo de divisas de exportación e importación y prohibir las ventas de dólares a casas de cambio, se estimaba que al cierre de 1971 se habrían perdido unos USD 26,5 millones. Las alternativas pasaban por una suerte de “devaluación fiscal”, estableciendo primas y comisiones respecto de la paridad central de \$ 248, o evolucionar hacia un doble mercado de cambios, ya sea con dos paridades fijas distintas, o con una fija y otra ajustable. Las restricciones estaban dadas por los posibles impactos en el desarrollo de un mercado paralelo y la objeción que pudiera plantear el Fondo Monetario Internacional, que podría complicar no sólo futuros acuerdos sino las sucesivas refinanciaciones de la deuda con los bancos acreedores<sup>75</sup>. La mayoría del Directorio del Banco Central y, en definitiva, el Ministro de Economía y Finanzas, se inclinaron por la alternativa de aplicar “comisiones por servicios” y en esa línea el 22 y 26 de abril se dictaron normas autorizando al Banco Central a utilizar esos instrumentos, volcando su producido a la cuenta del Tesoro Nacional<sup>76</sup>. Mediante el uso de comisiones y primas sobre la venta y compra de moneda extranjera, respectivamente, se llevó el tipo de cambio, en los hechos, a una paridad en el entorno de \$ 300 a \$ 370, según el tipo de operación (por ejemplo, las ventas de divisas para turismo tenían una comisión de \$ 120 por dólar, lo que transformaba el tipo de cambio efectivo en \$ 370; a las exportaciones no tradicionales se les autorizó que, en un 50% de su valor, fueran negociadas con una prima de \$ 120 por dólar, lo que les concedió un tipo de cambio efectivo de \$ 308 por dólar).

---

<sup>75</sup> *Alternativas para la proyección del comportamiento de las reservas internacionales en 1971 y consideraciones sobre sus efectos en el campo monetario*. Departamento de Investigaciones Económicas, BCU, 18 de marzo de 1971. Incluido como anexo del Acta de Directorio N° 446 de 13 de abril de 1971.

<sup>76</sup> Decreto N° 202/971 de 22 de abril de 1971 y 211/971 de 26 de abril de 1971.

Las primas y comisiones fueron proliferando durante el año, a lo que se sumó un aumento en la escala de recargos cambiarios e incontables medidas de restricción o diferimiento en el pago de divisas por las importaciones, limitaciones a la venta de divisas, hasta llegar al requerimiento de intervención previa del Ministerio de Economía y Finanzas para algunas de esas operaciones, solicitando informe a la Dirección General Impositiva sobre la actividad del comprador<sup>77</sup>.

Pese a todas las restricciones, el año terminó con una pérdida de reservas internacionales de USD 21,4 millones. Pero lo más grave como restricción de corto plazo fue el incremento en los vencimientos de deuda en moneda extranjera con residentes y no residentes en un horizonte de un año. Mientras a fines de 1970 las obligaciones con vencimiento en 1971 ascendían a USD 64,7 millones, a fines de 1971 esa cifra se situó en USD 108,5 millones.

Es con esta frágil situación económica que se llega a la transmisión del mando presidencial el 1° de marzo de 1972. El Banco Central del Uruguay cumplía sus cinco primeros años en los que la rotación en la posición presidencial, una estadía promedio de poco más de 300 días por cada uno de los seis titulares en el cargo, es reveladora del intenso desgaste que provocó la gestión en un cambiante escenario económico y político. Asentado ya en un más que apropiado entorno físico y con un personal que, conservando aún la idiosincrasia heredada del Banco República comenzaba a adaptarse a los requerimientos de la actividad banco centralista, tenía por delante el desafío de consolidar su capacidad e independencia operativa. No sería fácil, en un país donde en temas económicos el peso político estaba fuertemente concentrado en el Ministerio de Economía y Finanzas y el BROU todavía ejercía una influencia predominante en el comportamiento de las variables financieras.

### 13

José María Bordaberry recibió de Jorge Pacheco Areco la banda presidencial y los restos de un programa de estabilización que había sobrevivido a los tumbos apoyado en entresijos de normas cambiarias y de comercio exterior, políticas crediticias y de ingresos y compromisos financieros externos sobre los que había que dar un nuevo impulso y dirección. Para conformar su equipo económico invitó a Francisco Forteza a hacerse cargo del Ministerio de Economía y Finanzas. Él ya se había desempeñado como subsecretario de la cartera en la primera época de Charlone, durante el gobierno de Pacheco Areco. Como Director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto designó a Ricardo Zerbino, acompañado de Alberto Bensión como subdirector. Como Bordaberry le ofreció a Jorge Echeverría Leunda la cartera de Industria y Comercio, la presidencia del Banco Central del Uruguay le fue propuesta a Juan Pedro Amestoy. El resto del Directorio del BCU permanecía con la misma integración: Raúl Acosta y Lara, José María Michetti, Daniel Rodríguez Larreta y una vacante que, al igual que en los meses previos,

---

<sup>77</sup> Dentro del fárrago normativo disparado durante 1971 merece destaque la Circular N° 260 de 1° de junio de 1971, por el impacto que tendría en la acumulación de obligaciones en moneda extranjera con residentes. La Circular refiere a importaciones embarcadas al 26 de abril de 1971, pendientes de pago, para las cuales establece diversas opciones de entrega de divisas a un tipo de cambio de \$ 250 por dólar, en las que la moneda nacional es depositada en forma anticipada a la entrega de las divisas por parte del Banco Central, lo que generó obligaciones en moneda extranjera con vencimiento en 1972.

sería cubierta interinamente por los directores del Banco República Juan Rodríguez López o Agustín Barbato<sup>78</sup>.

El Banco Central del Uruguay, al igual que el Banco República, continuaba en calidad de “intervenido”, en aplicación de las medidas prontas de seguridad.

En el campo económico, la primera decisión del gobierno de Bordaberry fue eliminar de un plumazo todo el régimen de primas y comisiones sobre el tipo de cambio fijo de \$ 250, para pasar a un régimen de doble mercado de cambios. En el mercado comercial se transarían las exportaciones e importaciones y las del sector público que determinase el Banco Central, pasando al mercado financiero todas las demás<sup>79</sup>. La cotización en el mercado comercial se ajustaría según un mecanismo de paridad deslizante, mientras que el precio del dólar en el mercado financiero se determinaría por la oferta y la demanda. En el mercado comercial se ajustó el tipo de cambio de \$ 250 a \$ 500 el mismo 2 de marzo, mientras que en el mercado financiero la cotización llegó a un promedio de \$ 761 durante ese primer mes de gobierno.

El cambio en 1972 a un régimen de “minidevaluaciones” tuvo como objetivo evitar el proceso de apreciación de la moneda hasta hacer la paridad insostenible, como había ocurrido durante el gobierno anterior. Durante el año los ajustes en la paridad cambiaria estuvieron orientados a mantener una posición compradora de parte del Banco Central en el mercado, para así mejorar la posición de reservas internacionales y mejorar la capacidad de pago de las obligaciones externas. La política cambiaria adoptada dejó, sin embargo, carente de un “ancla” al sistema de precios. El tipo de cambio se ajustaba para compensar la variación de precios pasada. Pero la corrección cambiaria estimulaba un nuevo ajuste en los precios. El proceso inflacionario quedó indeterminado y, en un contexto de inflación ascendente, se fueron consolidando expectativas de mayor devaluación futura, alentando movimientos especulativos contra la moneda.

Como la mejora de la situación fiscal en 1972 provino básicamente de una fuerte reducción en el salario real de los funcionarios públicos, a falta de otras reformas estructurales en la política tributaria o los gastos no parecía haber otra opción que la de un proceso inflacionario creciente para seguir teniendo los números fiscales bajo control.

Sin un ancla cambiaria, dada la opción de política adoptada; sin un ancla monetaria por la prioridad puesta en la obtención de un saldo favorable en la balanza de pagos, y sin el mantenimiento de un ancla salarial, como había sido característico de la administración anterior, no era extraño que el gobierno perdiera el control sobre las variables nominales. Debe tenerse presente, además, que en 1972 Uruguay estaba, junto con muchos otros países, adaptándose al abandono del patrón oro por parte de Estados Unidos. Las monedas de los países habían pasado a ser casi totalmente fiduciarias y “la defensa de su valor”, frase común en los mandatos a los bancos centrales, debía ser definida en términos distintos al pasado. En un mundo donde la

---

<sup>78</sup> La paridad con que se definió la elección de 1971 hizo que la confirmación de Juan María Bordaberry como nuevo Presidente de la República por parte de la Corte Electoral recién se produjera en febrero de 1972. De allí que su gabinete ministerial tuvo una constitución provisoria, a la espera de un entendimiento con la oposición. Entre marzo y mayo se manejaron diversas opciones con el Partido Nacional y el Frente Amplio. Finalmente, se firmó el 9 de junio un Acuerdo Nacional entre el Partido Colorado y el Herrerismo en el Partido Nacional.

<sup>79</sup> Circular N° 358 de 2 de marzo de 1972.

teoría económica no había introducido todavía conceptos como el de “metas de inflación”, el mandato banco centralista de la “defensa del valor de la moneda” estaba en busca de un nuevo paradigma.

Durante el año 1972 la inflación trepó a 94,7%, habiendo pasado la barrera del 100% anual en los doce meses terminados en noviembre. Volvía un proceso a través del cual la moneda uruguaya había perdido abrumadoramente su valor en los últimos diez años. Ha sido fácil en este relato encontrar la causa en las incongruencias del manejo económico de turno. Pero para algunos es más fácil encontrar las causas no en culpas propias sino en la de los demás. Esto es lo que hizo la Ley N° 14.095 de 17 de noviembre de 1972, conocida como de “Ilícitos Económicos”. El artículo 2° de la Ley introdujo al Banco Central del Uruguay en la tipificación del delito “Negocio ilegal de divisas”. Para el legislador, “el que omitiere negociar o verter las divisas de acuerdo con lo establecido por las normas legales y resoluciones del Banco Central del Uruguay u otra autoridad competente, en su caso, será castigado con diez meses de prisión a ocho años de penitenciaría”. Cabe destacar también el enunciado del artículo 6°: “El funcionario público que omitiera o retardara poner en conocimiento de las autoridades administrativas (...) o penales competentes (...) cualesquiera de los delitos descritos en los artículos (...)”.

La combinación de los artículos 2° y 6° generó un clima de intranquilidad entre algunos funcionarios del Banco Central, entre ellos los vinculados al mercado de cambios. José Noguez, por ejemplo, recopilaba información sobre la cotización del dólar en el mercado paralelo. En este libro nos hemos beneficiado de la información recabada por Noguez durante todos aquellos años. Durante una reunión realizada en el banco el 12 de diciembre de 1972<sup>80</sup>, Noguez preguntó al Abogado Consultor, Carlos Maggi, sobre el procedimiento a seguir con la información del dólar en el mercado paralelo. Maggi le explicó que “ese mercado paralelo no es lícito; pero no sólo es ilícito sino que, además, en este momento pasó a ser criminoso; las operaciones del paralelo no sólo dan origen a responsabilidad administrativa sino también penal”. Maggi pensaba que de la misma manera que si uno quiere conocer la tasa de criminalidad debe acudir a informarse en la Policía y no entre los delincuentes, así debía procederse con el dólar paralelo: el responsable de encontrar esa información era el Cuerpo Especial de Prevención de Delitos Económicos, creado por la Ley 14.095. Para Noguez, investigador y estadígrafo hasta la médula, la cosa estaba pareciendo tortuosa. Max Kon le preguntó directamente a Maggi si tenían que denunciar al informante, quien después de elaborar un poco le espetó: “la mentalidad debe ser cambiada. Si se aprobó esta ley en el Parlamento (...) no podemos seguir siendo complacientes con quienes están en ese mercado paralelo y nos informan, porque son “buenos” y nosotros los tratamos como a buenos muchachos. Dejaron de ser “buenos muchachos”: ¡son delincuentes!”.

En el Uruguay de fines de 1972 ya no había lugar para “buenos muchachos”. Esa era la consecuencia de toda una década de fracasos económicos. Se había llegado al punto en que, si el funcionamiento de la economía no se adaptaba a la voluntad de las autoridades, entonces quienes producían ese resultado cometían un delito. La Ley 14.095 acababa de dar un severo golpe a las libertades económicas, bajo la tolerancia de un amplio espectro político.

---

<sup>80</sup> Banco Central del Uruguay (1974): *Delitos Económicos, Tomo II*. Asesoría legal, BCU, Montevideo.

Lo más grave es que algunos veían la Ley de Ilícitos Económicos como un mal menor frente a otras amenazas a los derechos individuales. Legisladores de todos los partidos políticos interpretaban que a partir de la Ley 14.095 podría levantarse el estado de excepción que se había ido configurando con las medidas prontas de seguridad de 1968, la atribución a las Fuerzas Armadas de la responsabilidad en la lucha contra la subversión en setiembre de 1971 y la reiteración de la situación de estado de guerra interno en abril de 1972. Haciendo referencia a las medidas prontas de seguridad, el Decreto 304/969 de 1° de julio de 1969 había creado una Comisión Asesora del Poder Ejecutivo en materia de represión de ilícitos económicos que también tenía funciones de aplicación de las facultades de arresto de personas en el marco del inciso 17 del artículo 168 de la Constitución de la República. Dichos ilícitos económicos eran los tipificados en un proyecto de Ley que el Poder Ejecutivo había remitido al Parlamento el 25 de julio de 1967. De esta moda, invocando las medidas prontas de seguridad, una figura penal incluida en un proyecto de Ley que no había sido tratado por el Parlamento era aplicada en el ámbito administrativo. Uno de los “males menores” de la Ley 14.095 era que otorgaba, precisamente, un marco legal a lo que hasta el momento se venía haciendo por decreto.

Otro “mal menor” era que también adquiría rango legal la Comisión Asesora del Decreto 304/969, que ahora recibía el ominoso nombre de Cuerpo Especial de Prevención y Represión de Delitos Económicos (CEPYRDE). Un signo de los tiempos es que el Poder Ejecutivo debió defender ante algunos legisladores y frente a la Junta de Comandantes en Jefe de las Fuerzas Armadas que el CEPYRDE actuara en la órbita del Ministerio de Economía y Finanzas y no en el Ministerio de Defensa Nacional, como algunos pretendían. Es que la “lucha contra la subversión” tomaba un nuevo cariz. En aquel octubre de 1972, signado por la noticia del accidente aéreo de un grupo de jóvenes deportistas uruguayos que viajaban a Chile, se hizo evidente que las Fuerzas Armadas iban por más. En un comunicado emitido el 8 de octubre la Junta de Comandantes en Jefe pretendió aclarar que la acción contra los delitos socio-económicos era “responsabilidad primordial de la Comisión de Represión de Ilícitos Económicos” y que “las Fuerzas Conjuntas intervienen en esa actividad únicamente cuando en consecuencia de las acciones antiseduciosas surge evidencia de ese tipo de delitos”, entregando luego la información recabada a la Comisión competente. Pero el 19 de octubre debió renunciar el Ministro de Defensa, Augusto Legnani, ante la decisión de la Junta de Comandantes en Jefe de mantener detenidas a personas sobre las cuales la justicia militar había dispuesto su excarcelación, lo que también había sido reclamado por el Ministro de Defensa el día 18. En una reunión con el Presidente Bordaberry en la finca de Suárez y Reyes celebrada el jueves 19 por la tarde, los militares explicaron que “pese a haberse ya aplastado en buena parte el aparato sedicioso”, ahora estaban realizando notorios esfuerzos para desbaratar lo que habían definido como “otras formas de la subversión”, refiriéndose concretamente a los ilícitos de carácter económico. Por esa razón se habrían mantenido detenidas a esas personas, por la información “explosiva” que podían ofrecer, basándose en una elucubrada extensión de las facultades otorgadas por las medidas prontas de seguridad y el Decreto de setiembre de 1971. En la misma reunión los militares habían planteado a Bordaberry su discrepancia con que la Ley N° 14.095 centralizara en el Ministerio de Economía las investigaciones en lugar del de Defensa Nacional.

Una de las supuestas revelaciones “explosivas” involucró al candidato presidencial del Partido Colorado, Jorge Batlle Ibáñez, por el caso de la supuesta “infidencia” en la devaluación de abril de 1968, pese a que el caso en la órbita judicial ya había sido clausurado. Batlle convocó a una cadena de radio y televisión el miércoles 25 de octubre para salir al cruce de los “rumores” que lo involucraban. Dos días después Batlle fue detenido y llevado a declarar en el Cuartel de la Región N° 1. Al día siguiente se produjo una crisis ministerial en el gobierno de Bordaberry, tras la renuncia de los tres ministros que representaban al sector de Unidad y Reforma, entre ellos el Ministro de Economía y Finanzas, Francisco Forteza, que fue reemplazado por Moisés Cohen<sup>81</sup>. Así terminaba un aciago octubre de 1972, en el que tanto las libertades civiles como económicas se veían comprometidas en un proceso que eclosionaría pocos meses más tarde.

---

<sup>81</sup> Jorge Batlle denunció que un grupo de oficiales habría acudido al domicilio del Actuario del Juzgado en que se había radicado la denuncia por la “infidencia”, lo había retenido y luego lo habían conducido al Juzgado para retirar el expediente.



### CAPÍTULO 3: 1974-1984

El presente capítulo describe y analiza los años del Banco Central durante el gobierno de facto. Comprende las Presidencias de Carlos Ricci, José Gil Díaz, José María Puppo y Juan Carlos Protasi.

El capítulo comienza presentando una visión de la situación política y económica del país entre el golpe de Estado de junio de 1973 y la asunción de Alejandro Végh Villegas en el Ministerio de Economía y Finanzas. Luego analiza la actuación del Banco Central durante la Presidencia de José Gil Díaz, la más extensa en la historia del Banco que se extiende por 8 años. El período de Gil Díaz tiene dos etapas bien marcadas en línea con los objetivos de la política macroeconómica que se llevaron a cabo. Cada uno de esos períodos se muestran en forma separada. Seguidamente se presentan las dificultades del período de José María Puppo, Presidente del Banco en los meses previos al estallido de la crisis de 1982 y que se mantuvo al frente hasta 1984. En la última parte se exponen los problemas pendientes de solución durante la Presidencia de Juan Carlos Protasi.

#### 1

“El Tercer Templo se está desplomando”<sup>1</sup>. Con esas palabras se dirigió el Ministro de Defensa israelí a la Primera Ministra Golda Meier el 8 de octubre de 1973 para hacerle entender que el ataque sorpresa iniciado el 6 de octubre por los ejércitos de Egipto y Siria no podía ser repelido. Golda Meier se comunicó inmediatamente con el Presidente de Estados Unidos, Richard Nixon, advirtiéndole que Israel podía ser destruido en cualquier momento. La situación estaba agravada por la carencia de pertrechos en el ejército israelí<sup>2</sup>.

Nixon intentó organizar un apoyo de suministros a través de la Fuerza Aérea norteamericana a través de un operativo nocturno. Por más que fuese conocido que la Unión Soviética estaba abasteciendo a los ejércitos de Egipto y Siria, Estados Unidos tenía motivos para actuar con discreción.

El Presidente egipcio, Anwar el-Sadat, había ido a la guerra con Israel por una motivación política, más que militar. Lejos estaba de su intención resucitar la aventura expansionista de su antecesor, Gamal Abdel Nasser, que no había hecho más que sumir a Egipto en la ruina económica y en la humillación. Sadat sabía que tendría que llegar a un acuerdo de paz honroso con Israel, pero no podría hacerlo mientras éste controlara toda la península del Sinaí. Tras algunos fútiles intentos de negociación, decidió ir a una guerra que sabía que no podía ganar, pero que por lo menos debía obligar a Estados Unidos a promover una salida diplomática con Israel<sup>3</sup>. Para ello necesitaba el apoyo de Arabia Saudita y del “arma del petróleo”. En agosto de 1973 Sadat había obtenido el compromiso del Rey árabe Faisal bin Abdelaziz para la utilización del petróleo como herramienta para presionar a Estados Unidos. Las circunstancias eran inmejorables para

---

<sup>1</sup> La construcción del Tercer Templo de Jerusalén forma parte de las oraciones judías desde la destrucción del Segundo Templo por parte del Imperio Romano en 70 DC.

<sup>2</sup> Estos comentarios y los siguientes están basados en Yergin (1992)

<sup>3</sup> Esa estrategia fructificaría en 1978 tras los Acuerdos de Camp David, en los que Israel aceptó retirarse del Sinaí y Egipto efectuó el primer reconocimiento de un país árabe de la existencia del Estado de Israel.

ello. A diferencia de intentos anteriores, en los que la reducción en la oferta de petróleo por parte de los árabes había sido compensada por la utilización de las reservas norteamericanas, ahora éstas estaban exhaustas. La política de control de precios de Richard Nixon había exacerbado la demanda doméstica de combustible y Estados Unidos se había convertido en un importador de petróleo.

Nixon no quería que un apoyo visible de Estados Unidos a Israel generara un problema con Arabia Saudita. De allí la necesidad de enviar un convoy de suministros por la noche. Pero tormentas y errores de cálculo hicieron que los aviones llegaran a plena luz del día del domingo 14 de octubre. El discreto suministro se había transformado en un espectacular y ostensible gesto de apoyo.

Al tiempo que se iniciaban las hostilidades en Oriente Medio, en Viena se daba comienzo a una reunión entre delegados de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y las compañías petrolíferas. Estas ofrecían un aumento en el precio del crudo del 15% por sobre los USD 3 vigentes. Los representantes de la OPEP, envalentonados por las primeras noticias de la guerra, pidieron duplicarlo. El 14 de octubre se dieron por fracasadas las negociaciones y la OPEP pasó a una estrategia de fijación unilateral de precios. Ésta se acordó durante una reunión en Al-Kuwait el 16 y 17 de octubre, en la que se fijó un precio de USD 5,11 el barril, un 70% mayor al prevaleciente. En las mismas reuniones se decidió el embargo en los suministros de petróleo, que estaba previsto que afectara en mayor cuantía a Estados Unidos. El 20 de octubre Arabia Saudita resolvió suspender todos los envíos de petróleo a ese país.

Aunque las hostilidades en la “Guerra de Yom Kipur” cesaron el 25 de octubre, el pánico ganó el mercado mundial de petróleo. En noviembre, el petróleo nigeriano se vendía a USD 16 el barril. Una subasta organizada por Irán en diciembre registró ofertas de hasta USD 17 por barril. Una compañía de petróleo japonesa llegó a ofrecer USD 22,60 el barril en una subasta nigeriana en diciembre, aunque el contrato no se materializó. En Uruguay, ANCAP hizo un llamado a oferentes en noviembre, pero resultó desierto: ningún proveedor arriesgaba comprometer suministros a precio alguno.

A finales de diciembre de 1973, los ministros del petróleo de la OPEP se reunieron en Teherán para discutir el precio oficial del crudo. Tras muchas deliberaciones, se aceptó la propuesta del Sha de Irán, Mohammad Reza Pahleví, de fijar el precio del petróleo en USD 11,65. De acuerdo con algunos estudios disponibles, éste era el costo de las fuentes de energía alternativas según la tecnología de la época. En seis meses, el precio fijado por la OPEP se había cuadruplicado.

ANCAP tenía contratos vigentes de abastecimiento en función del precio de mercado que regían hasta junio de 1974. En función de ellos, compró crudo a USD 2,42 hasta el 16 de octubre, cuando el precio se ajustó a USD 4,40. El entonces Gerente de la División Petróleo de ANCAP, Andrés Tierno Abreu, recibió la noticia de que a partir del 1° de enero las compras debían efectuarse a USD 9,10, por lo que el 29 de diciembre el Poder Ejecutivo autorizó un aumento promedio del 122% en los precios del combustible en Uruguay.

Para Uruguay, donde las importaciones de petróleo eran más de un 20% del total, el efecto adverso sobre los términos de intercambio se acrecentó por la subsiguiente reducción del precio internacional de sus principales rubros de exportación. El impacto fue muy fuerte porque Europa occidental, que tampoco es productora de petróleo, era

nuestro principal comprador. Las importaciones de 1974 estuvieron contingentadas a USD 212 millones (de los cuales USD 43 millones, o sea 21% eran petróleo y derivados) de forma de tener una balanza comercial apenas favorable. Ya para 1975, las importaciones de petróleo y derivados pasaron a ser USD 159 millones (ahora 42% del total). En esas circunstancias, el esquema de desarrollo hacia adentro, que desde 1957 había entrado en una fase de “estanflación”, se volvió inviable. El recurso a los préstamos del FMI de facilidades petroleras y a los créditos externos que pudieron obtenerse, prolongaron por algunos meses la crisis de dicho esquema.

Poco antes del golpe de estado de 1973, para proponer una salida al estancamiento, se había diseñado el Plan Nacional de Desarrollo 1973-1977, con la participación de Ricardo Zerbino y Alberto Bensi6n, de la OPP. Antes a6n, en 1965, a su vez, la CIDE, bajo el impulso de Enrique Iglesias, haba analizado la problemática del pa6s y los resultados fueron los siete tomos del Plan Nacional de Desarrollo Econ6mico y Social 1965-1974, donde se proponían reformas en todos los aspectos analizados, con un plan a tres a6os plazo, para los problemas coyunturales y otro, a diez a6os, para atacar los problemas estructurales. En su elaboraci6n Luis Faroppa y Enrique Iglesias tuvieron un papel protag6nico. El Plan tena un tinte m6s cepalino y menos liberal que el que inspirar6 m6s tarde el Plan de Desarrollo 1973-1977. El Plan de la CIDE, si bien fue ampliamente citado por los pol6ticos de la 6poca, no contaba con consensos b6sicos como para tener andamamiento. Un punto importante de discrepancia era el tema de la tenencia de la tierra.

A mediados de la d6cada de los sesenta, las ideas del estructuralismo econ6mico, alentadas desde fines de los a6os cuarenta por Ra6l Prebisch, Julio Olivera y Osvaldo Sunkel, se haba6n extendido por Am6rica Latina, a partir de la Comisi6n Econ6mica para Am6rica Latina y el Caribe (CEPAL). Pero el posterior avance de las ideas neocuantitativistas a partir de los trabajos de Milton Friedman, Edmund Phelps, Thomas Sargent y otros componentes de la Escuela de Chicago, fueron desplazando las ideas estructuralistas. De esa forma, el Plan de Desarrollo 1973-1977, de acuerdo a la orientaci6n filos6fica en econom6a de sus directores, tena una orientaci6n liberal en contraste con el de la CIDE.

El diagn6stico del Plan establec6a como problemas a solucionar: el estancamiento productivo, la inflaci6n, el desempleo, el d6ficit fiscal, el estrangulamiento del sector externo y la distribuci6n del ingreso. El producto per c6pita estaba estancado desde 1957, b6sicamente porque el modelo de Industrializaci6n Sustitutiva de Importaciones (ISI) haba agotado su capacidad de desarrollo habida cuenta del tama6o y din6mica del mercado interno y su dependencia de la capacidad exportadora del agro. 6ste, imposibilitado de mejorar la tecnolog6a de producci6n con mantenimiento de la rentabilidad, fue lentamente cercenado, en favor de la industria sustitutiva de importaciones, el crecimiento de Montevideo y de la burocracia estatal, principalmente por la v6a cambiaria, pero tambi6n como resultado de medidas parciales con objetivos no alineados y medidas favorables a la apropiaci6n de rentas agropecuarias. El modelo ISI se volvi6 as6 incompatible con un modelo exportador, afectando al sector de las exportaciones tradicionales.

El Plan de Desarrollo 1973-1977, entend6a que la inflaci6n, que era all6 atribuida al d6ficit fiscal, el cr6dito de la banca oficial y los salarios, tena efectos muy negativos sobre la producci6n, el ahorro, la inversi6n, los ingresos fiscales, las tasas de inter6s activas y

pasivas a las que volvía negativas en términos reales y en la distribución del ingreso, en perjuicio de los pasivos y los propietarios de viviendas.

Los caminos que veía el Plan de Desarrollo 1973-1977 pasaban por un Estado moderno donde las empresas públicas operaran como verdaderas empresas, cambiar las relaciones con el exterior y la distribución del ingreso. La forma de lograrlo era, entre otros aspectos: i) lograr un déficit fiscal razonable; ii) tener un tipo de cambio realista con un tipo de protección que no encubriera ineficiencias; iii) planificar la economía con metas imperativas para el sector público y metas indicativas para el sector privado; iv) definir los sectores prioritarios, sea agropecuarios o industriales y dinamizadores de la actividad interna, con el mercado como árbitro; v) tener tasas de interés reales positivas para fomentar el ahorro y por tanto permitir la inversión reproductiva; vi) cambiar la actitud del empresario hacia la creatividad y no la búsqueda de beneficios administrativos, por la vía del desestímulo a estas prácticas; vii) salarios acordes a la actividad productiva; viii) alentar la radicación de capital extranjero (en asociación o no con capitales nacionales), principalmente en áreas no explotadas como por ejemplo la pesca; ix) apertura comercial para hacer competitivas las producciones con materias primas no protegidas; x) promover el uso de tecnologías avanzadas, generalmente capital intensivas, para ser competitivos en el mercado internacional y para el resto de las ramas privilegiar las que generen mayor empleo, sobre la base de que éste depende del desarrollo económico; xi) crear un banco de desarrollo; xii) mejorar la distribución del ingreso, por la vía de las inversiones en educación, salud y vivienda, teniendo en cuenta que sus efectos son de largo plazo para su adecuado financiamiento; xiii) utilizar los instrumentos fiscales para una mejor distribución del ingreso, implementando por ejemplo el Impuesto a la Producción Mínima Exigible de las Explotaciones Agropecuarias (IMPROME).

Las Fuerzas Armadas, luego de los sucesos de febrero de 1973, habían creado el Consejo de Seguridad Nacional (COSENA) y ya en los comunicados 4 y 7 habían establecido que debían plantearse objetivos socioeconómicos porque la seguridad estaba asociada a la estabilidad y al desarrollo económico. En dichos comunicados establecían como objetivos buena parte de los que ya estaban en el Plan de Desarrollo 1973-1977, tales como incentivar las exportaciones, modificar la administración pública y el sistema impositivo, mejorar la distribución del ingreso, etc. Pero también otros, como redistribuir la tierra por la vía impositiva y darla a quien la trabaja, dar preferencia en los créditos a las pymes y cooperativas, combatir los monopolios, asegurar el interés obrero en mejorar la producción por la vía de la participación en los directorios de las empresas públicas y privadas, combatir la corrupción y los ilícitos económicos, etc. Estos últimos objetivos parecían dar a los comunicados una orientación peruanista<sup>4</sup>. Es difícil pensar que un esquema de ese tipo fuera de consenso en las Fuerzas Armadas, que además tenían una escasa formación en temas económicos. Pero además era muy difícil amalgamar la libertad económica con la doctrina de la seguridad nacional como ideología totalitaria, que requería suprimir o al menos limitar los derechos individuales y asimismo la acción política. Algunos de los postulados de los comunicados 4 y 7 eran de corte esencialmente liberal y otros de corte socializante: era una combinación de objetivos inalcanzable. Los comentarios sobre la existencia de discrepancias al interior

---

<sup>4</sup> Demasi C. (2009); *La evolución del campo político en la dictadura*; en AA.VV, *La dictadura cívico-militar. Uruguay 1973-1985*; Banda Oriental; Montevideo.

de las Fuerzas Armadas las llevaron a emitir el comunicado 8, en el que afirmaban tener una única posición frente a los problemas que afectaban la realidad nacional.

La modalidad corporativa de funcionamiento del poder militar, dificultaba las decisiones importantes, que debían lograr conjuntar las posiciones. Esto se reflejaría también frente a las decisiones económicas. Estas también debían ser aprobadas por la Junta de Oficiales Generales (JOOGG) que tenía 16 integrantes del Ejército, 5 de la Marina y 5 de la Aviación.

Pero, según Di Maggio, Díaz y Perdomo, los militares llevaban una vida bastante aislada, respecto al poder político y también respecto a las élites empresariales. Había diferencias de estrato social, cultural e idiosincráticas. Los militares en su mayoría tenían una visión paternalista del Estado y eran gradualistas y temían que los Ministros fueran representantes de las élites empresariales. A los Ministros les costaba lograr la confianza y apoyo de los militares. Además, las decisiones ministeriales, debían ser presentadas a las Fuerzas Armadas, donde necesitaban ser consensuadas por los generales, que componían la Junta de Comandantes en Jefe y el Estado Mayor Conjunto (ESMACO), para poder volverse operativas<sup>5</sup>.

Los militares sabían, como la Policía, que de momento no contaban con un apoyo mayoritario de la ciudadanía y de sus principales grupos organizados: sindicatos, gremios estudiantiles, gremios empresariales, etc. Una larga tradición democrática junto con intereses individuales y partidarios, hacían difícil a la ciudadanía tolerar el golpe de estado de 1973. La huelga general y las manifestaciones callejeras, fueron los elementos más notorios de ese rechazo. Pero la falta de actividad política gremial y las limitaciones al derecho de reunión fueron acotando las discrepancias abiertas con el régimen.

Como las Fuerzas Armadas no tenían cuadros con formación económica suficiente como para realizar un análisis completo de la situación económica, social y política y poder establecer y ejecutar rápidamente políticas que permitieran dinamizar la economía en un contexto de seguridad nacional, finalmente resolvieron realizar reuniones en las que participaran el Presidente de la República, los Ministros de las áreas vinculadas a los temas a tratar, los presidentes del BCU y BROU, los comandantes en jefe de las tres armas y el jefe del Estado Mayor Conjunto (ESMACO). Tuvieron lugar así los llamados cónclaves cívico militares, el primero en el Fuerte de San Miguel del 26 al 30 de agosto de 1973 y el segundo en el Hotel Nirvana de Colonia Suiza, del 6 al 11 de octubre de 1973, que estuvieron claramente influidos por el Plan de Desarrollo 1973-1977, de corte liberal. Adicionalmente, el día que comenzaba el Cónclave de Nirvana, se producía el hecho detonante de la primera crisis del petróleo, tal como se señaló al inicio y de esa forma se daba el golpe de gracia al modelo ISI. Pero además, la crisis petrolera limitaba la aplicación de un esquema agroexportador dinamizado por precios estimulantes, como el que se vislumbraba aplicar con el Plan 1973-1977, cuando el problema se había vuelto uno de demanda, por el efecto de la crisis del petróleo sobre, principalmente, la demanda de carne europea. Había que elegir otro camino.

En oportunidad del primer cónclave el Ministro de Economía era Cohen, el presidente del BCU Carlos Ricci y el del BROU Seré del Campo. Para el cónclave del Nirvana, el

---

<sup>5</sup> Di Maggio P., Díaz A. & Perdomo G. (2003); *Coaliciones de interés y política económica en Uruguay y Chile: 1974-1982*; Monografía Universidad ORT Uruguay; Montevideo.

Ministro de Economía era Pazos, por el BCU concurrió el Vicepresidente Mayor Branda, en tanto que el del BROU fue nuevamente Seré del Campo. Allí se delinearon las políticas que deberían implementarse rápidamente y se distribuyeron responsabilidades. Se estableció que el Estado haría una “política pluralista, en base a la incentivación de la iniciativa privada, separando claramente las actividades pública y privada”. “El Estado debería limitarse a formular los planes de desarrollo, dirigir la actividad del Sector Público y supervisar la del privado, tomando a su cargo las actividades críticas o estratégicas, reduciendo progresivamente el grado de estatización de las actividades industriales y comerciales, en la medida en que la Seguridad Nacional y las condiciones económicas lo permitieran”.

Para la concreción ordenada de lo anterior se establecieron políticas de subsidios, inversiones y canalización del ahorro; políticas de seguridad social y salud pública; políticas de comercialización interna y externa y apertura de los mercados; política cambiaria; política de educación; política de inversión extranjera; política de precios e ingresos; política crediticia y política fiscal.

Entre los aspectos más relevantes desde la perspectiva del Banco Central, se destacaron: i) en política cambiaria y de balanza de pagos: ajustar el tipo de cambio con frecuencia, de manera de tener relación con las restantes variables en especial con los precios internos y externos, tratar de unificar los mercados cambiarios y de liberalizar las operaciones financieras; ii) en política de precios: devolver al sistema de precios su función orientadora de la asignación de recursos; para que los precios públicos reflejen los costos reales y un interés razonable sobre el capital invertido; iii) en política fiscal: buscar el equilibrio fiscal y evitar la absorción pública de ahorro privado, racionalizar los impuestos, transformar la administración pública, separar los impuestos del comercio exterior y aplicar el Impuesto a la productividad (renta bruta potencial) media de la tierra; iv) en política monetaria: procurar la provisión fluida de recursos financieros sin generar presiones inflacionarias ni sobre las reservas internacionales, promover la canalización del crédito selectivamente pero no en base a créditos de corto plazo dado que la selectividad sólo podría hacerse con instituciones financieras de fomento del Estado, promover intereses de depósitos con tasas reales positivas, reducir el costo de la intermediación bancaria y proponer reestructurar el sistema financiero; v) en política de inversiones extranjeras: establecer un estatuto legal para incentivar las inversiones extranjeras que fueran compatibles con el interés nacional y tendieran a aumentar la ocupación, las exportaciones y la eficiencia de la economía; aprobar una pauta de Ley de Promoción Industrial que estableciera la declaratoria de interés nacional para las actividades o empresas que cumplieran los objetivos de la promoción industrial, con establecimiento de un régimen tributario especial y exoneraciones de aportes patronales a la seguridad social; vi) en política salarial y antiinflacionaria: aumentar el salario real en función de la productividad del trabajo; la política antiinflacionaria debería además tomar en cuenta las distorsiones heredadas de los precios agrícolas, de los precios al productor de los productos exportables, del tipo de cambio y de las tarifas de servicios públicos, la excesiva financiación del fisco con creación de dinero y por tanto debería ser una política gradualista.

La coordinación de todas las medidas que implicaban esas políticas estaría a cargo del equipo económico constituido por la Secretaría de Planeamiento, Coordinación y Difusión (SEPLACODI), el Ministerio de Economía y Finanzas, el Ministerio de Industria y Energía, el Banco Central y el Banco República.

A la salida de Manuel Pazos como Ministro de Economía, el 31 de enero de 1974, le sucedió, en forma interina, Moisés Cohen, que ya había estado anteriormente en ese cargo.

## 2

El 12 de julio de 1974 asume como Ministro de Economía y Finanzas Alejandro Végh Villegas, un Ingeniero Industrial con un Master y cursos de doctorado en Economía en Harvard de pensamiento reconocidamente liberal, sin duda capaz de llevar a cabo el plan mencionado y de propiciar en él los cambios que la nueva situación internacional requería. Adicionalmente, Végh Villegas tenía buenas vinculaciones con la banca internacional y el gobierno de EEUU y eso era importante en un momento en que era necesario refinanciar la deuda externa y conseguir apoyo financiero. En la subsecretaría de Economía, pasaría a estar José Gil Díaz.

Si bien los cónclaves cívico-militares tuvieron lugar en el segundo semestre de 1973, es posible que, en función de las circunstancias antes mencionadas, la aplicación de las resoluciones derivadas de los mismos, por ejemplo, la liberalización del comercio exterior, el ajuste de la política cambiaria y la liberalización financiera, no tuvieran una ejecución inmediata. Es que, como se dijo, los objetivos establecidos en los comunicados 4 y 7, eran contradictorios, suponían la superposición de dos esquemas económicos. Lo cierto es que los objetivos de tipo social y moralista (en el sentido de anti corrupción) fueron desapareciendo en el tiempo y quedando los aspectos liberales. Algunos entienden que en realidad aquellos objetivos habían sido puestos en dichos comunicados para lograr una adhesión generalizada y evitar conflictividad inicial. Otros creen que se procesó una controversia dentro de las Fuerzas Armadas que se saldó con el triunfo de los más oficiales más conservadores. Tampoco debe olvidarse que la asunción de Végh Villegas al Ministerio de Economía y Finanzas se produjo recién en el último semestre de 1974.

La irrupción de la impronta de Végh Villegas en el BCU se produjo el 2 de setiembre de 1974. Ese día el Directorio del BCU recibió una nota del Ministerio de Economía en la que el Ministro, en nombre del Poder Ejecutivo, solicitó al Directorio del BCU tomar las medidas adecuadas para proceder a la liberalización del mercado financiero de cambios de forma que el precio de la moneda extranjera quedara determinado por la oferta y la demanda.

En consecuencia, en el mercado cambiario el Banco Central continuó operando, y lo hizo hasta 1978, en base a lo resuelto el 1º de marzo de 1972, con un doble mercado: uno comercial, con tipo de cambio fijado por el BCU, pero ahora mediante minidevaluaciones aperiódicas que contemplaran la evolución de los precios internos y los internacionales y, otro financiero, con un tipo de cambio resultante de la oferta y demanda (con muy esporádicas intervenciones del BCU, para limar los cambios bruscos que respondieran a factores especiales y transitorios). Además se eliminaron las restricciones a la compraventa de divisas por los residentes y los no residentes, incluso para posición propia y sin identificación del comprador o vendedor.

El BCU decidió activar esas medidas, aun cuando su presidente Carlos Ricci, manifestó que no parecería el mejor momento por lo convulsionado del mercado interno y externo y que creía que se generaría un desequilibrio en que la demanda superaría netamente a la oferta, arrastrando el tipo de cambio. Manifestó también su oposición a la autorización de venta para posición propia que favorecería el atesoramiento y la fuga de capitales. Por otra parte, el Directorio decidió consultar al abogado asesor del Banco, acerca de la responsabilidad que le cabía al Banco en el funcionamiento de ese mercado, es decir, si el banco debía ejercer alguna facultad de administración o si debía limitarse a cumplir lo que estableció el Ministerio en la nota de 2 de setiembre de 1974.

Un mes y medio después el Presidente del BCU nuevamente opinó que el país no estaba preparado para una modificación tan brusca del mercado financiero de cambios, por razones de falta de educación, de técnica y de medios del propio sistema. Es que la corrección del tipo de cambio comercial resultó del 26% hasta fines de 1974 pero el tipo de cambio financiero tuvo, como era de esperar, un *overshooting* que hizo que creciera casi un 60% en dos meses, para luego retroceder y, a fines de 1974, mostrar un crecimiento de 35% en comparación con el mencionado 26%.

Días antes de fin del año 1974, se alejó del BCU Carlos Ricci y se nombró en su lugar al Subsecretario de Economía de Végh Villegas, José Gil Díaz, quedando el Directorio formado con éste, el Coronel Eugenio Ibáñez y Raúl Ferraro.

José Gil Díaz fue estudiante de Economía, trabajó varios años en el Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y participó luego en el Plan de CIDE. Inicialmente adherido a las ideas cepalinas, fue luego derivando hacia el liberalismo económico, junto con Alberto Bensión, Ricardo Zerbino (principales elaboradores del Plan de Desarrollo 1973-1977), Juan José Anichini, Juan Ignacio García Peluffo y otros. El cambio se produjo principalmente, como relataría Bensión, por la influencia que ejerciera en ellos el Plan de Roberto Campos en Brasil, el fracaso del modelo cubano y la desconfianza en la eficacia de la planificación.

Fue el presidente del BCU con más permanencia en el cargo: ocho años. Conocía a buena parte del *staff* del Banco por su vinculación a las actividades de docencia e investigación. Eso y su estilo sencillo de conducción, le facilitó la discusión con el *staff* de las políticas e ideas sustentadas. En particular, con el Departamento de Investigaciones Económicas, generó un proficuo intercambio mediante memorandos que se canalizaban directamente, sin pasar por la Gerencia General. Tuvo también una apreciada actuación en el campo de la defensa de los funcionarios cuando consideraba que se había producido un atropello por parte de las Fuerzas Armadas y, en los restantes casos, se interesaba por las razones de las actuaciones y la situación de los funcionarios, especialmente cuando, por la categoría de su cédula de identidad (A, B o C), eran llamados a declarar en las dependencias de inteligencia de la calle Maldonado y Paraguay. Como señaló en su discurso de despedida se propuso actuar siempre utilizando reglas generales e impersonales. También se propuso tratar de modernizar el BCU en términos instrumentales y conceptuales y elevar el nivel de la discusión pública en materia económica. Sugirió y apoyó la modernización de las estadísticas económicas de competencia del BCU y procuró informar y hacer entender al público sobre las decisiones que se tomaban. Era consciente de que el Banco no tenía casi economistas (el título de Economista recién fue incorporado en la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración en el Plan de Estudios 1966) y que la enseñanza de la Economía en

dicha casa de estudios estaba un tanto rezagada. Por resolución de Directorio de 2 de mayo de 1977 propició la realización de cursos internos de capacitación en tres niveles: i) básico, para los funcionarios que deseen mejorar sus conocimientos (Matemáticas, Estadística, Análisis Económico y Operaciones Bancarias); ii) especializado, para los funcionarios cuya tarea principal sea colaborar en investigaciones económicas (Cuentas Nacionales, Balanza de Pagos, Análisis Monetario, Análisis Financiero Internacional, Encuestas y elaboración de índices, Auditoría de Bancos, Técnicas administrativas y Computación) y iii) técnico, para funcionarios de buen nivel universitario (Teoría Estadística, Econometría, Teoría monetaria, Macroeconomía, Introducción a Ingeniería de Sistemas, entre otros). Dispuso también los cursos de inglés.

Estos cursos significaron la ampliación a todo el BCU de una experiencia que se realizaba en Investigaciones Económicas desde un par de años antes. Allí la convivencia de funcionarios con tres niveles de capacitación diferentes, afectaba el funcionamiento del Departamento. Por un lado, había muy buenos funcionarios pero con escasa formación económica, que habían pasado al BCU porque estaban en el Departamento de Emisión; por otro, los contadores que fueron incorporándose por la vía de los concursos para ingreso al Departamento y finalmente los que habían hecho cursos en el exterior. Las asperezas fueron limándose por distintos mecanismos. Uno de ellos fue la realización de cursos sobre Economía y Estructura económica nacional a cargo de Ariel Banda, para entonces jefe de primera y docente de los cursos prácticos de esas asignaturas en la UDELAR, que permitían al primer grupo acceder a un conocimiento básico como para poder participar en los seminarios temáticos internos que se organizaban en el Departamento. José Gil Díaz, creó también un sistema de becas anuales para estudiantes de economía del interior de la República. Apoyó económicamente a los primeros estudiantes de economía que estaban haciendo postgrados en el exterior entre los que cabe mencionar a Eduardo Ache, Luis Viana, Claudio Sapelli, Adolfo Díaz Solsona, Edgardo Favaro, Daniel Vaz, Jorge Roldós y Silvia Sagari, aun cuando varios de ellos no eran funcionarios del BCU. Invitó para dar cursos y conferencias y asesoramiento, en el Banco, a numerosos profesores, tales como Arnold Habegger, Robert Mundell, Larry Sjaastad, Ronald McKinnon, James Hanson, Carlo Graziani, Ricardo Arriazu, Carlos Rodríguez, Armando Ribas, Pablo Spiller y Roque Fernández. Decidió la suscripción del BCU a las principales revistas económicas internacionales, haciendo que esta institución tuviera la mejor biblioteca especializada en publicaciones económicas del país.

Ya en 1980, realizó un convenio con la Universidad de Columbia, para que el cuerpo docente de ésta se trasladara periódicamente a la sede del BCU para dar cursos y tomar exámenes de Master en Economía, habida cuenta de la dificultad y costo de enviar a numerosos funcionarios del Banco al exterior (la convocatoria estuvo también abierta para otros funcionarios públicos). Allí participaron por el BCU Ariel Banda, Juan Chiarino, Elbio Nattino, Juan Seijo, Ana Ma. Teja y Juan Yermán. En julio de 1977, resolvió que el Banco publicara trimestralmente los principales ensayos, incluso algunos elaborados por autores extranjeros. Fomentó la aparición de nuevos mercados e instrumentos financieros, de modo que el público tuviera a mano un menú más amplio de opciones de inversión financiera que la que había hasta entonces y tratar, de esa manera, de evitar la huida de los activos en moneda nacional. Así por ejemplo, se reglamentaron las operaciones de intermediación financiera con valores públicos en marzo de 1976, las

aceptaciones bancarias en abril de ese mismo año, las operaciones a término en el mercado de cambios en mayo de 1976, los certificados de depósitos a plazo fijo transferibles en octubre de 1977, los certificados de depósitos a plazo fijo reajustables en mayo de 1978 y otros del estilo. Otro instrumento de señalada importancia, como se expresa seguidamente, fueron las Letras de Tesorería de la Serie E.

Un hito en el manejo de la política monetaria se produjo en 1976, cuando se empezó a implementar ésta, no ya en base a los encajes y a la tenencia obligatoria de valores públicos, como era tradicional, sino a las operaciones de mercado abierto. El problema inicial era que no había un mercado de valores públicos con los cuales operar. El decreto 1004/75 estableció que el BCU podía colocar a bancos Letras de Tesorería en moneda nacional de la serie D a plazos mayores de 60 días y 20% anual de interés. Pero el decreto 237/76 derogó el anterior y autorizó al BCU a emitir una serie E factible de ser colocada en forma directa (para que los bancos pudieran cumplir con la tenencia obligatoria de valores públicos) o en licitación (entre bancos y corredores de bolsa), a la vez que los autorizaba a operar en el mercado secundario. La primera colocación fue el 15 de junio de 1976 y la primera operación de mercado abierto con Letras de Tesorería serie E sucedió el 23 de diciembre de 1976.

A la luz de las medidas tomadas en el período 1974 a 1978, parecería que los objetivos que se planteó y llevó adelante, el equipo económico, eran algunos de los establecidos en el Plan de Desarrollo 1973-1977.

Aparentemente Végh Villegas priorizó dos problemas: solucionar el desequilibrio permanente de la balanza de pagos y llevar la inflación a valores razonables. Se dio prioridad al primero, por cuanto la crisis del petróleo volvió el desequilibrio externo insostenible. Pero, a la vez, se definió que debería hacerse cambiando el esquema que venía desde el pasado, de cierre de la economía.

En este cuatrienio, la búsqueda del equilibrio de la balanza de pagos se intentó tanto por la vía de la cuenta corriente como por la de capital. Para la primera, trató de impulsar las exportaciones en vez de, como se había intentado en el pasado, contingentar las importaciones. Para eso, como ya se dijo, estableció que el tipo de cambio comercial se ajustara aproximadamente a las variaciones de los precios internos y los internacionales. Por otro lado, le dio un impulso a las exportaciones no tradicionales, mediante mecanismos fiscales y financieros y por la Ley de Promoción Industrial y el Plan Pesquero. Derogó los impuestos a las exportaciones, ya que limitan la competitividad de esas exportaciones; mejoró el mecanismo de prefinanciación de exportaciones haciendo que el subsidio implícito en el mismo aumentara. Se propuso la liberalización del comercio importador, principalmente por la eliminación de las distintas trabas (depósitos previos, consignaciones, obligatoriedad de contar con financiamiento externo, entre otros), junto con una baja paulatina de aranceles en el entendido de que éstos constituían, a la vez, un impuesto a los insumos que requerían las exportaciones, afectando su competitividad y un impuesto al consumo, afectando la tasa de inflación. Se firmaron convenios de comercio con los países limítrofes: con Argentina el CAUCE en enero de 1975 y con Brasil el PEC en agosto de 1976.

Por el lado de la cuenta de capital, se liberalizó el mercado financiero-cambiario, haciendo que el tipo de cambio financiero respondiera a la oferta y demanda de divisas de ese mercado (salvo en los casos en que el BCU debiera intervenir para moderar las

oscilaciones especulativas), permitiéndose incluso la venta de moneda extranjera sin declaración de destino, aún para posición propia, y sin identificación del comprador. Asimismo estableció un límite a la Posición General de Cambios de las instituciones autorizadas a operar en cambios, constituido por el saldo que tenían al 29 de febrero de 1972, es decir antes del doble mercado cambiario. Este límite fue recién derogado el 23 de junio de 1976. Esta medida fue complementada el 8 de marzo de 1976 con la Ley N 14.500, que permitió incluir en los contratos una cláusula de ajuste de las obligaciones pactadas a resolverse con una suma de dinero. Y el reajuste podía ser convenido entre las partes y en caso contrario sería la variación del IPC. Y además estableció que los contratos podían celebrarse en la moneda en que acordaran las partes contratantes, es decir, era el fin del curso forzoso. Esta medida permitió una importante dolarización de la economía. Generó una confianza que permitió la repatriación de capitales uruguayos radicados en el exterior<sup>6</sup> y la inversión de residentes y no residentes en Bonos del Tesoro en moneda extranjera, a los que se agregó el ingreso de capitales financieros regionales, normalmente conocida como la “caja chica” de los argentinos.

También el propio 24 de setiembre de 1974 se procedió a transitar hacia una liberalización del mercado financiero, empezando por una paulatina alteración de las tasas de interés, otrora fuertemente negativas en términos reales. La tasa de interés pasiva en moneda nacional se llevó al 10% para depósitos vista (sólo para depósitos promedio mayores a \$ 100.000), 18% para caja de ahorros y para plazo fijo una escala que arrancaba en 30% para los a 3 meses, 36% para los a 6 meses y 48% para los a doce meses o más. El pago de intereses sobre los depósitos en cuenta corriente, fue muy resistido por las instituciones bancarias y finalmente se derogó poco después, el 27 de febrero de 1975. Es que en ese entonces los bancos debían guardar un encaje de 40% sobre dichos depósitos lo que sólo les permitía colocar el 60% restante y al rendimiento obtenible había que restar el costo de los servicios brindados por esta clase de depósitos más el interés a abonarse.

Teniendo en cuenta la inflación promedio proyectada, las tasas de interés en moneda nacional seguirían siendo aún negativas, pero se pretendía una aproximación gradualista a tasas reales positivas. La tasa activa máxima en moneda nacional se estableció, ese mismo 24 de setiembre de 1974, en 32% efectivo anual anticipado, a lo que podía agregarse hasta un 6% más por comisiones y cualesquiera otros cargos. Para el caso de moneda extranjera, la tasa máxima se fijó en 16,5% anual vencida, pagadera en moneda nacional.

Las regulaciones sobre las tasas de interés pusieron en gran aprieto a los oficiales de cuenta de los bancos que, hasta el momento, con tasas de interés reales negativas, no tenían que negociar tasas sino cobrar la máxima y sólo debían elegir adecuadamente a quien prestaban. En general, no tenían idea de las diferencias entre tasas anticipadas y vencidas y no sabían calcular las mismas para distintos plazos y distintas tasas. Finalmente, el contador del Banco de Londres y profesor de Banca y Negocios con el Exterior de la Facultad de Ciencias Económicas Miguel Queirolo editó un librito, con formato parecido a las tablas de logaritmos, con tablas que salvaban ese problema.

---

<sup>6</sup> Lo que significa que buena parte de la dolarización ya existía, sólo que no podía radicarse en las instituciones financieras nacionales y, por tanto, no eran captados por las estadísticas

Las tasas interés fueron elevadas, el 5 de marzo de 1976, al 62% anual efectivo dejando liberadas las tasas pasivas (siempre que fueran menores al 62%) salvo las de depósitos en cuenta corriente que siguieron con prohibición de pago de intereses. Puede decirse que, en los hechos, la liberación definitiva de las tasas de interés se dio el 14 de octubre de 1977, cuando se estableció la tasa de interés máxima a pagar en moneda nacional en el 90% anual efectivo.

Estas medidas hicieron que el mercado monetario-cambiario quedara directamente conectado con los mercados financieros internacionales y especialmente con los regionales. En esas circunstancias empezó a pensarse en que Montevideo podía transformarse en una importante plaza financiera a nivel internacional y sobre todo regional. El Jefe del Proyecto de Mercados de Capitales de la Organización de Estados Americanos (OEA), Juan Carlos Casas, fue invitado por el BCU a dar una conferencia y opinar sobre este tema. Casas veía un potencial muy grande dada la existencia del mercado del *Urudólar* y sugirió avanzar en esa línea haciendo una serie de reformas adecuadas, que explicitó. La idea fue tomada por el BCU, que estuvo inicialmente trabajando en liberalizar las operaciones triangulares y en admitir la colocación de recursos en el exterior, pero en los años ochenta fue perdiendo impulso, por la disminución de las entradas de capital.

Todas las medidas antes mencionadas para afectar principalmente la balanza de pagos fueron complementadas con la Ley de Inversiones extranjeras, reformada el 26 de julio de 1974 que pasó a no tener más exigencias que aquella de que la inversión fuera previamente declarada de interés nacional, la de que sólo en caso en que las utilidades superaban el 20% tendrían que pagar un impuesto específico y que no podían retirarse del país antes de tres años.

Por otro lado, para el segundo objetivo, el control de la inflación, se promovió una liberalización de los mercados de bienes, así como el descenso del déficit fiscal. El primero, por la vía de una liberalización bastante amplia del sistema de precios tratando de que los mismos respondieran a la oferta y la demanda. Ahí se destacan la liberalización de los precios agropecuarios en agosto de 1978, la liberalización de los alquileres (por Decreto Ley 14.219 de 4 de julio de 1974), un acercamiento de las tarifas públicas a sus costos aunado con el equilibrio de las cuentas públicas, el cierre del Frigorífico Nacional (en 1978). La inflación de costos no sería relevante porque, como señala Demasi, los reclamos sociales podían ser dejados de lado, ya que habían desaparecido las voces del debate social, con las figuras de los partidos políticos llamadas a silencio y los dirigentes sindicales encarcelados o en el exilio<sup>7</sup>. El segundo, por la vía de una reforma tributaria que derogó el impuesto a la renta personal y creó el Impuesto al Valor Agregado (IVA).

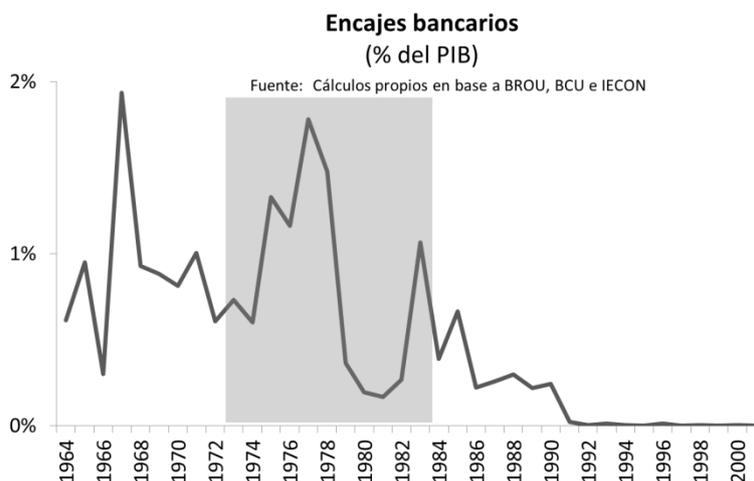
Otra medida impulsada por Végh Villegas, también el 24 de setiembre de 1974, fue una rebaja de los encajes para ir liberando otra de las restricciones al funcionamiento del mercado financiero (ver Gráfico 3.1) y bajar los costos bancarios. Los encajes pasaron a 30% para los depósitos vista en moneda nacional y 10% para los a plazo, en tanto que para los expresados en moneda extranjera pasaron a 20% sobre el total de depósitos. Y, por las mismas razones, se aumentó la capacidad de recibir depósitos de las entidades bancarias a 16 veces su patrimonio. Pero los encajes reales permitían su integración con

---

<sup>7</sup> Demasi (2009)

valores públicos en hasta un 40%. Eso, si bien permitía una cierta rentabilidad de los encajes, cuyo costo entonces no afectaba tan fuertemente la tasa de interés activa como sucedía en ausencia de autorización a incluir valores públicos en el encaje real, no significaban una disminución del multiplicador monetario, ya que no era dinero ocioso en el BCU o en las cajas de los bancos y, por tanto, permitía la expansión del crédito con su probable efecto inflacionario. Por esa razón, ya sobre fines de 1975, se decidió que los valores públicos no podían integrar el encaje real pero, para no afectar la rentabilidad del sistema bancario y paralelamente seguir generando crédito al sector público por fuera del otorgado por el BCU y BROU, se creó un nuevo instrumento: la tenencia obligatoria de valores públicos. Ésta fue fijada inicialmente en 19% de los depósitos en moneda nacional y podía constituirse en Deuda Pública nacional y municipal, Letras de Tesorería, Bonos del Tesoro, Obligaciones Hipotecarias Reajustables (OHR) y Bonos de Desarrollo Económico. La parte constituida en OHR no podía ser menor al 4% de los depósitos en moneda nacional, y la constituida en Letras del Tesoro serie D al 11% de dichos depósitos.

**Gráfico 3.1**



La liberalización fue alcanzando también a los activos bancarios y así, en junio de 1975, se derogaron las disposiciones sobre colocaciones promovidas y prohibidas establecidas en 1967.

Una medida que tendió también a abatir la inflación fue la que se propuso disminuir el uso del redescuento que, dado el componente de subsidio que tenía, alentaba la creación de oferta monetaria. Al respecto, el 1 de octubre de 1974 se redujo el margen operativo en estas operaciones del 100% al 85% del patrimonio, a la vez que se aumentó la tasa de redescuento al 12% y se limitó la que podían cobrar los bancos intervinientes a otro 12% (que en el caso de los redescuentos sobre productos no tradicionales bajó a 8%). Un año después, el margen operativo se redujo a 60% del patrimonio al 30 de junio de 1975. Y ya el 10 de agosto de 1976 se eliminó el régimen de redescuentos sustituyéndolo por el de Asistencia Financiera Ordinaria y Extraordinaria. La asistencia financiera ordinaria amparaba requerimientos de liquidez por parte de las instituciones financieras, que, en el caso de BROU, respondía a los niveles que hubiera fijado el Presupuesto Monetario en vigencia y, en el caso de la banca privada, hasta el 100% del

patrimonio. La tasa de interés sería la que fijara el BCU y poco después se fijó en 70% anual.

También, para un manejo restrictivo de la oferta de dinero, quedó establecido que el BCU podría exigir consignaciones en moneda nacional a los importadores. El régimen vigente a principios de 1975 se basaba en cupos exentos de consignación y la aplicación de consignaciones por el exceso, según lo que fijara una Comisión ad hoc. El 9 de abril de 1975 el BCU eliminó los cupos y fijó una consignación mínima general del 35% por 150 días, salvo para los exonerados a texto expreso. Había consignaciones adicionales del 315% a 1200% por 180 días para importaciones por encima de ciertos niveles. El 2 de diciembre de 1975 se derogaron las consignaciones y se sustituyeron por un recargo general de 7%, que fue elevado a 10% el 10 de marzo de 1977. La medida tenía un objetivo de corto plazo que era mejorar la recaudación fiscal. Y, en el mediano plazo era un paso hacia una barrera proteccionista única. Es que, el sistema se había prostituido por exoneraciones concedidas por decretos y leyes sin ningún criterio ordenador. Así, en 1976, de los USD 571 millones importados el 77% tenía recargo 0%, el 19% recargo del 10% o menos y sólo el 4% recargos mayores a 10%. Quiere decir que en los hechos no había importaciones con recargos altos.

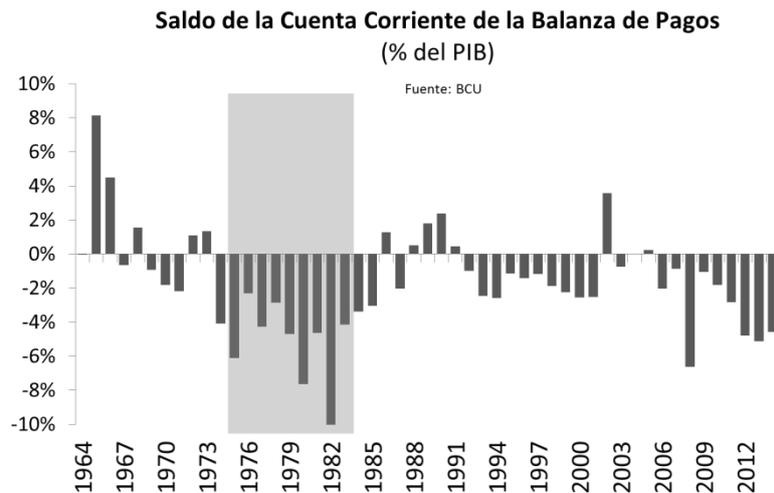
La política antinflacionaria tenía también otros mecanismos que no dependían del BCU, el más importante quizás era el descenso del déficit fiscal financiado con creación de dinero.

Es obvio que, en un régimen de facto, la posibilidad de establecer medidas económicas resulta más fácil. La represión impide la eclosión de manifestaciones de diferente tipo que harían difícil la implementación de algunas medidas. El equipo económico operó así con una casi total independencia de otras opiniones económicas y sin debate político.

Los resultados de las medidas tomadas básicamente en el último trimestre de 1974 y a principios de 1975, se hicieron sentir bastante rápidamente, aunque en forma parcial. El PIB, por años estancado, creció entre 1975 y 1978 a una tasa promedio de 3.6%, con un empuje fuerte de la industria manufacturera, a instancias principalmente de la vinculada a la exportación no tradicional (en especial textil y cuero) y de la construcción, donde pesan inicialmente las obras públicas (puentes internacionales y represa eléctrica) y más tarde la construcción privada.

La balanza de pagos pasó ya en 1976 a ser positiva y la acumulación de reservas internacionales netas alcanzó a casi USD 240 millones en 1974-78. Sin embargo, la balanza en cuenta corriente continuó siendo deficitaria, en USD 563.4 millones, y dentro de ella, la comercial fue deficitaria por USD 371.3 millones, en ese período (ver Gráfico 3.2). Se asiste pues a un importante ingreso de capitales, tal como se trató de fomentar para equilibrar rápidamente la balanza de pagos. De acuerdo al enfoque monetario de la balanza de pagos, concepción a la que el equipo económico del período adhirió, importa el saldo global de la balanza de pagos y no su composición, por lo que esa relación entre balanza en cuenta corriente y balanza en cuenta capital, no representaría un problema. Es cierto también que parte del déficit de la balanza comercial se explica por las importaciones de maquinarias y equipos necesarias al desarrollo de la industria de exportaciones no tradicionales y demás, que tuvieron financiamiento de no muy corto plazo y normalmente se reflejan en los ingresos de capitales. Estas importaciones significaron USD 401 millones en el período señalado.

**Gráfico 3.2**



La mejora de las reservas internacionales permitió que el BCU anticipara el pago de los pagarés de coberturas por atrasos comerciales para los vencimientos de 1975 y 1976. También permitió cancelar las operaciones de swaps y dejar de hacer nuevas. El BCU, reglamentó también el funcionamiento de las casas de cambio y se las autorizó a realizar operaciones de compra-venta de moneda extranjera.

El otro objetivo planteado, la disminución de la inflación, mostró resultados mucho menos alentadores. Para el período 1975-78, la inflación medida a fin de cada año fue, en promedio, 52.5% anual y sin mostrar una clara evolución descendente, siendo la inflación de 1978 de 46.0%.

Uno de los elementos considerados básicos para el adecuado desempeño de los precios, el déficit fiscal financiado con emisión, había mostrado un comportamiento correcto. El déficit fiscal del Gobierno Central pasó de 4.3 puntos del PIB en 1974, a 1.3 en 1978.

Pero una regla de tipo de cambio real, como la que implican los esquemas de minidevaluaciones que persiguen que no haya una pérdida de competitividad de la economía frente al resto del mundo, suelen llevar a episodios inflacionarios, dado que si por alguna razón se inicia un proceso inflacionario (por ejemplo, un ingreso de capitales no esterilizado por el BCU) no hay un ancla nominal que permita el control de los precios, como señalan Adams y Gross<sup>8</sup>. Es decir, el BCU puede controlar variables nominales y no reales, como implica controlar a la vez el tipo de cambio y los precios. También Arnold Harberger<sup>9</sup>, en ocasión de una conferencia dada en el BCU por invitación de Gil Díaz, señalaba que un régimen de minidevaluaciones es la vía más natural de vivir con una inflación doméstica significativamente más fuerte que la inflación mundial. Permite sí, una menor distorsión de los precios relativos. Bajo este régimen se han dado casos de desinflaciones exitosas como las experiencias de Chile entre 1965 y 1967 o Brasil entre 1967 y 1973, pero, normalmente uno de los problemas

<sup>8</sup> Adams C. & Gros D. (1986); *The consequences of real Exchange rate rules for inflation: some illustrative examples*; *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, volumen 3.

<sup>9</sup> Harberger A. (1981); *Nuevas políticas cambiarias, arancelarias y de crecimiento en América del Sur*; en Mundell R., *Las economías del Cono Sur en el contexto monetario mundial*; Banco Central del Uruguay.

que suele tener es la inercia. Es que, en una economía pequeña y abierta con déficit fiscal y aranceles altos, frente a la imposibilidad de resolver la causa última de la inestabilidad cambiaria, mantener el tipo de cambio real más o menos constante, vía el *crawling peg* (paridad deslizante) pasivo, era mejor que un régimen de significativas devaluaciones periódicas, pero implicaba inflación.

El año 1976, era un año de elecciones, y como las Fuerzas Armadas no tenían intención de dejar el poder, tenían que establecer un plan político de mediano plazo, que diera tiempo a la fundación del nuevo orden<sup>10</sup>.

El Presidente Bordaberry se había adelantado a establecer sus opiniones sobre la nueva organización a dar al Estado, donde entre otras cosas proponía la sustitución de los partidos políticos por corrientes de opinión. Dichas posiciones no fueron del agrado de las Fuerzas Armadas que lo reemplazaron por Alberto Demicheli<sup>11</sup>.

Por entonces, se retiró Vagh Villegas y entró como Ministro su Subsecretario, Valentín Arismendi. La salida de Bordaberry implicó la puesta en marcha de una nueva institucionalidad, con normas novedosas para cubrir las vacantes del Consejo de Estado y la Corte de Justicia, a la vez que se establecieron categorías en las proscripciones políticas según la actuación en el pasado. También marcó el comienzo de los actos institucionales como mecanismos de reforma de la constitución hasta tanto ésta fuera modificada.

Asimismo, se dio mayor relevancia a la DINARP, que había sido creada en 1975, para hacerse cargo de la propaganda oficial y controlar los discursos de los propios militares así como a la prensa. Los civiles debían esperar la anuencia de la DINARP para hablar en público, salvo los Ministerios de Relaciones Exteriores y Economía. Incluso el Presidente Méndez estaba muy sujeto a controles porque hacía declaraciones improvisadas y problemáticas.

La DINARP pasó más tarde a tomar a su cargo la propaganda oficial de los logros del Gobierno y fomentar la idea de “un nuevo Uruguay”. Las obras de infraestructura y los logros en las actividades económicas fueron los puntos usualmente más usados.

Las discrepancias ideológicas y tácticas en el seno de las Fuerzas Armadas se fueron ensanchando. Si bien a comienzos de 1973 las Fuerzas Armadas habían depurado sus filas anulando la oposición en la Armada y otros disidentes, la falta de consenso pasaba por varios temas y especialmente por la forma de ver el proyecto político. Carlos Demasi (2009) señala que en 1976 “todos eran golpistas”, pero algunos propugnaban por un gobierno fuerte, continuador del existente (los encabezados por el General Cristi), otros pensaban en un gobierno cívico-militar (los encabezados por los hermanos Zubía y Álvarez) y otros en un gobierno militar simplemente.

La forma de designación de la Junta de Oficiales Generales y del Comandante en jefe de cada arma era crucial para el mantenimiento del equilibrio entre los “duros” y los “aperturistas”. El Consejo de Estado había modificado la Ley Orgánica Militar de manera que los ascensos no se hicieran “por la derecha”. Pero parecería que el nuevo criterio

---

<sup>10</sup> Caetano G. & Rilla J. (2004); *La era militar*; en Apratto C. y otros, *El Uruguay de la dictadura 1973-1985*; Banda Oriental; Montevideo.

<sup>11</sup> Alberto Demichelli fue Presidente de facto entre junio y setiembre de 1976. Fue nombrado y destituido por los militares. Al cesar, fue sucedido por Aparicio Méndez quien se mantuvo en el cargo desde setiembre de 1976 hasta igual mes de 1981 cuando fue sustituido por Gregorio Alvarez.

no fue respetado y los ascensos dieron lugar a transacciones entre los grupos. A fines de 1977, pasaron a retiro los generales Esteban Cristi y Eduardo Zubía. En febrero de 1978, cuando finalizaba el largo período del General Julio César Vadora, le correspondía el lugar a Gregorio Álvarez, que debía cesar en febrero de 1979. Pero la decisión demoró tres días y si bien fue nominado, entraron en la JOOGG dos de la línea dura (generales Iván Paulós y Holmes Coitiño). El conflicto se mantuvo durante todo 1978. El General Álvarez enfrentó una publicación clandestina, El Taladro, donde se hablaba de corrupción en los mandos y se le consideraba traidor por buscar el acercamiento con los políticos, a los cuales éstos consideraban corruptos. Los responsables de la publicación fueron arrestados y pasados a retiro.

En enero de 1979 el General Gregorio Álvarez cumplía ocho años en el cargo y debía alejarse. Otra vez el resultado aparentó una transacción: se saltó al General Méndez, y se ascendió al General Queirolo (de la línea dura), pero entraron cuatro generales de la línea de Álvarez a la JOOGG, lo que le daba mayoría.

### 3

A partir de 1978 se dió un cambio significativo de estrategia económica, donde la inflación se volvió un objetivo más importante que la balanza de pagos.

En su respuesta a un cuestionario del Semanario Búsqueda, en marzo de 1977, Gil Díaz dijo que “después de treinta y dos meses el programa de liberalización de la economía uruguaya está desequilibrado. Se ha progresado a buen ritmo en materia monetaria y bancaria, comercio exterior, mercado de capitales, relaciones financieras con el exterior y disminución del déficit fiscal. Se ha caminado mucho más lentamente en lo relativo a la asignación de recursos (políticas reales). El balance de pagos es un buen resumen de la situación. La cuenta comercial está enclaustrada: altísima barrera proteccionista, impuestos implícitos a la exportación tradicional, subsidios a la exportación no tradicional. Mientras tanto la cuenta capital está totalmente libre. Eso plantea dificultades a la política monetaria. La ganancia de reservas por la cuenta corriente o la entrada neta de capitales, aumentan la oferta de dinero. Mientras tanto, no es posible generar una disminución del déficit fiscal o un superávit fiscal con igual velocidad. La altísima barrera proteccionista hace también imposible disminuir la ganancia de reservas vía aumento de importaciones. Ante esas restricciones, ya eliminados los redescuentos, quedan como instrumentos utilizables los encajes y las operaciones de mercado abierto. El nivel y estructura de los encajes es para el BCU un dato. Se trata de regular la oferta de dinero con operaciones de mercado abierto. Esa esterilización de fondos implica una suba de la tasa de interés, que será, a su vez, un estímulo al flujo de capitales, que aumentará la ganancia de reservas y la oferta monetaria. En cuanto a la asignación de recursos, la protección de las actividades dirigidas al mercado interno o al externo, suponen un tipo de cambio deprimido, que explica el estancamiento de las actividades agropecuarias, el bajo precio de la tierra y la escasa absorción de tecnología y capital. Lo único que racionalmente puede hacerse es continuar avanzando en el camino de la liberalización. No hacerlo es perder los logros alcanzados.”

Señaló también otros problemas como que el tamaño del sector público seguía presionando desmedidamente sobre la dotación de recursos nacionales. Y asimismo

que la legislación en materia bancaria transformó a las empresas de ese sector de actividad en un oligopolio<sup>12</sup>.

Además, en la visión de Gil Díaz, la inflación estuvo influida por decisiones equivocadas que aumentaron las expectativas de precios (tales como la postergación de las decisiones sobre salarios) y adicionalmente un aumento del crédito al sector privado del 45% en los primeros nueve meses de 1977 y eso, manifestó, no era compatible con una inflación baja ni una balanza de pagos equilibrada.

En esas condiciones el techo legal de las tasas de interés del 62% era bajo y por esa razón el 14 de octubre de 1977, dado que por ley el BCU tenía que fijar una tasa de interés, elevó dicho techo a 90% efectivo anual adelantado, que tomando en cuenta el guarismo inflacionario de entonces equivalía a liberar la tasa de interés. Paralelamente, elevó las tasas máximas en moneda extranjera del 12% anual efectivo al 15%. Además, para “rastrillar liquidez” y permitir que las tasas de interés en el crédito del BCU a la banca pudieran adecuarse permanentemente a la situación del mercado, por resolución de 14 de octubre de 1977, elevó la tasa de interés para la asistencia financiera ordinaria, a una tasa de entre 125% y 155% (dependiendo del plazo de utilización de la misma) del interés a que se colocaron las Letras de Tesorería serie E en la licitación inmediata anterior. Y restringió la posibilidad de utilizar este mecanismo del 100% al 50% del patrimonio bancario.

En moneda extranjera, en esa fecha, los encajes fueron elevados de 28% a 32%, a la vez que se derogó la posibilidad de computar dentro del encaje real a los Bonos del Tesoro en moneda extranjera y se dejaron de remunerar los depósitos rentables de encaje en esa moneda. En moneda nacional se disminuyó el encaje llevándolo de 35% a 30% para los depósitos a plazo fijo a menos de un año y de 12% a 6% para los a un año o más. Y paralelamente, se autorizó la constitución de depósitos rentables de encaje en moneda nacional a sesenta días plazo. Finalmente, en mayo de 1979, los encajes fueron eliminados (salvo para los casos en que se recibieran depósitos por más de 16 veces el patrimonial).

Asimismo, se rebajó del 90% al 60% el importe en moneda nacional correspondiente a la operación de adelanto de divisas, y se fijó la comisión del BCU en el 30% de la tasa de interés promedio de la última licitación de Letras de Tesorería serie E. También se le impusieron, a las aceptaciones bancarias, encajes similares a los de los depósitos, marcando un camino hacia el tratamiento uniforme de todos los instrumentos financieros.

La reducción del déficit fiscal, la eliminación de los encajes y su sustitución por las operaciones de mercado abierto como instrumento de control de la liquidez, y la liberalización definitiva de las tasas de interés eran entonces, para el Presidente del BCU, los instrumentos idóneos para enfrentar el problema inflacionario. A lo que agregarían los instrumentos necesarios para romper el enclaustramiento derivado de la altísima protección comercial y quitar al sistema bancario su carácter oligopólico, de modo de bajar el *spread*<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> José Gil Díaz. Respuesta al cuestionario de la Revista Búsqueda, Marzo de 1977.

<sup>13</sup> Mediante la mencionada abolición de los encajes, la rebaja de las tasas activas y no las pasivas, la ampliación de la competencia, permitiendo la entrada al mercado de nuevas instituciones y creando nuevas

Como resulta de las expresiones anteriores, el ritmo de la reforma fue gradual, pero la velocidad de desarrollo de las acciones en los distintos campos fue muy desigual. En el campo financiero fue rápido, en el de la política fiscal y en el de los precios fue más pausado y en la política comercial muy lento. Gil Díaz explicó estas diferencias por la facilidad de legislar en algunos campos, por la disponibilidad de conceptos técnicos, por la disponibilidad de personal en cada campo y por los inevitables compromisos entre las concepciones técnicas y los factores políticos.

Para algunos esos desfases explicarían la persistencia de la inflación mientras se produce el ajuste entre los distintos campos. Además, la importancia del período de ajuste no es trivial, ya que puede implicar niveles de pérdidas de reservas internacionales que hagan políticamente o financieramente insoportable el desarrollo del programa. Adicionalmente, a medida que se implementaron reformas en el sector financiero, se restringió el alcance y la eficacia de los instrumentos banco centralistas. Esto planteaba, además, el tema del orden de la liberalización de los mercados: ¿debe liberalizarse primero el mercado de bienes y luego el financiero o al revés o en simultaneidad? La experiencia de todos los países del cono sur indica que es más fácil abrir y liberalizar la cuenta capital que la cuenta corriente. En ese caso, el público puede convalidar cualquier expectativa inflacionaria.

Ronald McKinnon, invitado en octubre de 1979 por el BCU, opinó que la persistente inflación era en parte producto, por un lado, de la lenta disminución de los aranceles y de los engorrosos trámites burocráticos para obtener permisos de importación, pero, por otro lado, de la excesiva expansión del crédito tanto en moneda nacional como extranjera y si bien parte puede atribuirse al efecto de la eliminación de los encajes, es factible que sea producto de la entrada de capitales con unas reservas bancarias muy pequeñas y por tanto con un multiplicador muy importante. Y la propia inflación puede generar aumentos de precios vía expectativas. Las operaciones de mercado abierto son ineficaces en este caso porque aumentan las tasas de interés internas y la entrada de capitales.

Para McKinnon, la alternativa habría que buscarla por la vía fiscal. Debería hacerse una política fiscal restrictiva, elevando ingresos tributarios o bajando egresos fiscales y el superávit resultante no debería ser depositado en los bancos comerciales, sino en una cuenta especial en el BCU que quedaría bloqueada o que se invertiría en el exterior. Por el contrario, financiar el déficit fiscal con endeudamiento externo es tan inflacionario como hacerlo con emisión. El superávit fiscal podría ser reducido una vez que se liberara la importación y se fuera reduciendo la inflación. A medida que se reduzca la protección redundante podría establecerse un arancel bajo pero generalizado de manera de mejorar la performance fiscal<sup>14</sup>.

Ese desfase entre la liberación de la cuenta corriente y de la cuenta capital de la balanza de pagos, hacía también que, si bien el arbitraje entre monedas funcionaba correctamente, el arbitraje de bienes, no. El precio internacional de muchos bienes más el arancel estaba muy por encima del precio interno, lo que indica la existencia de protección redundante, que había que depurar. La forma de depurarla puede operar

---

operativas, la racionalización tributaria, suprimiendo el impuesto único a la actividad bancaria, entre otras medidas.

<sup>14</sup> McKinnon R (1979); *La liberalización en Uruguay y un enfoque fiscalista del problema del control monetario*; en Conferencia en el Banco Central del Uruguay.

disminuyendo la protección nominal o atrasando el tipo de cambio respecto de la inflación interna.

Siguiendo ese tipo de razonamientos, el equipo económico decidió optar por fijar el tipo de cambio. La alternativa, podría ser, mientras se rebajaban gradualmente los aranceles y demás reformas, fijar algún agregado monetario; pero éstos carecían de estabilidad en una economía dolarizada y con un elevado arbitraje entre monedas.

La forma de fijarlo fue mediante un *crawling peg* activo, es decir, un manejo del tipo de cambio similar al que se venía haciendo, en el sentido de hacer pequeñas devaluaciones aperiódicas, pero ahora independizándolas de una variable pasada, como el IPC o la variación del salario en los meses anteriores. En su lugar, se establecería una devaluación que aumentara el tipo de cambio a tasas decrecientes, preanunciadas con varios meses de anticipación, de modo de inducir expectativas desinflacionarias hacia el futuro. Entonces, los agentes económicos no tendrán que estar tratando de adivinar qué hará el BCU, restando incertidumbre y generando, pues, expectativas adecuadas.

Ese tipo de esquema, luego llamado “tablitas”, por la forma en que se publicaban los tipos de cambio a los cuales el BCU se comprometía a comprar o vender divisas en los próximos meses, ya había sido aplicado en Chile y también, más recientemente, en Argentina. No fue impulsado por los militares sino por las élites gubernamentales de Chile, compuestas casi exclusivamente por economistas surgidos de la escuela de Chicago y desde allí se expandió hacia los Ministerios de Economía y Bancos Centrales de los países vecinos.

En Chile, en 1976, se hizo una política agresiva de baja de aranceles y una tablita cambiaria y se logró bajar la inflación de 3 dígitos a 10% en 1981, ayudado por una política fiscal rigurosa y una política monetaria coherente. En Argentina la aplicación fue contemporánea a la uruguaya. El Plan del 20 de diciembre de 1978, de Martínez de Hoz, impuso la tablita argentina.

El objetivo, como señalaba el Presidente del BCU en un memo de octubre de 1979, era lograr que la inflación se explicara por la variación de los precios internacionales y la devaluación administrada de la moneda uruguaya, cuyo límite sería un tipo de cambio fijo. Para eso debería haber: i) un arbitraje entre bienes y eso implica eliminar la protección redundante en la tarifa; ii) las tasas de interés deberían ser flexibles y eso implica eliminar los encajes y el impuesto único a la actividad bancaria y iii) no deberían disminuir las reservas internacionales del BCU, lo que implica que el crédito interno del BCU fuera más o menos constante en términos nominales y por tanto no debería haber déficit fiscal financiado con creación de dinero ni déficit parafiscal por la vía, por ejemplo, de créditos subsidiados a exportadores. Esto constituía, si se quiere, un derrotero para la política monetario-cambiaria a implementarse.

El esquema suponía que, como sucede normalmente, el anuncio cambiario no es inmediatamente creído u operan factores de indexación que no permiten el ajuste libre y rápido de todas las variables. En esas condiciones, se produce inicialmente un descenso del tipo de cambio real. Eso afecta inicialmente las exportaciones tradicionales y no tradicionales. A su vez, como la tasa real de interés interna, en una economía abierta depende de la tasa de interés internacional, para lograr el equilibrio interno y externo de tasas aquella debería tender a la tasa internacional nominal más la devaluación esperada menos la inflación esperada. Como esta última es mayor que la

devaluación esperada, bajo condiciones de falta de credibilidad en la política implementada o de persistencia de indexaciones, la tasa de interés real tendería a bajar y eso impulsaría inicialmente el nivel de actividad, la ocupación y la inflación.

El aumento en el nivel de actividad tendería a mejorar el resultado fiscal. También provocaría un crecimiento del crédito, otorgado ahora con precios que no son de equilibrio de largo plazo. Cuando la pauta cambiaria se hiciera creíble, se producirían movimientos inversos que equilibrarían la economía. Los efectos del plan antiinflacionario, nuevamente se hicieron sentir con rapidez y no siempre los resultados coincidieron con las trayectorias programadas. El Producto creció, tanto en 1979 como 1980, como estaba previsto, en el orden del 6% anual, pero cayó a menos de 2% en 1981. El tipo de cambio real habría caído entre un 20 y 25% al inicio del programa y no se recuperó. Las exportaciones siguieron creciendo a pesar de la caída del tipo de cambio real hasta 1981. Las importaciones crecieron en 1979 y 1980, no tanto por el impulso del consumo público y privado sino por el ascenso de la construcción y los requerimientos de maquinaria y equipos. Pero también aquí las expectativas sobre el desarrollo de la economía generaron un freno ya en 1981.

La balanza de pagos siguió presentando en el trienio 1979-1981, las características de los años previos: un déficit importante en cuenta corriente financiado con una entrada neta aún mayor de capitales. El déficit fiscal se equilibró en el trienio 1979-81. Y la inflación, que había sido el objetivo en el cambio del esquema de política, cuando estaba entre 40 y 50%, se elevó a 83% en 1979, para recién descender a 43% en 1980, 29% en 1981 y 21% en 1982.

El aparente éxito inicial del programa, cuando en 1979 y 1980 se dio crecimiento sin déficit de balanza de pagos sino al contrario y con un enlentecimiento de la inflación, alentó al equipo económico y a los militares. Parecía el momento oportuno para realizar el plebiscito discutido en la JOGG en 1977, como forma de darle legitimidad constitucional al papel de las Fuerzas Armadas. Se plebiscitaría una reforma constitucional que, entre las principales modificaciones, eliminaba la prohibición de allanamientos nocturnos; aumentaba los plazos de detención; establecía que el Poder Ejecutivo reglamentaría el derecho de huelga; eliminaba la inamovilidad de los funcionarios públicos; ratificaba el COSENA; creaba un Tribunal de Control Político, con potestades de destitución; eliminaba el doble voto simultáneo, la representación proporcional integral y reglamentaba el funcionamiento y la formación de partidos políticos.

En noviembre de 1980 el resultado del plebiscito dio un triunfo del no por casi 2/3 de la ciudadanía, pero en lo inmediato no modificó sustancialmente el funcionamiento del régimen. Señala Alberto Zumarán, en una entrevista concedida en marzo de 2011, que en un artículo, García Márquez tildó el plebiscito “como el cuento de los militares que se creyeron su propio cuento”. Pero en la JOGG pareció ganar terreno la idea de que el fracaso plebiscitario se debió a tratar de lograr el apoyo ciudadano sin los partidos y más bien contra ellos. Recién en julio de 1981, una vez asimilado el mensaje del plebiscito, que terminaba con la idea del Nuevo Uruguay, la Comisión de Asuntos Políticos de las Fuerzas Armadas, convocó a los partidos políticos para plantearles una nueva hoja de ruta: en setiembre se abriría un período presidencial breve mientras se pactaba una reforma constitucional y la entrega del poder sería en noviembre de 1984. La hoja de ruta contemplaba además la realización de elecciones internas a padrón

abierto de la que surgirían los interlocutores válidos para negociar con las Fuerzas Armadas. Eso implicó levantar limitaciones al derecho de reunión y rehabilitar a las asociaciones profesionales. Intervendrían en esas elecciones los dos partidos tradicionales y un partido minoritario de los admitidos. El Frente Amplio no era admitido como tal, sino sólo alguno de sus componentes como la Democracia Cristiana, por lo que los frenteamplistas propusieron votar en blanco, para no desdibujarse dentro de los partidos tradicionales.

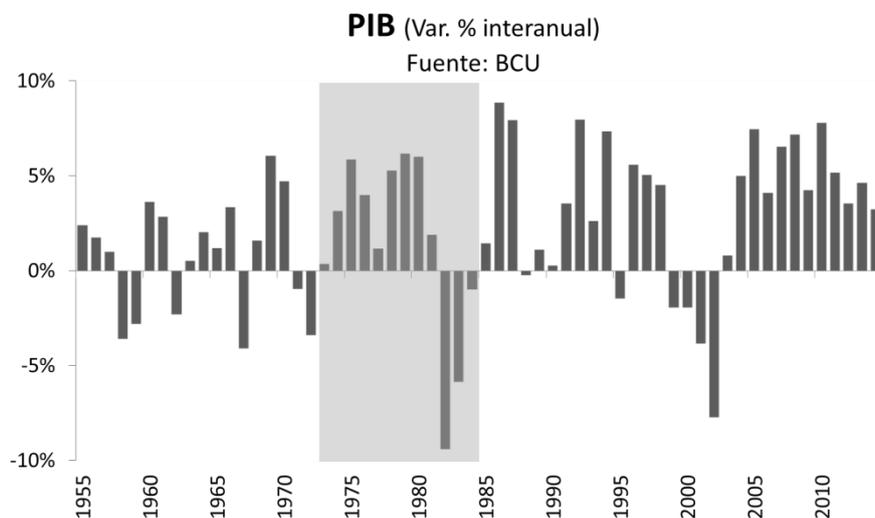
Como señalaron los generales Boscán Hontou y Hugo Medina, los militares requerían que no hubiera revisionismo, (ya unos meses antes el General Queirolo había sido muy explícito al expresar que “a los vencedores no se le ponen condiciones”), sí coparticipación entre las Fuerzas Armadas y el gobierno civil y la vigencia de la doctrina de la Seguridad Nacional.

Del 15 al 19 de noviembre de 1981 tuvo lugar el Cónclave cívico militar de Piriápolis, donde visto el éxito del programa se estuvo dispuesto a continuarlo sin efectuar modificaciones. Este optimismo alentó poco después a impulsar al General Alvarez a decir que quienes pensaban que iba a haber una devaluación eran marcianos.

#### 4

Pero si el año 1981 empezó a marcar un punto de inflexión en algunos indicadores de la marcha del programa de gobierno, 1982 fue el año de una crisis impactante.

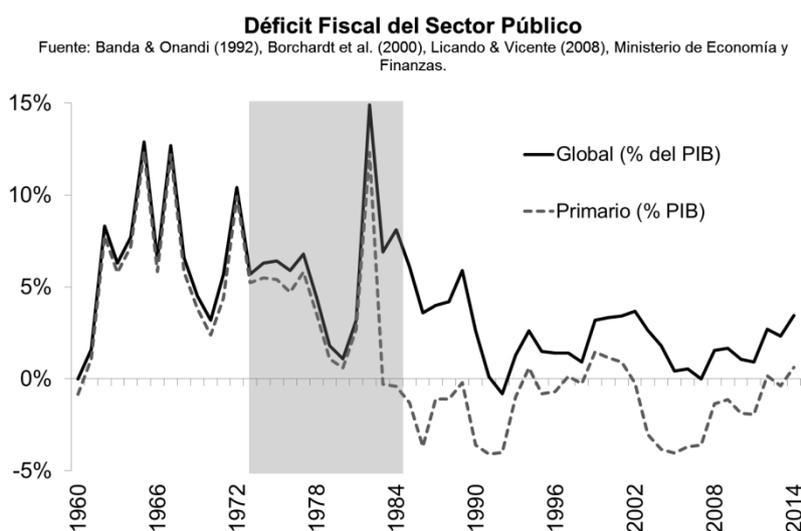
**Gráfico 3.3**



El PIB cayó más de 9 puntos (ver Gráfico 3.3), arrastrando una caída similar del consumo y una mucho mayor (15%) de la inversión. El desempleo alcanzó a casi 14% a pesar de la significativa reducción del salario real de alrededor del 11% con valores muy similares para el sector público y el privado. Es cierto que normalmente un programa de estabilización implica una caída inicial del nivel de actividad como resultado de la contracción del gasto, pero en este tipo de programas el efecto inicial es el contrario por la baja de la tasa de interés real que conlleva, bajo credibilidad imperfecta o persistencia de la inercia inflacionaria. El tipo de cambio real seguía marcando un “atraso cambiario” de entre 20 y 25 por ciento. Consecuentemente la exportaciones de bienes y servicios

se redujeron en un 15%, tanto las tradicionales (15%) como las no tradicionales (14%), en tanto la importaciones lo hicieron en un 36%, porque aunque el tipo de cambio real las favorecía, las expectativas de consumo ya venían cayendo desde 1980, y afectaron a los bienes de consumo en 62%, pero también a los bienes intermedios en 30% y a los de capital en 29%. El resultado fiscal, que se había equilibrado en el período 1979-81, señaló un déficit del Gobierno Central de 8.6% del PIB, sin tomar en cuenta el déficit parafiscal (ver Gráfico 3.4). Si bien la baja de ingresos fue importante (23% en términos reales) en parte por la caída del nivel de actividad, los egresos se dispararon, por el aumento de los intereses de la deuda pública y de las retribuciones personales y transferencias a la seguridad social (68% y 53% en términos reales). Téngase en cuenta que el límite del crédito legal al Estado, de acuerdo a la legislación vigente, que tomaba en cuenta el Presupuesto de sueldos, gastos e inversiones del ejercicio 1982, era de N\$ 4.521.975.115,10, tal como fue comunicado al Ministerio de Economía y Finanzas el 7 de octubre de 1982. Pero al 22 de noviembre de 1982, ese crédito cifraba N\$ 4.887.051.161,20, de los cuales N\$ 265.076.046,10, se adelantaron el 22 de noviembre de ese año. Y dos meses más tarde, el 20 de enero de 1983, alcanzaba a N\$ 11.106.658.106,47.

**Gráfico 3.4**



A su vez, esta situación se juntó con la del BHU. El crédito al BHU excedía el tope autorizado en N\$ 6.902.011.305,28 el 27 de diciembre de 1982 y en N\$ 9.952.249.402,64 diez días más tarde. El BHU había sido rescatado en 1959 con la Ley de Reforma Monetaria y Cambiaria, pero el interés de los Títulos Hipotecarios (5%) no se compadecía con la inflación de los años sesenta, de modo que en 1964 debió ser nuevamente capitalizado en oportunidad de otro ajuste cambiario. El problema volvió a plantearse y en 1969 se promulga el Plan Nacional de Vivienda (PNV), que establece la creación de la UR (unidad reajutable con el índice medio de salarios), unidad en la que se comenzaron a conceder los créditos del banco. A la vez se creaba un impuesto del 2% sobre las retribuciones y la OHR como un mecanismo de captación complementario de los depósitos, que cotizaba en Bolsa y su cotización era administrada por el BHU.

En 1974, habían sido liberalizados los alquileres, que por muchos años habían paralizado la construcción de viviendas para renta. Sin embargo la construcción privada no se

incrementa sustancialmente entre 1974 y 1978 (5% promedio anual), con la consiguiente acumulación de recursos no utilizados en las cuentas del Fondo Nacional de Viviendas (FNV). El Presidente del BHU desde 1975, Julio Luongo, fue invitado a acelerar la concesión de créditos de modo de bajar el problema habitacional existente dinamizando a la vez el producto. Se abrió el sistema a los promotores privados que pasaron a absorber más de la mitad de los créditos concedidos, pero con un deterioro de la orientación hacia la provisión de viviendas con contenido social y con cierto nivel de subsidio. De este modo, los créditos escriturados crecieron 128% en 1979 y 234% en 1980. Pero la progresiva eliminación del impuesto a las retribuciones personales, el descalce de monedas, ya que los depósitos eran casi exclusivamente en moneda extranjera, el descalce entre el valor de la Unidad Reajutable (UR) y la OHR, y el shock externo señalado (petróleo, tasas de interés y Guerra de las Malvinas) alteraron el funcionamiento del BHU y, a partir de 1981, debió recurrir a préstamos externos y del BCU, estos últimos principalmente en 1982 y 1983<sup>1516</sup>.

La pérdida de reservas internacionales, reflejo de la crisis cambiaria, alcanzó a USD 638 millones al fin de 1982, a la vez que el endeudamiento externo, reflejo de la crisis de deuda soberana, crecía en 34%, alcanzando los USD 4.200 millones.

Estos resultados que marcan el comienzo de un considerable deterioro, repercutieron también en la conformación del equipo económico, que había salido airoso del Cónclave de Piriápolis. Así en julio de 1982 debió retirarse el Presidente del BCU José Gil Díaz, luego de un altercado con un General al mando de un ente autónomo, siendo sustituido por José María Puppo. Y en diciembre de ese año deja su cargo el Ministro de Economía, Valentín Arismendi, que es reemplazado por Walter Lusiardo Aznárez, hasta el regreso de Alejandro Végh Villegas al año siguiente. Al asumir como Ministro de Economía y Finanzas el 15 de diciembre de 1982, Lusiardo Aznárez, que hasta el momento se desempeñaba como Ministro de Industria y Energía, parafraseó al ex Consejero Nacional y Ministro de Hacienda Ledo Arroyo Torres al decir “sé perfectamente que estoy caminando por el pretil de la azotea”.

Ambas crisis fueron acompañadas por una crisis bancaria, producto de la insolvencia de gran parte de la cartera crediticia de todas las instituciones del sistema financiero, donde la mayor parte eran créditos en moneda extranjera a agentes que operaban en moneda nacional. Las instituciones bancarias exigían al deudor el pago de los créditos y como generalmente estos no podían hacerlo, los conminaban a documentarlo en moneda extranjera. De esta manera quedaban calzados en sus balances ya que más del 80% de los depósitos estaban en esa moneda. Pero eso no revertía su situación, sino que transformaba el riesgo cambiario en un riesgo de crédito.

Si bien la situación externa fue el detonante de la crisis, el rezago en el ajuste de las políticas cambiaria y fiscal operó como mecanismo de propagación. Los impactos habrían sido menores de haber existido una mayor experiencia de los bancos en la administración de créditos en mercados no reprimidos, así como una mayor experiencia de las autoridades sobre los efectos de la desregulación.

---

<sup>15</sup> Banco Hipotecario del Uruguay (1986); *Construcción de viviendas y reactivación*; Banco Hipotecario del Uruguay; Montevideo

<sup>16</sup> Guenaga M., Hernández S. & Rovira F. (2004). El financiamiento de la vivienda en el Uruguay; Monografía Facultad de Ciencias Económicas y de Administración UDELAR; Montevideo.

La limitación de la entrada al mercado financiero sólo a grupos financieros reconocidos y no regionales, hubiera acotado los riesgos, las limitaciones de la capacidad de endeudamiento de las instituciones y de los tomadores de créditos, la adecuada evaluación del riesgo de las carteras, exigiendo aumentos de capital en función del riesgo, claras y exigentes políticas de provisiones para las deudas eternamente renovadas, la prohibición de distribución de utilidades sobre deudas morosas, podrían haber sido algunas de las medidas que hubieran quitado relevancia a la crisis. Pero hay que tener en cuenta que para entonces, Basilea “aún no existía” (las normas de Basilea I son de 1988) y, como señalaba quien llegaría a ser Superintendente de Instituciones de Intermediación Financiera, Enrique Goberna, “no había instituciones en las que se enseñara a ser inspector de bancos”.

Las tres crisis, cambiaria, bancaria y de la deuda externa, estuvieron íntimamente relacionadas y se realimentaron mutuamente.

La modificación cambiaria tuvo lugar el 26 de noviembre de 1982. Según Búsqueda<sup>17</sup>, el Presidente estaba en el jardín de la residencia presidencial de Suárez y Reyes, trazando dibujos en el piso de tierra con una rama, cuando llegaron los principales hombres de la economía, el Ministro Valentín Arismendi, el Director de Planeamiento Genreal Pedro Aranco y el Presidente de Banco Central José María Puppo. Arismendi acababa de bajar del avión que lo trajo desde Washington, con un ultimátum del FMI de liberalización de la cotización del dólar, dado que las arcas del BCU estaban exhaustas y no era posible obtener créditos en los mercados internacionales de capital, menos aún sin el aval del FMI.

El Presidente les solicitó que procedieran rápidamente, antes de las elecciones y así el BCU anunció, el 26 de noviembre de 1982, que vendería y compraría divisas sin limitaciones en el mercado financiero de cambios. Para entonces, el tipo de cambio de paridad se ubicaba alrededor de los \$ 21 por dólar y los analistas económicos esperaban que una vez liberalizado se ubicara entre los \$ 18 y los \$ 24.

Como sucede en estos casos se registró un *overshooting*, dado que la demanda inicial superaba netamente a la oferta. Para colmo, diciembre es un mes de elevada liquidez, en parte por la incidencia de los aguinaldos, y el dólar, que al momento de la devaluación cotizaba a \$ 13,81, saltó hasta \$ 47 para finalmente ubicarse en \$ 30/33. Este salto fue agravado por la actitud del BROU de cerrar la ventanilla vendedora, lo que dio una señal muy negativa. Y una vez que rápidamente se produce el *pass through* del tipo de cambio a los precios internos, que en Uruguay era típico desde las devaluaciones de la década de los sesentas, no había posibilidad de que el tipo de cambio retornase a los valores esperados con anterioridad. El efecto sobre las deudas en dólares de quienes tenían ingresos en moneda nacional fue devastador.

Las elecciones internas de los partidos se realizaron dos días después del inevitable abandono de la tablita cambiaria, el 28 de noviembre de 1981. La crisis económica, que por entonces afectaba al sector agropecuario, al industrial y a los consumidores, presas del endeudamiento, incidió en la votación, ya que se homologó crisis con gobierno militar y, por tanto, éste debía cesar. Por otro lado, tendió a formular exageradas

---

<sup>17</sup> Búsqueda N° 1.687, 8 de noviembre de 2002.

esperanzas sobre lo que un gobierno democrático podría hacer para mejorar la economía.

En verdad, el Plan de estabilización de 1978 tenía una extrema rigidez, incrementada cuando el período de vigencia de la tablita se extendió de 3 a 6 meses y se permitió realizar seguros de cambio a cargo del BCU. Pero sufrió también por inconsistencias en el manejo de los tiempos y las medidas de política cambiaria, fiscal y monetaria y, fundamentalmente por la incidencia de los shocks externos, como se señalara.

Algunos elementos que se encuentran en la crisis de 1929 y en la de 2007, jugaron también en este caso, tales como no considerar el ciclo económico en la regulación prudencial, creer que los mercados financieros son intrínsecamente eficientes y que están exclusivamente afectados por consideraciones técnicas, sin vinculación con el comportamiento humano, etc.

En un artículo académico de 1985, Vittorio Corbo, Jaime de Melo y James Tybout<sup>18</sup> analizan qué funcionó mal en las reformas de los años setenta y ochenta en el cono sur de América. Y dicen que se dieron una serie de inconsistencias de política, dificultades de implementación del programa y fricciones de los mercados que generaron una sustancial apreciación del tipo de cambio real y un gran diferencial entre el costo de los créditos en dólares y en pesos. El déficit fiscal financiado con deuda externa generaba ingreso de capitales que hacían aumentar la oferta de dinero, que sólo podía retirarse del mercado con operaciones de mercado abierto que propiciaban aumentos de la tasas de interés que inducían nuevos ingresos de capitales. El diferencial de rendimientos entre monedas, habida cuenta de la falta de volatilidad de los rendimientos que el preanuncio cambiario implicaba y la historia del seguro implícito sobre los saldos (sin ir más lejos en 1965 y 1979), propiciaban las operaciones de *carry trade*. El *spread* fue alto aún en los momentos en que operó un seguro de cambio sobre la tablita. Los bancos tomaron posiciones abiertas con pasivos en dólares y activos en pesos en función de las diferencias de beneficios. El efecto para exportadores e importadores de bienes sustitutivos de importaciones no fue simétrico, reflejando conflictos, algunos temporales, entre la política comercial y la cambiaria. Hubo protección redundante cuando a los exportadores no tradicionales ya se les empezaron a quitar los incentivos.

En la etapa ya crítica, las altas tasas reflejaban la intención de los bancos de atraer nuevos depósitos para cubrir los créditos morosos.

Las autoridades del BCU supusieron también que los activos domésticos y extranjeros eran perfectos sustitutos y que sacando las restricciones se produciría un ajuste instantáneo de los portafolios y las tasas de rendimiento se equilibrarían. Pero el desajuste no era sólo por imperfecciones del mercado doméstico sino por la no perfecta sustituibilidad.

El fracaso de la tablita respondió también a razones idiosincráticas. El Presidente del BCU José Gil Díaz suponía que, si él podía comprar toda la emisión con las reservas internacionales del BCU, no podría tener problema, porque los bancos tendrían que responder por sus pasivos. Pero en una economía en que la Historia señala que el Estado siempre respondió por los depósitos en bancos (desde 1868) tendría que tener reservas

---

<sup>18</sup> Corbo V., de Melo J. & Tybout J. (1985); *What went wrong with the recent reforms in the southern cone*; Development Research Department discussion paper; no. DRD 128. Washington, DC; World Bank.

internacionales como para comprar todo el pasivo monetario del sistema financiero. Suponía además que los bancos, y especialmente los extranjeros, eran absolutamente eficientes en el manejo de los riesgos bancarios y que si algunos créditos fallaban, las casas matrices iban a responder por un problema de reputación. Los bancos extranjeros dieron muestras de total irresponsabilidad en el manejo de los riesgos de tasa y de cambio de sus carteras, otorgando cuantiosos créditos en moneda extranjera a quienes tenían ingresos sólo en moneda nacional. Al decir de Devlin y Ffrench Davies<sup>19</sup>, “los banqueros, al estilo de manadas vagaron por el mundo ofreciendo enormes préstamos, aprovechando la liquidez que generaba los petrodólares y la difusión de los enfoques monetaristas ortodoxos que propugnaban por una liberalización completa de la cuenta capital de la balanza de pagos”.

La aseveración de que no importaba la composición de la balanza de pagos resultó también un problema en el caso uruguayo, ya que los déficit en cuenta corriente fueron salvados con ingresos de capitales que, en su mayoría, eran inversiones financieras de cortísimo plazo, el cual no se compadecía con el requerido para recuperar los créditos amparados en ellos.

Los ingresos de capitales producían, además, el fenómeno que en economía se conoce como la “enfermedad holandesa”. Es decir, deprimían el tipo de cambio, expulsando del mercado a los sectores productivos de bienes exportables o de bienes que sustituían importaciones, que no tenían margen para absorber dicha baja, generando la pérdida de capitales y de empleo en esas ramas de actividad, que difícilmente encontraban empleo en las ramas que el nuevo equilibrio del mercado producía.

Adicionalmente, el esquema de la tablita supone un entorno macroeconómico muy estable, no admite shocks internos o externos de relevancia. Ese no fue el caso. La negativa performance arriba reseñada, se dio en un contexto internacional muy desfavorable.

Por un lado, se había producido la segunda crisis del petróleo, que hizo casi triplicar el precio del barril entre mediados de 1978 y 1981. Por otro lado, se estancó el crecimiento de los países industrializados, reflejado, en 1982, en un decrecimiento de 0.3% del Producto Nacional Bruto (PNB) real. Se interrumpieron además los flujos de capitales internacionales, por la situación de las economías de la región, pero, además, en buena medida, por el efecto que siguió a la Guerra de las Malvinas de abril de 1982 y a la crisis de la deuda mexicana en agosto de ese mismo año, que culminaría un año después de arduas negociaciones, que fueron útiles para los países de la región por la transmisión de esa experiencia. Adicionalmente, se había producido el abandono de la tablita cambiaria en Argentina en marzo de 1981, y habida cuenta de aquello de que cuando Argentina se resfría Uruguay se engripa unos meses después.

El reciclaje de los petrodólares desde la banca internacional a la banca nacional, que justificó buena parte de los ingresos de capitales que equilibraban la balanza de pagos, se revirtió luego de la segunda crisis petrolera. Además, la tasa LIBOR, que sirve de base al costo del endeudamiento externo de la deuda contratada a tasa variable, y que afecta también el interno en moneda extranjera y en moneda nacional (ya que esta última tasa tendía a equilibrarse con la internacional más la devaluación esperada), se duplicó entre

---

<sup>19</sup> Deblin R. & Ffrench Davies R. (1995); *The great Latin American debt crisis: a decade of asymmetric adjustment*; en Revista De Economía Política, Volumen 15, Numero 3.

el inicio del programa y el año 1982. Es que la inflación en EEUU superó al 11% en 1979 y la *prime rate* superaba largamente ese guarismo a fines del año 1980 y principios de 1981.

Desde finales de los años setenta y principios de los ochenta, el FMI había comenzado a ocupar un rol central en los problemas de endeudamiento internacional, en particular de las economías de América Latina. México y Brasil acudieron al Fondo para poder hacer frente a sus obligaciones de deuda privada. El Fondo respondió abriendo los SDR (Special Drawing Rights) condicionados a programas de reducciones de déficit fiscal y promoviendo negociaciones entre los países deudores y los acreedores privados<sup>20</sup>. Los ajustes fiscales promovidos por el FMI se proponían, por un lado, equilibrar los sectores externos que habían colapsado al interrumpirse abruptamente el financiamiento internacional. Por el otro, pretendían mejorar las condiciones financieras de los países deudores para hacer frente a sus obligaciones con el sector privado.

Como es natural, Uruguay no escapó al escenario internacional recesivo y de aumento repentino de las tasas de interés. Debido a ello, el grueso de los créditos otorgados por el sistema bancario uruguayo se volvió incobrable. La mayoría de ellos habían sido concedidos sin un adecuado análisis de los riesgos de tasa y de moneda, y se habían basado en colaterales valuados a precio de la fase alta del ciclo. Cuando la recesión se inició y la devaluación tuvo lugar, el sistema bancario local colapsó.

La vía judicial del cobro de las deudas no era una solución. Por un lado, porque la justicia es muy lenta en esos casos y, por otro, porque a los bancos esa solución les implicaba hacer las pérdidas de una vez, teniendo en cuenta que tenían colaterales a precios de boom y que saliendo todas las instituciones a rematar los créditos al mismo tiempo no iban a encontrar compradores a valores normales, lo que les implicaba pérdidas de capital que obligarían a su inmediato cierre.

El acelerado ritmo de la crisis dio lugar a dificultades en varias instituciones, aún antes de la debacle cambiaria de fines de noviembre de 1982, en especial las vinculadas al agro, tales como el BANFED que concentraba buena parte del crédito a los tamberos y el Banco del Litoral Asociados que financiaba la ganadería y la agricultura de esa zona del país. Adicionalmente, se trataba de crédito que en más del 70% estaba contratado en moneda extranjera.

Según consta en actas, el 23 de abril de 1982, el Presidente del BCU, Gil Díaz, habló de las dificultades de cobro de las carteras bancarias y su reflejo en patrimonios negativos y dijo que prefería, antes de intervenir a los bancos y luego liquidarlos, con todas las repercusiones que eso tendría, plantear un esquema de venta de los mismos, saneándolos previamente. El BCU compraría parte o la totalidad de las carteras de difícil cobro contra entrega de Deuda Pública a 7 años de plazo y una tasa de Libor más un *spread*. En particular, y atento a lo decidido por el Presidente de la República, y luego con la conformidad de la Junta de Comandantes en Jefe de las Fuerzas Armadas, se autorizó el mecanismo planteado, y se entró a considerar la situación del Banco Panamericano Uruguayo y la oferta del Banco Central SA de Madrid. La cartera mala sería de unos USD 15 millones, cifra similar a la que encontrara la auditoría realizada por el Banco Central SA de Madrid. Luego de un intercambio de ideas se resolvió aprobar la citada compra. En la sesión del 5 de julio de 1982, se decidió efectuar una operación

---

<sup>20</sup> De Vries, M. G (1985a); Reinhart y Trebesch (2016).

similar con los Bancos del Litoral Asociados y el Banco de Santander, operación antes ya aprobada por el Presidente de la República y la Junta de Comandantes en Jefe. Otros casos que se presentaron, en estos meses, fueron los del Banco de Crédito y de Pemar Sudamericana Casa Bancaria. El Banco de Crédito tenía una deuda por USD 15 millones, que el Banco Wells Fargo lideraba y quiso cancelar, básicamente porque no deseaban tener relaciones con un banco que pertenecía a una secta religiosa. Se intentó vender a Wells Fargo la Casa Bancaria Pemar, si se mantenía el crédito de USD 15 millones al Banco de Crédito, pero no prosperó. Finalmente se propuso vender Pemar Sudamericana al BROU, pero éste adujo que: i) desde el punto de vista funcional agregaría al banco actividades que no responden a su específica función, lo que se agregaría a los problemas que ya le genera administrar las carteras que el BCU le pasó; ii) asumiría un pasivo de unos USD 60 millones, que por ser mayoritariamente de argentinos, serían retirados a la brevedad, afectando sus disponibilidades de reservas internacionales, ya menguadas por el pago de los seguros de cambio de la tablita, por las necesidades de divisas del sector público y privado y por tener buena parte de esas reservas afectadas en respaldo de créditos del BCU en cumplimiento del acuerdo con el FMI; iii) por otro lado, la absorción de nuevo personal con diferentes escalafones y remuneraciones, era un inconveniente no menor.

## 5

Ese mismo 5 de julio llegaba a la presidencia del Banco Central José María Puppo<sup>21</sup> acompañado en la vicepresidencia por el Gral. José María Rivero y como Director Carlos Koncke (quien había ocupado el cargo de Gerente General del Banco Central desde agosto de 1978 y en octubre de 1982 asumió ese cargo Jorge Sambarino).

El panorama que encontró a su arribo al BCU era desalentador. Había un bajísimo nivel de reservas internacionales netas, que además seguía en descenso. Se registraba un elevado endeudamiento interno que con un entorno de recesión económica (el PIB estaba descendiendo ese año un 5.9%) dificultaba el cumplimiento del servicio de las deudas. Como se estaba señalando, el sistema financiero estaba virtualmente quebrado, no obstante lo cual seguía distribuyendo utilidades, ya que se reconocían como ingresos los intereses de la cartera morosa. Se trataba de retener depósitos vía aumento de las tasas de interés, lo que adicionalmente afectaba a los tomadores de crédito pues les aumentaba la tasa de interés activa. La regulación prudencial para el sistema financiero había sido casi desmantelada y no había un esquema claro de red de seguridad.

La primera reacción, por el peso de los antecedentes y las presiones de los deudores, apuntó hacia la refinanciación de las deudas internas, ya que el crédito, paralizado por la situación de las carteras bancarias, impedía atacar directamente los problemas de balanza de pagos y nivel de actividad. Paralelamente, se comenzaron a buscar soluciones al tema del endeudamiento externo y su efecto sobre las reservas internacionales.

---

<sup>21</sup> Puppo se había desempeñado en la CIDE y en la Secretaría de Planeamiento, Coordinación y Difusión (SEPLACODI), básicamente en temas relacionados con el sector público. Según su testimonio, la actuación en esos organismos lo pusieron en contacto con Luis Faroppa, Enrique Iglesias, José Gil Díaz y el Coronel Pedro Aranco. De distintas maneras, ello incidió en su nominación al Banco Central cuando cesó Gil Díaz.

A fines de agosto de 1982, el BCU emitió las primeras normas respecto a la situación de endeudamiento interno. Se refinanciaba hasta el 33% de las deudas existentes al 30 de setiembre de 1982, a cinco años plazo a contar desde el 1 de enero de 1983 y con dos años de gracia. Para las deudas en moneda extranjera, se refinanciaba hasta un 33% de las mismas a una tasa Libor más dos puntos. Para las deudas en moneda nacional la tasa sería el 90% de la última tasa media trimestral del mercado. Se permitía capitalizar un 40% de los intereses vencidos si previamente se pagaba el 60% restante. El BCU adelantaba a las instituciones financieras parte de los intereses que dejaban de cobrar, los que serían reembolsables a partir de junio de 1985. La amortización de los montos refinanciados se haría en seis cuotas semestrales iguales. Se excluían las deudas del sector agropecuario. La refinanciación era voluntaria para las instituciones bancarias.

Poco después, en diciembre se instrumentó una segunda refinanciación, que ahora incluía también al sector agropecuario (salvo ganadería extensiva de predios mayores a 2500 has.), para deudores residentes y elevando el nivel refinanciable al 50% de la deuda para las deudas en moneda extranjera. El plazo, para deudores en moneda extranjera era de 5 años con dos de gracia y para los deudores en moneda nacional de 3 años con uno de gracia.

La refinanciación era nuevamente voluntaria, pero existían incentivos para las instituciones financieras, ya que las que adhirieran deberían constituir provisiones sólo por un 12% del rubro deudores en plan de abatimiento e incluir en el rubro deudores en gestión un 50% de los productos financieros devengados no percibidos (para las restantes instituciones esos porcentajes serían 40% y 0%).

La refinanciación finalmente alcanzó sólo a un 20% de la cartera de la banca privada, posiblemente porque fueron respuestas tardías y porque tanto los deudores como los bancos esperaron que las presiones determinaran una mejora de las condiciones de refinanciación, cosa que ocurrió, pero no fueron modificaciones sustanciales.

El Banco República sacó su propio esquema de refinanciación, pero no tuvo tampoco demasiado eco, por cuanto los deudores preferían pagar primero a la banca privada que era más expeditiva en trabar embargos y solicitar el remate de las garantías, en tanto el BROU era más condescendiente.

Frente a las dificultades que mostraban algunos bancos, para evitar el contagio y limpiar el mercado crediticio fue establecer un criterio *a priori* respecto al tratamiento de la situación de la banca, de manera que se actuara en forma uniforme frente a todos los eventuales casos y se facilitara el estudio de las propuestas. Estas bases, resueltas por unanimidad del Directorio el 16 de setiembre de 1982, establecían dos procedimientos: i) la apertura de una sucursal de un banco del exterior que tomaría los activos, pasivos y negocios del banco o, ii) la constitución de una sociedad anónima uruguaya, propiedad de un banco del exterior, que se denominaría como dicho banco y sería autorizada a funcionar como tal, con la condición de adquirir todos los bienes, derechos y obligaciones del banco existente.

El precio de la negociación sería cero, y el patrimonio de la institución quedaría nulo. El BCU se comprometía a comprar la cartera no deseada por los compradores, valuadas según normas banco centralistas, contra entrega de Bonos del Tesoro a 7 años de plazo con dos de gracia y un interés de 1¼% sobre Libor.

Para suscribir los compromisos e iniciar los trámites de autorización tendrían 10 días hábiles; para absorber el banco 25 días hábiles y para determinar la cartera a transferir 50 días hábiles. Con estas bases el Banco Exterior Uruguay S.A., dependiente del Banco Exterior de Madrid, adquiriría los activos y pasivos del BANFED en octubre de 1982. Anteriormente al establecimiento de esos criterios, contra entregas de Bonos del Tesoro, se habían adquirido las carteras del Banco Panamericano Uruguayo, por parte de Centrobanco de Madrid y del Banco del Litoral Asociados, por el Banco de Santander Uruguay S.A. Las carteras compradas se dieron en administración al BROU. Este tipo de operaciones implicaron la adquisición por el BCU de USD 4.132 millones de carteras problemáticas, de las cuales un 65% eran créditos en moneda extranjera y el resto en moneda nacional. Los bonos emitidos para el pago cifraron USD 280.8 millones, ya que el BCU canceló la asistencia financiera brindada hasta entonces a esos bancos y aceptó parte del pago en valores públicos.

Ya en 1983, el NM Bank adquirió al Bafisud y, el Banco de Italia, la Casa Bancaria Pemar. El 21 de octubre de 1982, bajo el apremio de la situación de las reservas internacionales del BCU, se trató en el Directorio, una operativa diferente a la de compra de cartera contra Bonos, que fue promovida por el Citibank N.A. y que consistía en un préstamo para la compra de cartera más fondos frescos que servirían para mejorar las reservas internacionales del BCU.

El Poder Ejecutivo estuvo rápidamente de acuerdo con dicha propuesta, en buena medida porque le significaba una recomposición de las reservas internacionales que permitiera sobrellevar la situación internacional, considerada como transitoria y no permanente, y estimó conveniente que la misma operativa fuera extendida al resto de la banca.

Al igual que se hizo en el caso de la compra de cartera contra Bonos, el BCU decidió establecer las pautas básicas que instrumentarían este tipo de operaciones, lo que se resolvió el 22 de octubre de 1982.

Se establecieron dos modalidades: compra de cartera garantizada solidariamente por la institución bancaria vendedora y compra de cartera no garantizada solidariamente por la institución bancaria vendedora, en este caso, previa calificación de la calidad por la inspección del BCU.

El monto del préstamo a otorgar al BCU sería función del porcentaje de cartera garantizada según una escala que las pautas establecían. El préstamo se documentaría mediante *promissory notes* en dólares, a 7 años plazo, con 3 semestres de gracia, a una tasa de Libor más 1½%, amortizables en 11 cuotas semestrales vencidas consecutivas.

Al amparo de esta reglamentación los bancos internacionales, que habían otorgado créditos alegremente, zafaron de hacer pérdidas considerables en base a su capacidad de conseguir fondos frescos de sus casas matrices. Pero además sabían que tenían tiempo para negociar con un BCU que rápidamente iba a estar cianótico de divisas. Y que, en esas circunstancias la capacidad de presionar era elevada y lograron que las bases establecidas por el BCU fueran dejadas de lado en cuanto a la revisión de la cartera comprada y su capacidad de ser rechazada por el BCU.

Es cierto también que el BCU no tenía un equipo suficientemente grande como para evaluar rápidamente el número de créditos implicado.

Varios otros bancos de plaza realizaron la misma operación de compra de cartera contra préstamos, pero por cantidades muy limitadas, dada su relativa incapacidad de conseguir fondos para prestarle al BCU y su bajo poder de negociación.

Las operaciones de compra de carteras por este segundo sistema alcanzaron a USD 215 millones, de los cuales 74% eran créditos en moneda extranjera y el resto en moneda nacional. De ese total, el 55% correspondió al Citibank y al Bank of América. Como contrapartida el BCU recibió USD 540.4 millones, que en buena parte debieron aplicarse a la cancelación de créditos recibidos con anterioridad y a la compra de la cartera.

De esa manera, el pasivo en moneda extranjera del BCU aumentó sustancialmente, comprometiendo las posibilidades de manejo de la política monetaria por el resto del decenio.

Las carteras compradas, en este caso, quedaron en poder de los bancos respectivos para su administración transitoria por cuenta del BCU, y, para regular la situación, el 11 de agosto de 1983, el Directorio aprobó una serie de instrucciones con el objetivo de lograr la cobranza y/o afianzamiento de los créditos.

Allí se estipularon las actuaciones a realizar con los documentos a vencer, no concesión de renovaciones, el tratamiento de los documentos vencidos, de las garantías, de los documentos de terceros descontados, de la devolución de garantías, y la obligación de informar mensualmente la situación de las colocaciones vencidas.

Asimismo, se estableció, que los deudores de más de USD 1 millón, debían presentar información acerca del estado de situación y resultados, flujo de caja, informe de viabilidad, refrendados por una auditoría externa aceptada por el BCU.

Un segundo frente de reacción del BCU fue la consideración de la deuda externa. Como se mencionó, las reservas internacionales venían cayendo y no iba a ser posible a corto plazo pagar el servicio de la deuda. El prerrequisito para intentar una refinanciación de la deuda externa era tener un acuerdo con el FMI, para lo cual era necesario aprobar una carta de intención que señalara las políticas que el gobierno se proponía llevar a cabo para reencausar la economía y asegurar el pago de las deudas.

El 1º de febrero de 1983, el Directorio del BCU aprobó la carta de intención a firmar con el FMI. Las negociaciones con los acreedores eran bilaterales, de modo que el tratamiento de los diferentes países podía resultar heterogéneo, dependiendo de factores como el tamaño de la deuda, el nivel del ajuste acordado con el FMI, el tiempo requerido para un ajuste que permitiera un flujo de fondos aceptable para los bancos, etc.

Un tercer frente de actuación del Directorio del BCU presidido por Puppo, para lidiar con la situación que se encontró cuando asumió, fue la mejora de la regulación prudencial y de la supervisión. Esta acción es casi siempre el corolario de una crisis bancaria.

La crisis había demostrado que los bancos no son buenos administradores de los activos financieros de terceros en cualesquiera circunstancias. Están sujetos a los efectos de los cambios en la política económica, de las reglamentaciones de los bancos centrales, a los cambios en el entorno externo, a su propia codicia, etc. y trabajan con promesas para las que no hay un camino objetivo para saber si tendrán cumplimiento, bajo condiciones de información asimétrica y *moral hazard*. Es pues necesario que estén regulados pues hay un elevado grado de externalidades asociado a su gestión.

A fines de los años setenta, se había desregulado casi completamente el funcionamiento del sistema, lo que facilitó el nivel alcanzado por la crisis. Se desregularon los requisitos para el ingreso al sistema, que es importante para la solvencia moral; se amplió exageradamente el *leverage* admitido; se eliminaron los topes por firma, los encajes, etc., todo lo cual facilitó la crisis del sistema.

Un primer paso en la recuperación de la regulación fue el Decreto Ley 15.322 de 17 de setiembre de 1982, (Ley de Intermediación Financiera) que unificó y actualizó las numerosas disposiciones relativas a las instituciones financieras y su funcionamiento. Algunos de los aspectos tratados en este Decreto Ley referían a: i) definir la actividad financiera y las empresas autorizadas a hacer esa actividad dentro de la reglamentación que establezca el Poder Ejecutivo con asesoramiento del BCU; ii) establecer las condiciones para autorizarlas a funcionar y cuantas podrían ser autorizadas cada año; iii) definir y reglamentar la responsabilidad patrimonial mínima y su integración, la capacidad del BCU de dictar normas para la ejecución y presentación de los estados financieros y la obligación de informar; iv) controlar su actividad por el BCU y las más amplias facultades de supervisión; v) la capacidad de establecer encajes, regular la forma de captar recursos y todos los aspectos que permiten mantener la liquidez y la solvencia; vi) establecer la necesidad de constituirse como sociedades anónimas; vii) establecer prohibiciones para determinadas operativas y la capacidad sancionatoria tanto para las instituciones como a sus autoridades (salvo para los bancos estatales que tenían el mismo rango constitucional que el BCU); viii) establecer una red de seguridad para casos de crisis y mecanismos de resolución de éstas. En uso de esas facultades el BCU comenzó a restablecer la regulación prudencial de la actividad financiera.

El 27 de diciembre de 1982 se restablecieron los encajes a los pasivos bancarios en moneda nacional en 5% y pocos días después se elevan a 10% y a comienzos de marzo a 13% y ya en diciembre de 1983 a 14%. Se especificaron los contenidos mínimos que deberán tener las carpetas de clientes, se unificaron las fechas de cierre de balance para todas las entidades financieras, en coincidencia con el año civil, se establecieron normas de valuación de las cuentas en moneda extranjera, se elevaron la tasa para la asistencia financiera en moneda nacional. En marzo se volvieron a elevar los encajes. Puede pensarse que lo reglamentado era insuficiente ya que no se contemplaban muchos de los riesgos bancarios, pero seguramente la situación de la banca limitaba fuertemente las posibilidades de una regulación más rigurosa.

El Directorio del BCU continuó en este período apoyando la capacitación de su funcionariado por la prolongación de los mecanismos ya existentes, tales como la compra de las principales publicaciones económicas periódicas, la realización de cursos internos de capacitación del personal y el programa de becas para estudios de postgrado en el exterior.

A mediados de 1983 se llevó a cabo el “Diálogo del Parque Hotel” para discutir la reforma constitucional. Los partidos políticos pensaron que la crisis económica que se estaba viviendo, la desestabilización de la dictadura argentina luego de la Guerra de las Malvinas y consiguiente llamado a elecciones y el largo proceso de apertura en Brasil, generaban condiciones para un retiro ordenado de las Fuerzas Armadas. Pero la sorpresa fue que el portavoz militar, el General Julio Rapela, insistió de entrada en reclamar las mismas medidas constitucionales rechazadas en el plebiscito. Las conversaciones duraron dos meses sin avances y fueron canceladas. En respuesta, los

partidos políticos convocaron en noviembre a un acto al pie del Obelisco de los Constituyentes, que generó una respuesta masiva, en el que el estrado juntaba a representantes de los partidos tradicionales con representantes de la izquierda y de movimientos sociales y gremiales.

El final del año 1983 fue a toda orquesta, con la movilización de gremios y partidos, la convocatoria al paro general del 18 de enero, la proclamación de la fórmula Wilson Ferreira Aldunate – Carlos Julio Pereira, el efecto de la clausura de la Radio Nacional y la asunción de Raúl Alfonsín en Argentina, entre otros hechos. Entonces la Junta de Comandantes tomo a su cargo las negociaciones, primero con el General Aranco como principal y luego con el General Medina, cuando aquel cesó. Esas negociaciones dieron lugar, en agosto de 1984, a lo que Ferreira Aldunate llamó el “Pacto del Club Naval”. Las elecciones se llevarían a cabo en noviembre de 1984. Esas darían el triunfo al Partido Colorado.

## 6

En febrero de 1984 se produce el retiro de Puppo de la Presidencia del BCU, que ya había solicitado mucho antes dejar el cargo, y de los restantes directores, dando lugar al ingreso de Juan Carlos Protasi, como Presidente y el Coronel Daniel Legnani como Vicepresidente. Protasi había sido Director Nacional de Estadísticas y Censos y docente de Estadísticas en la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. Alejandro Vegh Villegas fue el que le ofreció el cargo.

Para entonces los problemas que había enfrentado el Directorio anterior estaban lejos de una solución. El despeje de la situación de endeudamiento interno se estaba dando con lentitud y la performance del PIB en el año 1983 con un descenso de 9.5% no ayudaba. La deuda impaga generaba problemas para la competencia empresarial entre las que pagaban las deudas a los bancos y las que tenían costos inferiores por no tener cargos financieros.

Si bien la Deuda Externa había sido refinanciada hasta el advenimiento de la democracia, el peso de sus intereses afectaba el resultado fiscal y había que lograr llegar hasta el cambio de gobierno con reservas internacionales netas positivas, en un contexto de mercado de capitales internacionales cerrado. Como en la refinanciación de las deudas el BCU pasó a ser también garante de las deudas del sector público descentralizado, se presentó un proyecto de ley para que esas instituciones, antes de iniciar la gestión de créditos, debieran responder a proyectos incluidos en el Plan de Inversiones, dando previa información a SEPLACODI y con asesoramiento del BCU en la formalización de los contratos. La situación de los bancos seguía siendo complicada, al menos por el lado de los bancos nacionales que no habían podido vender su cartera morosa.

Si bien el período que le tocaba regir la política monetaria, cambiaria, crediticia y bancaria al nuevo Directorio era corto, no más de un año, la incertidumbre acerca del resultado electoral iba a ir generando conductas precautorias que podían afectar sustancialmente las reservas internacionales netas. Estas fueron algunas de las razones que llevaron a que la nueva administración enfocara su accionar a, por un lado, acelerar el despeje del tema del endeudamiento interno y, por otro, a tratar de asegurar poder llegar a las elecciones de fines de noviembre con reservas internacionales disponibles.

Para las carteras adquiridas por el BCU, las pautas quedaron establecidas en la Resolución del Directorio de 9 de marzo de 1984. Allí se reglamentaba la situación de las cancelaciones con quitas, la política de estudios para las refinanciamientos (quienes tendrían derecho y en qué plazos, autorizaciones de remate, sustitución de garantías, etc.). Y luego se estableció un manual para dar un tratamiento uniforme. Para las carteras administradas por los bancos privados, siguiendo un proyecto del Subgerente General José Noguez, se decidió crear una unidad administrativa para la atención de las mismas, aprobado el 2 de abril con el nombre de Servicio de Recuperación de Activos y una localización fuera del BCU. A su vez, para las carteras mayores a USD 1 millón se estableció un régimen especial que entre otros aspectos exigía evaluación de la empresa por auditores independientes. Para activar el cobro de las carteras en poder del BCU, se establecieron el 27 de abril de 1984, los criterios para la determinación del valor actual de la deuda y bonificaciones de un 20% en los que adelantaran pagos determinados. También se establecieron directivas para las acciones ejecutivas de cobro. Y, para acelerar los tiempos de ejecución se elevó un anteproyecto de ley que evitara algunas de las formalidades que requiere el art. 566 del Código de Comercio.

La situación de los bancos privados dio lugar a diferentes acciones, pero siempre mirando lo que se entendía más conveniente para no provocar una alarma social. Se envió notas al banco UBUR, al Banco de Montevideo, al Banco de Italia y Río de la Plata, al Banco de Crédito y Banco Real del Uruguay, por la muy mala situación que reflejan distintos aspectos de sus estados contables y el análisis de la cartera, solicitándoles la adopción inmediata de medidas correctivas. Se otorgó asistencia financiera extraordinaria al Banco de Pan de Azúcar, a la vez que se exigía a su dueño, el Banco de Chile la integración de capital en efectivo por USD 3 millones y la integración de su Directorio con un miembro representante del Poder Ejecutivo. Se le permitió al Banco Comercial, liquidar productos financieros sobre Deudores en Plan de Abatimiento, con prohibición de distribución de utilidades. Asimismo, y para todas las empresas de intermediación financiera, se resolvió que el producto de la ejecución forzada de deudas, se informe en deudores en gestión hasta que se cobre efectivamente. También se resolvió iniciar la liquidación de Invest Bank SA Casa Bancaria y del Banco del Plata. Finalmente, se instruyeron sumarios para analizar la responsabilidad administrativa de los directores de Pemar Sudamericana Casa Bancaria y de Invest Banca SA Casa Bancaria.

Como se señaló, el otro aspecto que preocupaba al BCU era el nivel de las reservas internacionales, lo que requería tomar una serie de medidas precautorias, básicamente utilizando instrumentos de política monetaria, para tratar de evitar el agotamiento de las mismas. Así, por ejemplo, se le autorizó a enajenar o movilizar las reservas de oro de libre disponibilidad existentes en el exterior. Emitió a partir de junio de 1984, Letras a siete días en moneda nacional ajustables por el tipo de cambio.

En marzo de 1984 se fijó el encaje sobre depósitos en moneda extranjera en 5% más un adicional de 10% sobre el incremento de depósitos respecto a febrero de ese año y se incluyen además los créditos de cuentas de corresponsales, casa matriz y dependencias del exterior pendientes de confirmación de modo de evitar los llamados depósitos chequeados. Se estableció la obligación de depositar en el BCU al menos los 2/3 de dichos encajes. Se lleva la Tenencia Obligatoria de Valores Públicos a 5% y luego al 6%. Además se complementó con una tenencia obligatoria de documentos de adeudo en moneda nacional por operaciones de financiación de exportaciones vinculadas a

contratos de futuro del 8% de los depósitos totales, que más adelante es llevada al 11%. Se limitó la posición en moneda extranjera spot y a término y su incremento. Se reglamentó el tope de endeudamiento en función de la proporción del volumen operativo en moneda extranjera, haciéndolo más limitado a medida que aumenta la proporción de moneda extranjera en el total. Se estableció una Tenencia Obligatoria de Letras del Tesoro de la serie E por 6,5% de los depósitos totales a más de 30 días. Y una de Tenencia Obligatoria de Letras de Regulación Monetaria de 1% elevada a 2% 3 semanas después.

A medida que se acercaba el acto electoral los porcentajes de Tenencia obligatoria de determinados valores se fueron incrementando. Pero, como señalaba el Presidente del BCU, se trataba de incrementar la liquidez en moneda extranjera del BCU y a la vez mejorar la rentabilidad de las instituciones al ir sustituyendo un encaje no remunerado por una obligación rentable. Era una forma también de no presionar el tipo de cambio.

Por otra parte se dispuso un régimen muy oneroso de los incumplimientos a estas normas, de modo que la predisposición a cumplir sea muy alta. Dentro del mismo espíritu, el BCU acordó con el BROU el mantenimiento, en la cuenta corriente de este banco en aquel, de importantes saldos (alrededor de N\$ 2.000 millones), que, a partir del mes de julio de 1984 comenzarían a devengar un interés que ambos bancos acordaron y que quedaría en cuenta.

Todo este esquema para mantener un nivel de reservas internacionales adecuado debió luchar también con el reto del crédito al fisco y al BHU. Al tomar Protasi el cargo, el exceso de crédito respecto del tope legal del Gobierno Central era superior a los N\$ 11.000 millones. El exceso del crédito al BHU, superaba en abril de 1983 los N\$ 8.000 millones. Y eso se reflejó en una continua sangría de divisas de tal forma que el viernes previo a las elecciones quedaron poco más de USD 1 millón en los fondos de trabajo. Por suerte, el lunes siguiente se revirtió la tendencia y de ahí en más las reservas internacionales mejoraron.

En otro orden de cosas, una de las inquietudes del Presidente del BCU fue la creación de una oficina de información estadística. Era habitual que un conjunto de estudiantes, economistas, consultores, periodistas, empleados de distintos estudios y oficinas públicas, concurrieran al Departamento de Estadísticas del BCU para conseguir datos estadísticos para desarrollar sus actividades, lo que ocasionaba una importante distorsión en la ejecución de las tareas normales de las distintas secciones. La solución a eso sería centralizar la información en un local ad hoc atendido por un funcionario del Banco. Esa idea cristalizó en marzo de 1984 y requirió la preparación de un banco de datos, al frente del cual estuvo Lelis Breda, con los datos económicos que producía el banco.

En el tema de capacitación del personal, el Directorio del BCU aprobó en junio de 1984 la creación de un Fondo de Capacitación y Apoyo Docente para cubrir las necesidades del mejoramiento del nivel técnico del Banco. Dicho Fondo se inició con un capital de USD 160.000 y N\$ 1.100.000. Los dólares deberían aplicarse en un 60% a cubrir estudios en el exterior en universidades u organismos internacionales, un 30% en apoyo docente o de investigación de organismos oficiales, como la UDELAR, y el 10% restante para la realización de seminarios, conferencias, mesas redondas o similares que organice el

BCU. La partida en moneda nacional sería para la continuación de los cursos internos de capacitación.

Por otro lado, en junio de 1984, a efectos de reorganizar la actividad del Departamento de Investigaciones Económicas, se solicitó al FMI la asistencia por un año de un experto. El FMI propuso un par de nombres, siendo aceptado Ricardo López Murphy, que luego trabajó durante unos cuatro años en el BCU, principalmente apoyando a dicho Departamento, pero también asesorando a la Presidencia del BCU. López Murphy tenía un Master de la Universidad de Chicago y era en Buenos Aires investigador en el FIEL.

Poco antes, en marzo de 1984 el Presidente decidió separar el Departamento de Investigaciones Económicas del de Estadísticas Económicas. El fundamento era que las estadísticas absorbían la casi totalidad del personal de ambos departamentos, por lo que las tareas de investigación eran residuales.

El problema era de vieja data. El Departamento de Investigaciones Económicas tenía la responsabilidad de realizar todas las estadísticas que servían de base al programa monetario acordado con el FMI y esa era una información que no podía faltar ni salir fuera de los plazos convenidos. La rotación del personal de dicho departamento era elevada porque el BCU no tenía remuneraciones atractivas para personal calificado, dado además su horario rígido.

El Departamento de Investigaciones Económicas se formó con funcionarios que habían entrado al BROU luego de dar un concurso para administrativos, como eran las necesidades de ese banco para cumplir tareas bancarias. No tenía economistas. En verdad el título de Licenciado en Economía es creado recién en el Plan 1966 de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración (FCEA), o sea que no hubo economistas hasta entrados los años setenta. Desde el Plan 54 existía una posibilidad de orientación económica (4 materias) para los contadores públicos, pero tampoco había un mercado demandante de esta especialidad.

En el año 1970, las autoridades del Departamento de Investigaciones Económicas, Juan Yermán y Ariel Banda, propiciaron la realización de concursos para contadores y economistas separados de los concursos para administrativos (con tribunales a cargo de funcionarios docentes de FCEA). De esa manera se contemplarían las necesidades propias del Departamento, propuesta a la que se agregaría luego Enrique Goberna del Departamento encargado del Contralor del Sistema Financiero.

Ahí empezó a profesionalizarse el Departamento de Investigaciones Económicas, pero el nivel de las remuneraciones (el BCU debía alinearse con el resto de la banca oficial), a pesar de la existencia de una remuneración adicional por estudios, seguía siendo no muy atractivo. Además, la rigidez del horario limitaba el pluriempleo, común en esa etapa del banco, lo que determinaba que algunos de los que ingresaban gestionaran luego un pase en comisión para otras oficinas públicas. Y en esas condiciones la rotación era elevada, lo que requería además tiempo para entrenar a los que ingresaban. Como las estadísticas del programa no podían faltar ni salir con rezago, se asignaba con prioridad el funcionariado a las tareas vinculadas a ellas. La división en dos departamentos no podía solucionar esos problemas. Con el tiempo, otras medidas serían necesarias.



## CAPÍTULO 4: 1985-1989

En este capítulo se analiza la actuación del BCU en el período de apertura democrática que se dio a partir de 1985. Comprende la primera Presidencia de Ricardo Pascale en el BCU. El texto, se divide en tres partes. La primera es una breve introducción. La segunda está dedicada a analizar los tres grandes problemas que debió enfrentar el Banco Central en el período. Finalmente, la última se concentra en las realizaciones en el campo de la organización interna y la capacitación de los funcionarios.

### 1

El Gobierno democrático que inició el 1º de marzo de 1985, enfrentó problemas prácticamente en todos los campos, pero los más importantes en el área económica eran el endeudamiento externo, el endeudamiento interno, el nivel de actividad y empleo y la situación del sistema financiero. En buena medida son problemas interdependientes, razón por la cual la estrategia que siguió el equipo económico fue considerarlos todos a la vez. Y todos atañían, en mayor o menor medida, al Banco Central de Uruguay.

Coincidentemente se dieron algunas circunstancias que hicieron posible, aunque no sin sacrificios y con un manejo muy profesional, ir quitando las restricciones con que el País se enfrentaba. El equipo económico que se hizo cargo de la situación parecía estar muy bien preparado para enfrentar los desafíos heredados. Su perfil combinó aspectos técnicos y políticos. Entre ellos se destacan los nombres de Ricardo Pascale, Ariel Davrieux, Federico Slinger y Ricardo Zerbino. Todos ellos combinaban conocimiento del funcionamiento de la economía en general y del sector privado, contaban con muy buen relacionamiento con los sectores políticos y gozaban de buena reputación entre los agentes privados.

El nuevo gobierno de transición democrática formó un equipo compacto, donde las ideas se discutían internamente hasta llegar a un acuerdo sobre la forma de actuar y a partir de allí la responsabilidad caía en quien manejara el campo donde operaba la solución. La búsqueda de consensos no se quedaba luego dentro del equipo sino que se derramaba hacia los distintos actores sociales. Todos estaban imbuidos de la necesidad de operar así para no poner en riesgo la incipiente democracia y para lentamente ir generando credibilidad en los agentes y grupos de la sociedad civil.

Más aún, la única restricción impuesta por los líderes de los partidos políticos fue que no debilitaran la democracia naciente y esa fue una restricción muy limitante en las condiciones en que se encontraba la economía uruguaya en 1985. En el Ministerio de Economía fue nominado Ricardo Zerbino, en la Oficina de Planeamiento y Presupuesto Ariel Davrieux, en el Banco Central Ricardo Pascale y en el Banco República Federico Slinger.

En el Banco Central, Pascale tuvo, como Vicepresidente, a René Delgado (ya que Julio Grauert falleció días después de la nominación) y como Director a Héctor Del Campo y, sobre el final del mandato, José Claudio Williman, en sustitución de éste último. Los presidentes de los Bancos Oficiales, tomaron posesión de sus cargos luego de votadas las venias el 16 de abril de 1985.

El orden en que los problemas heredados por este primer gobierno democrático fueron encarados resultó, en buena medida, de las circunstancias. La deuda externa que había sido refinanciada en julio de 1983, comprendía los vencimientos de capital (no de intereses) de los años 1983 y 1984, por lo que era necesario ya iniciar las gestiones para una nueva refinanciación.

La estabilidad del sistema financiero era muy delicada, ya que los bancos que no habían podido desprenderse de su cartera de mala calidad, por no poder conseguir los préstamos externos que demandaba esa operación, estaban con un problema de liquidez y de solvencia irresoluble y era cuestión de tiempo, y poco tiempo, para que el problema se destapara con toda su potencia. Y en esta situación se encontraban los principales bancos privados, que conformaban aproximadamente un 40% de la suma de los depósitos y créditos del total del sistema bancario privado.

El problema del endeudamiento interno, estaba lejos de ser despejado y los esfuerzos realizados no habían tenido aun el éxito esperado.

El nivel del endeudamiento interno, la indefinición de los derechos de propiedad que implicaba y el *credit crunch* que lo acompañaba, afectaban la inversión, la producción y el empleo. Como manifestara el presidente del BROU en un reportaje en Crónicas Económicas del 21 de octubre de 1985, el sobreendeudamiento sólo podría ser absorbido en plazos razonables y en la medida en que el país creciera.

Por este motivo, la estrategia del gobierno apuntaba a conseguir préstamos de organismos internacionales de crédito para disminuir las consecuencias del *credit crunch*. Así, por ejemplo, en junio de 1985 se contrató un préstamo con el Banco Mundial para el sector agropecuario. En esas condiciones y teniendo en cuenta que el problema del endeudamiento había entrado en un callejón sin salida, el Gobierno decidió impulsar una nueva ley para la refinanciación de las deudas.

Como los bancos comenzaron a realizar ejecuciones, fundamentalmente en el sector rural, se promulgó la ley 15.741 de 10 de abril de 1985. Esta Ley estableció una primera suspensión, hasta el 15 de mayo de 1985, de las ejecuciones de créditos a los sectores agropecuario, industria y comercio, que no fueran originados en problemas laborales y que se hubieran contraído con posterioridad al 1º de julio de 1978, hasta tanto el Poder Ejecutivo y el BCU lograran establecer una solución de fondo para el problema del endeudamiento interno. Los bancos se opusieron a la suspensión de ejecuciones, pero sabían que una refinanciación obligatoria para ellos y voluntaria para los deudores era inevitable para resolver finalmente el problema. Esta era una solución legal inconveniente para el patrimonio de los bancos, en un clima en que se les reprochaba una conducta irresponsable y codiciosa en el período de auge económico y la transformación compulsiva de la moneda de los préstamos en los meses previos a la devaluación de noviembre de 1982.

La suspensión de ejecuciones debió tener varias prórrogas hasta que la Ley de Refinanciación estuvo pronta. Mientras tanto podían operarse acuerdos voluntarios dentro de los marcos ya establecidos.

La solución al problema del endeudamiento interno debería, además, estar configurada dentro de las orientaciones establecidas por la CONAPRO (Comisión Nacional

Programática) el 14 de octubre de 1984. En esencia, la CONAPRO se constituyó en un régimen de transición desde el régimen autoritario hasta la democracia pautado por una serie de acuerdos programáticos entre la oposición y los militares salientes. En ese documento se establecían los sectores prioritarios (agro e industrias de exportación que tuvieran un alto nivel de empleo), la necesidad de separar las empresas viables y las que no lo eran, la exclusión de los préstamos para vivienda, para consumo y a los no residentes y un tratamiento más benevolente para los deudores de menos de U\$ 20.000. El tratamiento de este último tipo de deudores (patrocinado por el BCU) se acordó con las autoridades del BROU, de la Asociación de Bancos y de la Cámara de Entidades Financieras en junio de 1985 y comenzó a materializarse de inmediato<sup>1</sup>.

La propuesta del Poder Ejecutivo y el BCU entró al Parlamento el 24 de mayo y con modificaciones salió finalmente el 4 de diciembre de 1985.

Junto con la refinanciación de deudas se aprobó también la Ley que creaba la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND), exigida por el Partido Nacional.

Los créditos refinanciados eran los contraídos antes del 30 de junio de 1983. La deuda se actualizaba al 15 de octubre de 1985, con las tasas de interés oportunamente publicadas por el BCU. Y no todos los deudores eran refinanciables: era necesario probar que tenían problemas de liquidez y de solvencia., lo que resultaba de ciertos coeficientes establecidos en la reglamentación, realizada en equipo por el BCU y el Ministerio de Economía. Y cuando esos coeficientes tenían valores extremos se negaba la financiación por inviabilidad.

La reglamentación estableció también los plazos, que iban entre 5 y 10 años según el ramo de actividad y el nivel de endeudamiento, con dos de gracia para el capital y en ciertos casos para parte de los intereses. El Presidente del BCU entendía que la función de recuperación de una cartera de difícil cobro constituía una especialización aún dentro de la propia banca comercial y que no era posible hacerla dentro del BCU<sup>2</sup>. Teniendo en cuenta la experiencia del pasaje de las carteras al BROU, se crea también la CAF (Comisión de Análisis Financiero) como organismo desconcentrado del BCU para aplicar lo establecido en la reglamentación, caso por caso.

La administración de las carteras adquiridas a la banca privada había quedado en manos de los propios bancos. El Banco República manifestó en enero de 1986 interés en administrarlas, ya que en muchos casos las carteras en poder de la banca privada eran de clientes del BROU. Por Resolución de 21 de enero de 1986, el Banco Central acordó el pase al BROU de esas carteras.

Como resultado, por la Ley 15.786 se refinanciaron más de cinco mil deudores. En ese total no cuentan los deudores de menos de USD 20.000 que, como ya se dijo, tuvieron un esquema diferente. La recuperación de carteras tuvo mejor ritmo cuando se aprobó, en julio de 1987, la posibilidad de pago *debt to debt* con deuda externa (que en el mercado estaba debajo del par) y de un régimen de quitas, en diciembre de 1988.

Ya en diciembre de 1989, el BCU y el BROU acordaron, que la cartera del BCU que estaba administrando el BROU, fuera adquirida por éste en USD 81 millones (que era la deuda que mantenía en BCU con el BROU por “coberturas pendientes por seguros de cambio”),

---

<sup>1</sup> Acta 1478 del Directorio del BCU de fecha 21/6/85.

<sup>2</sup> Acta 1505 del Directorio del BCU de fecha 6/11/85.

cifra que luego de transcurridos siete años se liquidaría en función del resultado de cobro de dichas carteras. El Servicio de Recuperación de Activos fue finalmente suprimido en febrero de 1990.

Como se esperaba la salida del problema del endeudamiento interno fue larga y costosa, como en todos los casos en que participan varios componentes y ninguno quiere que el ajuste lo perjudique. Teniendo en cuenta que se vulneraban derechos de propiedad y se renegociaban contratos ya firmados, puede verse como muy exitosa.

---

El problema de la situación del sistema bancario demandó también una atención preponderante por parte del equipo económico y una gran creatividad.

Sobre fines de los años setenta, la regulación prudencial de los bancos había sido desmantelada en aras de objetivos de inflación y de mercados de competencia perfecta. A mediados de los ochenta, hubo que empezar a tejer nuevamente la regulación prudencial, pero ahora además incorporando las innovaciones que los acuerdos de Basilea estaban propugnando. Esta tarea debió realizarse a la vez que se atendían las emergencias institucionales por el efecto del endeudamiento interno sobre las carteras de créditos bancarias.

El primer golpe, no obstante, fue sorpresivo, porque no fue una derivación de la situación preexistente de los componentes del sistema financiero en situación comprometida, de los cuales el BCU tenía una lista confeccionada por el Departamento de Contralor del Sistema Financiero.

El 10 de mayo de 1985, pocos días después de que las autoridades del BCU tomaran posesión de sus cargos, el Banco Central de la República Argentina dispuso el cierre del Banco de Italia y Río de la Plata (BIRP), atento a los problemas de liquidez y solvencia verificados en esta institución bancaria. Su sucursal en Uruguay iba a sentir rápidamente los efectos, seguramente con un retiro masivo de los depósitos. El Presidente del Banco Central de la República Argentina, Alfredo Concepción le comunicó telefónicamente a Pascale, la decisión y le manifestó que no iba a poder dar ningún apoyo financiero a la entidad radicada en Uruguay. El Directorio del BCU constituyó un grupo de trabajo con Luis Rodríguez Ituño, Ariel Banda y Enrique Goberna para informar sobre la situación del sistema financiero y entonces, el 12 de mayo de 1985 (acta N° 1470) aquel resolvió la intervención preventiva con sustitución de autoridades, designando como interventor a Elbio Puricelli. Pero, además, y ya que el banco iba a continuar operando, se decidió que los ahorristas, que iban a recuperar sus depósitos, capitalizaran una parte de éstos y se reescalonaran los retiros.

La solución fue muy compleja porque se requería que el acuerdo fuera firmado por cada ahorrista y la amplia mayoría de éstos residían en Argentina. La idea era, una vez saneado, venderlo a un banco extranjero, pero inicialmente, el que adquirió la mayoría del paquete accionario fue el BROU, que estaba legalmente facultado para hacerlo por la Ley de Emergencia de 8 de setiembre de 1967. El banco quedó igualmente en la esfera privada con el directorio que nombró el BROU. No fue posible encontrar compradores en las circunstancias en que estaba el mercado financiero uruguayo y, menos de un año después, fue absorbido por el Banco de Pan de Azúcar.

Justamente, el Banco de Pan de Azúcar (BPA) fue el próximo problema que debió enfrentar el BCU, ya en julio de 1985. A fines de enero de 1984 el Banco Central de Chile había intervenido al Banco de Chile a la sazón propietario del 99,98% del capital del BPA. Este último se había desarrollado en base al dinamismo y agresividad, en el plano local, de su prestigiosa plantilla gerencial. Pero al no contar con recursos externos para vender sus carteras morosas, entró en problemas, que se agravaron cuando se suspendieron las ejecuciones.

Se hicieron contactos con el Banco Central de Chile, en una misión del Gerente General Jorge Sambarino y del componente de la mesa de abogados del BCU, Tomás Brause, para conocer con qué respaldo podía contar el Banco de Pan de Azúcar y la respuesta fue muy negativa. Quedaba abierta no obstante la posibilidad de que entregaran el paquete accionario del BPA. Lo obtuvieron por USD 100 pudiendo entonces entregarlo al BROU para que, utilizando el art. 33 de la ley de 8 de setiembre de 1967, y con 4 votos conformes, se decidiera la compra. Luego, nombrando un directorio que representara a su nuevo dueño, siguió en el sector privado buscando su posterior venta a un banco del exterior. El BROU compró el BPA el 5 de julio de 1985 y nombró el nuevo Directorio el 29 de agosto de 1985.

El anuncio de la compra por parte del BROU hizo que se recuperara la confianza de los depositantes y que no sólo parara la pérdida de depósitos, que en menos de dos meses había significado USD 28 millones, sino una recuperación de USD 7,3 millones en menos de un mes.

El Presidente del Banco Central, Ricardo Pascale exigía venderlo a un banco de primer nivel, lo que prácticamente excluía a los bancos regionales que, en principio, podían ser los únicos interesados en las circunstancias que pasaba el sistema financiero uruguayo. Los acontecimientos posteriores demostraron que le asistía mucha razón al presidente del BCU.

Una de las tareas que se asignó de inmediato al BPA, fue la de la administración de las carteras adquiridas a distintas instituciones financieras privadas, bajo responsabilidad del BROU.

Ya sobre fines de 1985, el Banco del Comercio e Industria de San Pablo, por entonces el tercero en importancia del Brasil, quebró, y eso afectaba a la Casa Bancaria River Trade de Montevideo, de la cual era propietario. Pero esta institución pudo pagar con sus activos los pasivos que tenía y no constituyó un problema para el BCU, ya que hizo una liquidación ordenada.

El Banco Comercial (BC) era, en volumen de negocios, el principal banco privado del Uruguay y el decano de la banca nacional. Por esas razones mucho se temían las repercusiones de una intervención (dado que estaba en la categoría de too big to fail). En ocasión de los salvatajes de bancos de 1982-1983, sólo había podido vender al BCU poco más de USD 6 millones de cartera de mala calidad<sup>3</sup>. Tratando de darle tiempo para paliar su situación, el BCU le dio ciertas excepciones a algunas normas regulatorias (liquidar el 100% de los productos financieros devengados por las colocaciones morosas y eximirlo del tope de inmovilizaciones de gestión).

---

<sup>3</sup> Banda. A (1990); *Regulación bancaria, crisis financiera y políticas consecuentes: el caso uruguayo*; CEPAL; Grupo Editor Latinoamericano.

Al 30 de junio de 1986, de los datos contables recabados por Contralor del Sistema Financiero, surgía que tenía una liquidez satisfactoria; una cartera de créditos de mala calidad (sólo un 55% rentable y un 33% con nulas o escasa capacidad de recupero) y pérdidas mensuales del orden de USD 3 millones. En estas condiciones no era dable pensar que los accionistas estuvieran dispuestos a nuevos aportes de capital. Y no era admisible que mediante artificios contables pudiera seguir informando patrimonio positivo. La presunción era de una quiebra a un plazo inestimable pero cercano.

Además, el BC argumentaba que sus dificultades derivaban del inadecuado manejo macroeconómico del gobierno en los últimos años, en particular la tablita, las refinanciaciones, la suspensión de ejecuciones, etc., por lo que cabía intuir, una demanda contra el Estado, como en el caso del Banco Mercantil del Río de la Plata que quebrara en 1971.

El Banco Mercantil, había sido intervenido por el BCU y poco después inició una demanda contra el Estado argumentando que estaba en una posición solvente cuando el BCU decidió intervenirlo y eso fue lo que provocó su ruina. El juicio duró casi veinte años. Por esa razón, al Directorio de BCU, le pareció apropiado poner a cargo de las autoridades del BC, la demostración de la solvencia y exigió, además, para esa demostración, que contrataran un informe de un auditor externo de primer nivel.

El informe fue negativo, el BC había perdido el triple de su responsabilidad patrimonial y el BCU se aprestó a tomar las medidas que fueran necesarias, respetando cuidadosamente toda la normativa jurídica y tratando de evitar una situación como la señalada del Banco Mercantil del Río de la Plata. Los pasos a dar fueron cuidadosamente planeados, principalmente por Carlos Maggi, en lo que dio en llamarse el “Guión”<sup>4</sup>.

La idea era, como en los casos anteriores (BIRP y BPA), venderlo al BROU, para posteriormente reprivatizarlo vendiéndolo a un banco extranjero de primera línea. Pero siendo un banco tan grande empezaban a operar ciertas restricciones relativas al capital autorizado, a la cuota parte que podía tener cada accionista, etc., restricciones que sólo podían salvarse con una modificación de los estatutos del BC.

Usando sus potestades, el BCU requirió que los accionistas del BC recompusieran su capital y, como decidieron no hacerlo, se exigió, por instrucción particular de fecha 16 de febrero de 1987, la reforma de estatutos necesaria para que el BROU pudiera entrar como accionista del banco. El BC reformó entonces sus estatutos y ofreció primero a sus accionistas la integración del capital aumentado. Como estos resolvieron no integrar capital alguno, lo hizo el BROU, que quedó así con la mayoría del capital, el 25 de marzo de 1987.

El BCU justificó esta actuación diciendo que con la misma se aseguraba la confianza en el sistema financiero, el mantenimiento de las fuerzas de trabajo, el interés de los ahorristas y la defensa de los institutos de seguridad social. El paso siguiente sería nombrar un nuevo directorio para el Banco y por tanto mantenerlo en la órbita privada hasta que pudiera venderse recuperando así la suma invertida.

---

<sup>4</sup> Pascale R. (2012); *Economía y Confianza. Cómo se evitó el derrumbe (1985-1989)*; Ed. Fin de Siglo.

En este proceso, el Ministro de Economía, Ricardo Zerbino y el Presidente del BCU, Ricardo Pascale, realizaron una misión a Europa (Londres, Amsterdam, Hamburgo, Frankfurt) para ofrecer el BC, sin un éxito inmediato.

Paralelamente, se planteaba una situación similar con el tercer banco grande que había sido analizado como muy problemático en la CONAPRO, el Banco La Caja Obrera.

Si bien el Banco no tenía problemas de liquidez, ni en moneda nacional ni en moneda extranjera, los problemas de solvencia, resultantes de la calidad de su cartera de préstamos, iban en aumento.

Ya en un informe de 15 de junio de 1985, el BCU había alertado al Ministro de Economía y al Director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto, de esta situación. Poco después, el 17 de julio de 1985, se citó al Presidente del Banco La Caja Obrera (BCO), Alberto Fernández Goyechea y a su Gerente General José Cavezas, para imponerles de la situación y requerirles una capitalización, así como solicitarles una valuación realista de la cartera y la contratación de una auditoría externa para el mismo fin. Para los servicios del BCU, el BCO ya había pedido largamente su patrimonio. En igual sentido se pronunciaron el informe del propio banco y el de la auditoría.

Para paliar los problemas de rentabilidad, el BCO comenzó a comprar Promissory Notes de Uruguay. Era evidente que esa operativa, si bien mejoraba la rentabilidad, generaría a corto plazo problemas de liquidez y no resolvía el problema de fondo de la falta de solvencia. Poco después esta situación se filtró a la prensa y empezó una corrida, que pasó a afectar el otro pilar, la liquidez. Se planteó la posibilidad de operar como en los casos anteriores, pero en este caso no estaban los cuatro votos conformes. Como señalan Chagas y Trullen<sup>5</sup> el Partido Nacional manifestó que no podía acompañar esa solución aduciendo que cada vez que se planteaba un tema de ese tipo, perdían tres diputados.

Felizmente se hizo la luz, ya que analizando la casuística en otras economías, encontraron que para hacer una fusión no se requerían cuatro votos conformes sino tres y por tanto el BCO se fusionó con el BPA, el 29 de junio de 1987.

El retiro de depósitos fue muy fuerte y, por tanto, para evitar que se llegara a una situación de incapacidad de hacer frente a los retiros, en tanto no salía en la prensa la solución alcanzada, el BCU debió votar una asistencia financiera extraordinaria de cinco mil millones de nuevos pesos. De todos modos había incertidumbre respecto a lo que pasaría el lunes cuando reabriera el BCO.<sup>6</sup>

El 20 de agosto de 1988, el Presidente del BCU se trasladó a España, junto con el Presidente y el Vicepresidente del BROU, para intentar vender el BPA al Banco Árabe Español (Aresbank) integrante del grupo Arlabank. Con dicho banco se había llegado a

---

<sup>5</sup> Chagas J. y Trullen G. (2009); *Banco La Caja Obrera: una historia (1905-2001)*; Editorial Perro Andaluz.

<sup>6</sup> Cuenta Pascale, que le propuso a Slinger, ir un poco antes de la hora de apertura del Banco y comentar con los que estuvieran en la cola, seguramente para retirar depósitos, sobre la solución alcanzada. Al Slinger le pareció muy buena la idea y redobló la apuesta y sugirió ir a almorzar al restaurante El Aguila siempre concurrido por políticos, banqueros y empresarios y comer plácidamente como si todo estuviera arreglado. Entretanto, dado que entonces no había celulares, cada pocos minutos un mozo les arrimaba, simulando servir el agua o darles una servilleta, un mensaje que decía qué estaba pasando en el BCO. (Pascale, 2012)

un principio de acuerdo, con compromiso firmado, donde Arlabank hacía un aporte de USD 10 millones; no se compraría cartera y se le daría un tratamiento preferencial en cuanto a los encajes en moneda extranjera. El Arlabank volvió a ser noticia también cuando, a fines de 1988, el BCU se enteró que dicho banco estaba tratando de comprar en Uruguay la sucursal del Lloyds Bank Ltd., estando las tratativas bastante avanzadas a espaldas del BCU.

Días después se presentó en el BCU M. Atkinson, Gerente General para el cono sur del Lloyds Bank, manifestando su molestia con la indiscreción del Arlabank, pero haciendo saber, a la vez, que era su intención retirarse de la plaza uruguaya. Por nota de 27 de enero de 1989, Atkinson confirmaba la decisión del Lloyds de dejar de operar en Uruguay en dicho año. Señaló que se habían hecho contactos con más de 40 bancos internacionales no encontrando quien deseara invertir en Uruguay. El BCU le hizo saber que no aprobaría la venta al Arlabank.

Después de algunos meses de calma, en abril de 1987, el BCU debió intervenir la Casa Bancaria Hispano Americana, en función de su falta de responsabilidad patrimonial mínima, hecho que no conmocionó a la plaza financiera por la dimensión de esta empresa.

Pero, poco después, en setiembre de 1987, se presentó otro caso paradigmático: el del UBUR. Este banco había caído en poder del Banesto (Banco Español de Crédito) por una transacción con otra institución española que era propietaria del UBUR. Pero los compradores no tenían interés en una inversión de ese tipo en Uruguay y lo habían vendido a inversores de otro oficio, pese a que habían comprometido con el BCU que no harían ninguna transferencia del capital del UBUR sin dar previo conocimiento al BCU. Y el BCU le había comunicado al Banesto las condiciones que habría de exigir para aprobar cualquier transferencia del Banco UBUR a otra institución financiera: i) clara identificación de los accionistas evitando formas societarias; ii) plan de capitalización; iii) líneas de defensa para eventuales problemas; iv) participación de un banco de primera línea asociado a la inversión en forma significativa.

La comunicación que recibió el BCU, dejaba constancia que el comprador era una sociedad panameña; que el grupo inversor brasileño había comprometido un aporte inmediato de USD 3 millones y antes de fin de mes, USD 2 millones adicionales; que no conocían si había una línea de defensa y que no se había concretado aún ninguna operación con otro banco de primera línea.

La única solución era urgir la modificación del estatuto del UBUR, deshacer esa venta y requerir que luego la hiciera con algún banco aceptable para el BCU. A ese fin se trasladaron a España el Presidente del BCU, Ricardo Pascale, el Gerente General, Jorge Sambarino y Luis Rodríguez Ituño, abogado y consultor del Banco. A pesar de las dificultades que entrañaba, la presión sobre el Banco de España y el apoyo de su Presidente Mariano Rubio, fue fundamental para salvar este escollo. Luego de desalentadoras, arduas y prolongadas negociaciones, se logró deshacer la venta. Se logró también que las acciones quedaran depositadas en el BCU y que el Banco Español de Crédito se comprometiera a integrar capital por hasta USD 3 millones.

Por supuesto, el Banesto requería del BCU que se le redujeran los encajes mínimos; que los desembolsos se hicieran en *promissory notes*; que se dejaran sin efecto las sanciones que pesaban sobre el banco por incumplimiento de regulaciones; que se autorizara la

creación de un activo nominal no mayor de USD 15 millones con las carteras malas, activo nominal a amortizar en diez años en cuotas crecientes empezando por un 2% y terminando en un 18%; que se autorizara que la inversión en la Sucursal Río de Janeiro se admitiera como patrimonio; que el BCU se comprometiera a encontrar un comprador para el banco dentro de un máximo de dos años y que de no conseguirlo el Banco Español de Crédito podría retirarse de la gestión. El tema quedó pendiente mientras que se intentaba mejorar las condiciones ya que las planteadas eran inaceptables.

Los bancos comprados por el BROU, se denominaron “Bancos Gestionados” y su venta no era fácil en las circunstancias en que estaba la plaza financiera uruguaya. De modo que la solución adoptada permitió evitar un crack financiero que afectara gravemente la naciente democracia uruguaya, pero no significó el fin de los problemas, sino la postergación de los mismos si no se lograba la salida planeada y un costo importante mientras eso no sucediera. El Banco Mundial estimó esos costos en algo más que el 30% del PIB.

El 1º de febrero de 1989, el BROU envió una nota al Ministro de Economía y Finanzas, para informarle que había tomado a su cargo las pérdidas generadas por los bancos gestionados, que cifraban USD 33 millones, como había sucedido en dos oportunidades previas. Señalaba que era necesario adoptar medidas urgentes para evitar el creciente deterioro de la situación patrimonial de dichos bancos, para lo cual, decía, había un Proyecto de Ley en el Parlamento que no había recibido trámite legislativo.

En el segundo semestre de 1989, el gobierno aprobó un Plan de Reestructuración Bancaria que comprendía los bancos BCO, BC, BIRP y BPA. Se contaría con un préstamo del Banco Mundial y fondos de la CND. El BCU debería rebajar encajes. El 25 de enero de 1990 la CND integró capital al BCO. También se autorizó la transferencia, desde BROU a la CND, de las acciones del BC suscriptas el 7 de diciembre de 1989 por la cifra de N\$ 14.500 millones y de las del BPA por N\$ 11.070 millones.

Se había logrado que la situación de los bancos no afectara la credibilidad del gobierno y no comprometiera la todavía frágil democracia. Pero quedaban instituciones otrora señeras que seguían perdiendo dinero, empleados desestimulados que no tenían claro su futuro y un peso considerable sobre el BROU que normalmente capitalizaba a la CND. Se había logrado evitar el caos financiero, pero no se había solucionado el tema.

---

El tratamiento de la reestructuración de la deuda externa requirió también una prolongada y eficaz negociación con los acreedores.

En primer lugar, se necesitaba un acuerdo con el FMI. A ese efecto se hizo un programa para el período comprendido entre julio de 1985 a junio de 1986, y una proyección para el semestre siguiente. Por su parte, el FMI sugirió a los bancos acreedores extender el vencimiento de las deudas hasta que ellos hubieran tenido tiempo de analizar el programa presentado y el Memorándum de Entendimiento y establecer el programa definitivo en una carta de intención.

Por esos años, el Fondo seguía concentrado en monitorear el “buen manejo” de las finanzas públicas, en especial de aquellos países con altos niveles de endeudamiento con la banca privada. El apoyo del FMI consistía en proveer fondos para compensar los costos de los ajustes fiscales y ser agencia de calificación de la salud financiera de los

países. En este contexto, y con el visto bueno del Fondo, el crédito hacia los países deudores creció exponencialmente debido a la reprogramación de los vencimientos.

El Memorándum de Entendimiento que finalmente elaboró Uruguay, fue presentado al Director Gerente del FMI Jacques de Larosière, el 28 de agosto de 1985 por el Ministro Ricardo Zerbino y el Presidente del BCU Ricardo Pascale. La carta de intención fue presentada por los mismos participantes el 9 de mayo de 1986. De esa forma se cumplía con los requisitos iniciales.

La deuda a reestructurar en esta oportunidad era de USD 1.707 millones, cifra muy significativa con respecto a las exportaciones de Uruguay y comprendían tanto deudas financieras como comerciales. Esta composición heterogénea podía generar problemas en la negociación por cuanto los acreedores son muy celosos de que se cumpla con la regla de *pari passu* que significa que ningún acreedor puede tener un tratamiento más benevolente que el resto.

Las dos deudas de tipo comercial comprendían, una con el Banco Central de la República Argentina por USD 48 millones y otra con el Banco Central de Brasil por USD 124 millones. Estaban además los USD 263 millones en Bonos del Tesoro entregados a los bancos extranjeros para cerrar la compra de la cartera de los bancos con dificultades a mediados del año 1982.

Los bancos acreedores eran unos cientos cincuenta, pero la negociación se realizaba a través de un Comité constituido por los bancos que tenían los mayores créditos con el país en cuestión y que en caso Uruguayo eran ocho. Pero estos no estaban autorizados para resolver por sí solos, sino que debían recabar el consentimiento de cada uno de los bancos que representaban. El Chairman del Comité Asesor para el caso de Uruguay era el Citibank representado por el William Rhodes.

El Comité resolvió no firmar acuerdo alguno si previamente no se acordaba la solución para las deudas nombradas en último término. De modo que el camino decidido fue Argentina, España y Brasil.

El acuerdo con Argentina fue sencillo. El Presidente del Banco Central de la República Argentina, José Luis Machinea, tenía buenos lazos con el BCU, y eso facilitó un acuerdo inmediato.

La negociación en España parecía más complicada, por tratarse de Bonos del Tesoro al portador que estaban en manos de varios bancos: Centrobanco, Santander, Exterior e ING. El Banco de Santander se oponía a que los Bonos del Tesoro emitidos por la compra de carteras se incluyeran en la negociación de la deuda externa. Como manifestaron Antonio Torio y Rodrigo Echenique al Presidente y Gerente General del BCU, el Banco de Santander estaba haciendo gestiones ante el Citibank N.A., en tanto que banco agente, para su exclusión, aduciendo que dichos Bonos habían sido vendidos a clientes del banco. Lo que se solicitaba al Banco de Santander era que prorrogara los USD 4.5 millones que vencían en marzo. Quedaba claro que el Banco de Santander iba a ser el único banco extranjero que no colaboraba con las autoridades uruguayas en la refinanciación de la deuda y se dio por terminada la entrevista con los citados funcionarios. De hecho, el BCU no pagó los bonos que vencieron y el Banco de Santander hizo una protesta. Aparentemente la dificultad era que se necesitaba una autorización especial del Banco de España al Banco Santander y el Presidente del BCU, que tenía

buenas relaciones con el Presidente del Banco de España, Mariano Rubio, decidió plantear a éste el problema. Por nota de 12 de julio de 1985, el Banco de Santander comunicaba al BCU que conservaba en su cartera los USD 21 millones de Bonos del Tesoro procedentes del pago de la cartera vencida del Banco del Litoral, pero que discrepaba con que los mismos se incluyeran en la refinanciación que Uruguay negociaba con el Comité de Bancos. La presión de Mariano Rubio surtió efecto y pudo allanarse esta dificultad. Pero finalmente, lo máximo que se pudo obtener con los bancos españoles fue un plazo de 10 años con 3 de gracia una tasa de 1.5% sobre Libor que era la tasa original de los Bonos. Con el Comité de Bancos se había acordado 12 años con 3 de gracia y una tasa de 1 3/8 sobre Libor. O sea que había dos quiebres al pari passu. Pascale viajaba de Madrid a Nueva York y de vuelta a Madrid en el día para ir limando las diferencias hasta que lo logró.

La negociación con Brasil fue bastante más complicada<sup>4</sup>. En Brasil Itamaraty tiene preeminencia respecto del Banco Central de Brasil en ciertos temas. Y, por tanto, después de que Enrique Iglesias había tratado de allanar el camino con el Canciller brasileño, le tocó ir a Ricardo Pascale. La conversación no fue muy amistosa, ya que el Canciller le planteó una lista de doce temas (reclamaciones) de los cuales sólo uno era la refinanciación, y le dio a entender que la posición de Brasil era dominante en la región y que Uruguay no daba muestras de reconocer esa asimetría. Pero finalmente estuvo proclive a conceder la refinanciación y la deuda quedó reestructurada para los vencimientos de 1985 a 1989.

En abril de 1987, se planteó, al Comité de Bancos, una nueva reestructuración que llevaba la cifra anterior de USD 1.707 millones a USD 1.779 millones, incluyendo también los vencimientos de 1990 y 1991, de modo que el Gobierno entrante no tuviera que salir corriendo a refinanciar la deuda. El acuerdo se concretó en marzo de 1988 y además de lo anterior, se extendió el plazo de amortización de 10 a 12 años, se logró una rebaja de intereses de Libor más 1 7/16 a Libor más 7/8, se llevó el período de gracia de 2 a 3 años y amortizaciones crecientes en vez de iguales.

En una Conferencia sobre la Deuda del Tercer Mundo, el nuevo Secretario del Tesoro, Nicholas Brady, lanzó un nuevo plan para reducir la deuda y su servicio. Por tanto, con posterioridad a las Reuniones de Gobernadores de Bancos Centrales, que tuvieron lugar en Ottawa en abril de 1989, el Presidente del BCU se trasladó con el 1er. Subgerente General Juan Olascoaga y el Agente Financiero del Ministerio de Economía y Finanzas Kenneth Coates, a New York para reunirse con el Comité Asesor de Bancos con el fin de plantear un acuerdo de reducción de deuda dentro del Plan Brady. La primera respuesta a la gestión no fue muy amistosa, ya que les manifestaron que el Plan Brady era para los países que no pagaban y Uruguay tenía reservas como para pagar. Luego, en Washington, continuaron las entrevistas sobre ese tema con las autoridades del FMI y la Secretaría del Tesoro de EEUU y la negativa se fue ablandando. Los tiempos no dieron a este Directorio del BCU para cerrar acuerdos bajo ese plan.

---

Finalmente, un tercer frente que el Banco Central del Gobierno democrático surgido en 1985, fue la fortificación de la regulación bancaria. Como ya se señaló, a fines de la década de los años setentas, la política regulatoria de la actividad bancaria fue derogando la mayoría de los instrumentos de regulación prudencial.

En este período se buscó volver a regular la banca de modo de limitar la posibilidad de ocurrencia de crisis. Sin embargo, dada la situación en que se encontraba la mayor parte del sistema bancario con los bancos más grandes gestionados y la intención de no generar situaciones que pudieran afectar la credibilidad, lo que conspiraría contra la afirmación de la democracia, las medidas se fueron tomando una vez que los problemas del endeudamiento interno y externo se fueron disipando.

De esta manera, las primeras medidas que tomó el BCU en este período fueron medidas más vinculadas a la política monetaria y cambiaria que a la regulación prudencial, tales como las regulaciones sobre encajes, tenencias obligatorias de valores públicos, tasas de interés, posición de cambios, etc., salvo en lo que respecta a ajustar periódicamente la responsabilidad patrimonial mínima.

Recién en el cuarto trimestre de 1985 se modificó el tope de endeudamiento que había permitido un *leverage* muy elevado. No obstante, las autoridades del BCU tenían muy claro que esa medida si bien limitaba el nivel de los riesgos que podían tomar las instituciones bancarias, no afectaba la calidad del riesgo. Es conocido que el pasivo bancario es cierto mientras que el activo es una promesa y por tanto el riesgo está asociado a éste último y no tanto al primero.

Recién en julio de 1989, en atención a las recomendaciones de Basilea, se amplió el requerimiento de la responsabilidad patrimonial agregándole un 8% de los activos riesgosos netos de las provisiones correspondientes. Se calificaron los créditos en normales, potencialmente problemáticos, dudosos e irrecuperables, según la mora en el pago de intereses y del capital. Asimismo, se exigió que cada banco presente al BCU un informe de una auditoría externa que eventualmente refrende la calificación efectuada por el banco de sus créditos. Eso exigió definir qué era considerado activo riesgoso y establecer categorías de riesgo y su afectación a la responsabilidad patrimonial mínima.

El informe de auditoría exigido era muy importante porque no se limitaba al tema del valor de los activos y de las provisiones efectuadas sobre los mismos, y al dictamen sobre los estados contables, sino que debía expedirse sobre los sistemas de control interno, de modo de cubrir un más amplio nivel de riesgos.

También entonces, se pusieron límites de los créditos por persona física o jurídica y por conjunto económico, como una forma de evitar la concentración de riesgos. Se establecieron asimismo una serie de relaciones técnicas, definidas en relación con la responsabilidad patrimonial mínima, con respecto a las inmovilizaciones de gestión, la tenencia de valores públicos extranjeros y el nivel de los activos radicados en el país.

Otro tipo de esfuerzos, ya sobre 1988, se orientaron a mejorar la información proporcionada por las instituciones bancarias, de modo que representaran la realidad de su situación y permitieran la comparación entre ellas. A ese efecto se estableció un preciso Plan de Cuentas, con definiciones de los contenidos de las mismas y las formas de registrar las principales operativas de los bancos.

Finalmente, en cuanto a aspectos regulatorios, en junio de 1989 el BCU realizó un proyecto reglamentario de las Instituciones Financiera Externas, que fuera aprobado por decreto del Poder Ejecutivo Nº 381/989 e incorporado a la Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero.

---

El equipo económico tenía claro que, para generar credibilidad y no afectar el desarrollo de la democracia ni defraudar las expectativas y exigencias de la población, debería tratar de lograr, con todas las limitaciones heredadas, un difícil equilibrio interno (que controlara las presiones inflacionarias o deflacionarias) y otro, no menor, externo (que permitiera una balanza de pagos equilibrada y un tipo de cambio acorde al de equilibrio de largo plazo), de modo que facilitaran la recuperación del producto y el empleo.

Para ello adoptó, en los hechos, un régimen de flotación cambiaria, dado que carecía de la capacidad de fijar un tipo de cambio que no iba a poder defender y tampoco de operar con la tasa de interés en un mercado financiero poco desarrollado y con dos monedas con amplia sustituibilidad. Ello desembocó en una flotación sucia, que fue posible gracias a Slinger, que hizo que el BCU contara con una amplia colaboración del BROU, algo que por cierto no había sido lo que la historia de las relaciones entre las dos instituciones enseñaba.

El manejo de los agregados monetarios, que entonces quedó como la alternativa a la dificultad de operar sobre el tipo de cambio, no estuvo exento de problemas dada la inestabilidad de la demanda de dinero en una economía bimonetaria, en la que, además, el déficit fiscal (al que se agregaba el parafiscal) no podía abatirse rápidamente, en buena medida por el peso del servicio de la deuda externa, que se llevaba entre el 24% y el 34% de las exportaciones.

Los instrumentos de política utilizados fueron el manejo de las operaciones de mercado abierto principalmente con Letras de Regulación Monetaria y Letras de Tesorería, la tenencia de Valores Públicos y los encajes.

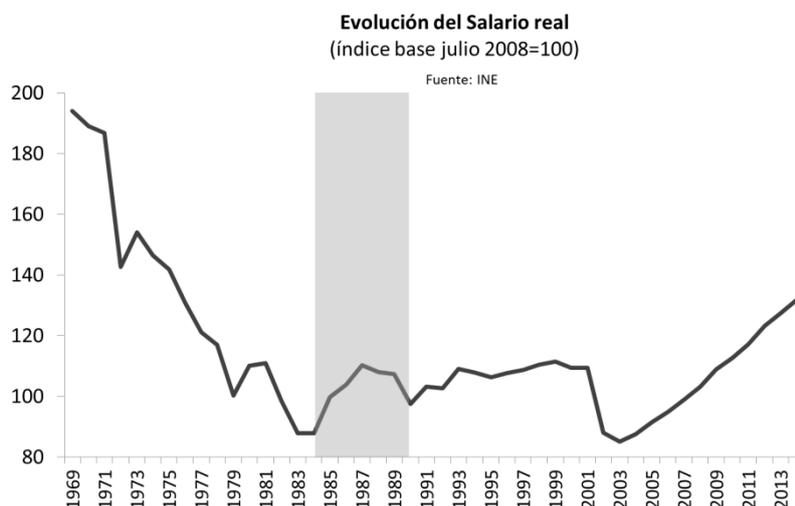
Las políticas se vieron favorecidas por los efectos que en la confianza del público generaban las sucesivas soluciones que se fueron encontrando a los problemas de la deuda interna y externa, la recuperación del salario real (en el marco de negociaciones tripartitas en los Consejos de Salarios) y los efectos sobre la demanda interna que fueron derramando los planes de estabilización de Argentina (principalmente el Plan Austral) y de Brasil (principalmente el Plan Cruzado). Pero la influencia regional no siempre resultó favorable en el período, por la volatilidad de precios en los mercados vecinos (la inflación en Argentina en el quinquenio fue de 444% anual y en Brasil 383% anual), lo que generaba a veces contrabando, a veces ingresos de capitales que fomentaban la emisión monetaria afectando la inflación local e incluso era difícil saber si el shock que los vecinos provocaban era transitorio o permanente, dificultando el manejo de las políticas internas.

De esta forma, el PIB que había decrecido cerca de un 18% entre 1982 y 1984, se recuperó en 1985 con un crecimiento de 1.5% y más aún en 1986 y 1987, con 8.9% y 7.9% respectivamente, pero se enlenteció notoriamente entre 1988 y 1990 donde osciló en 1%.

En ese trienio 1985-1987, creció también el salario real un 25%, para después decrecer poco más del 12% (ver Gráfico 4.1). Y la tasa de desempleo que se situaba en 14% en 1984, fue bajando cada año hasta ubicarse en 8.5% en 1989 y remontar a 9.3% en 1990. A su vez, las pasividades tuvieron también un crecimiento en términos reales por el efecto de la indexación al salario. El déficit fiscal descendió respecto a los guarismos que

tenía en 1984, pero siguió siendo mayor al 1% del producto en todo el período y subió a 3.4% en el año electoral. A su vez, la inflación se mantuvo en valores algo superiores al 60% en casi todo el período, donde la falta de un ancla monetaria creíble, permitía fluctuaciones importantes más vinculadas a los shocks regionales que a la política monetaria. Y, en 1990 alcanzó a casi 130%.

**Gráfico 4.1**



**3**

A pesar de la nutrida agenda, los Directores del BCU, tuvieron tiempo para dedicarse a algunos problemas de organización interna, tales como: i) crear, el 10 de marzo de 1989, el Escalafón Técnico para profesionales universitarios que apuntaba a evitar la sangría de los funcionarios más calificados; ii) aprobar el Estatuto del Funcionario, el 9 de marzo de 1990, para dejar establecidos los derechos y obligaciones de los funcionario del BCU en un solo texto; ii) reestructurar el Departamento de Cambios, en noviembre de 1985 y transformarlo en el Departamento Internacional, el 20 de mayo de 1986; iii) aprobar el Régimen de Licencias, Asiduidad y Asistencias el 18 de febrero de 1986; iv) reorganizar el Departamento de Investigaciones Económicas, por Resolución de 24 de octubre de 1986; v) reestructurar el Departamento de Administración General, por Resolución de 13 de setiembre de 1988 y vi) clasificar los departamentos del Banco por áreas y distribuir éstas entre las subgerencias generales, por Resolución de 25 de noviembre de 1988.

El Estatuto del Funcionario, aprobado el 9 de marzo de 1990, recogió, como se señaló más arriba, las disposiciones dispersas y las compendió, pero no hizo grandes cambios. Uno de los aspectos allí consignados, el del régimen de ascensos, establecía que habría vacantes que correspondería proveer por antigüedad calificada y otras por concurso de oposición y méritos. Pero en este último caso solo podían postularse los funcionarios del nivel inmediatamente anterior. Este esquema se rompió, por vez primera, cuando el Directorio aprobó la postulación realizada por el Gerente del Departamento de Investigaciones Económicas de Daniel Vaz a la Subgerencia de ese Departamento.

En lo que refiere a la tecnificación económica de los funcionarios del BCU, este período resultó uno de los más prolíficos. Fue contratada una de las personas con mayor conocimiento de la contabilidad social, Alberto Fracchia.

El Gerente de Investigaciones Económicas, Ariel Banda, y el Asistente Técnico contratado por el BCU, Ricardo López Murphy, planificaron la creación de las Jornadas Anuales de Economía, el Premio Banco Central de Economía y la Revista de Economía del BCU. El proyecto fue apoyado y recibió aportes del Presidente del BCU. Luego de 13 años de gobierno de facto, con censura de las investigaciones, era muy necesario crear un ámbito para recrear la investigación en materia económica.

Se le propuso a Ricardo Pascale la creación de unas Jornadas a las que se hiciera una invitación plural a presentar trabajos económicos, no estrictamente sobre temas propios de un banco central, sino también de algunas otras áreas conexas para su discusión en mesas temáticas. Adicionalmente se invitaría a participar y presentar trabajos a economistas de otros bancos centrales y a académicos de universidades de primer nivel, para dar una conferencia de apertura de las Jornadas. En esa condición participaron en las Jornadas de Economía, entre otros, Charles Goodhart, Carl Wash, Barry Eichengreen, Guillermo Calvo, Carlos Végh, Charles Engel, Michael Bordo, Michael Doodley, Rudiger Dornbush, Andrew Crockett, Axel Leijonhfvud, Thomas Sargent, Stephen Williamson, David Laidler, Maurice Obsfeld, Jean Charles Rochet, Avinash Dixit, entre otros. Las Jornadas insumirían dos o tres días y culminarían con una mesa redonda de discusión de algún tema relevante para la economía nacional<sup>7</sup>.

Los trabajos y conferencias presentados en las Jornadas servirían también para la publicación de una Revista de Economía del BCU, debidamente analizados por un Comité Editorial. Anualmente se elegiría un tema para hacer un llamado a la presentación de trabajos de investigación, que competirían por un premio en efectivo, el Premio BCU de Economía. Estas iniciativas relanzaron la discusión económica en el País y generaron también la inquietud de producir trabajos entre los funcionarios del BCU.

En agosto de 1985 se creó también la Comisión Asesora para el Estudio de Becas y Cursos de Adiestramiento, que inicialmente estaba presidida por el Vicepresidente del BCU y compuesta por el Gerente General, los subgerentes Generales y el Abogado Consultor. La Comisión tenía por función analizar las postulaciones que hacían llegar los Gerentes de Departamento y proponer al Directorio los candidatos a realizar cursos de postgrado en el exterior.

En este período se becaron un número importante de funcionarios para hacer cursos de doctorado en las principales universidades de EEUU y Europa, que generaron al regreso un cambio cualitativo y cuantitativo importante en la dotación técnica del BCU<sup>8</sup>. La Gerencia de Investigaciones Económicas siguió proponiendo a la Comisión Asesora para el Estudio de Becas, funcionarios con muy buen curriculum y que en el BCU estuvieran mostrando un buen desempeño para becas en universidades diversas de primer nivel<sup>9</sup>. El Banco contribuyó también a la publicación y difusión de varios trabajos de investigación, como por ejemplo “La historia de los bancos en el Uruguay” del

---

<sup>7</sup> En el año 2015 se celebraron las XXX Jornadas de Economía y el BCU fue distinguido con el Premio Juan José Morosoli, por ese acontecimiento.

<sup>8</sup> Representaron esto los casos de Michele Santo (en La Universidad de Chicago), Daniel Vaz (en la Universidad de California, Los Ángeles) y Umberto Della Mea (en la Universidad de Lovaina).

<sup>9</sup> De esa forma, el capital humano del BCU se acrecentó con los aportes de los Doctores Andrés Masoller, Gerardo Licandro, Mario Bergara, Jorge Polgar, Fernando Barrán, Elizabeth Bucacos y Leonardo Vicente, entre otros.

historiador Juan Pivel Devoto y “la Historia económica” de José Pedro Barrán. En acuerdo con el BID y la Pontificia Universidad Católica de Chile, el BCU financió las becas de más de diez economistas a realizar un curso de Macroeconomía Aplicada en aquella Universidad<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup>Entre ellos los funcionarios Isabel Rial, Adolfo Sarmiento y Ricardo Selves.

## CAPÍTULO 5: 1990-1994

A comienzos de la década de los años noventa, la región dejaba atrás la “década perdida” en la que los países tuvieron que practicar sucesivos e importantes ajustes para estabilizar sus economías y crear condiciones favorables para el crecimiento. La inestabilidad y la falta de dinamismo tenían un origen, entre otras, en la pesada restricción que las consecuencias de la crisis de la deuda de comienzos de los años ochenta constituían para la gestión macroeconómica. Sin embargo, también fue reflejo del fracaso en varios países, no en Uruguay, por cierto, de diversos planes de estabilización que se fueron implementando para gestionar la compleja situación que heredaron las democracias del Cono Sur.

A diferencia de los años ochenta en los que las políticas mostraban orientaciones y enfoques diferentes, incluso contradictorios, durante los años noventa las políticas públicas en la región exhibieron una matriz común. Entre otros motivos, ello se debió a la influencia de las ideas contenidas en el Consenso de Washington (el Consenso en adelante)<sup>12</sup>.

La década de los años noventa, especialmente la primera mitad, fue en Uruguay un período de cambios y reformas cuyo fundamento y objetivos fueron influidos por el Consenso. Durante esos años se promovió una mayor apertura comercial y una mayor integración económica con la región a través de la adhesión al MERCOSUR, se liberalizaron y desregularon actividades (puertos y seguros), se redujo la inflación a un dígito por primera vez en cuatro décadas, se adecuó y actualizó el marco legal y regulatorio para la intermediación financiera y se reformó el régimen previsional. En contraste, y como se verá en los capítulos 6 y 7, la década del noventa terminó con una de las más graves crisis de la historia del país.

El Banco Central del Uruguay fue un protagonista destacado en varios de los cambios y acontecimientos que tuvieron lugar entre 1991 y 2002. En efecto, en esos años Uruguay logró encauzar la resolución de la herencia de la crisis de la deuda de 1982, implementó el primer plan de estabilización exitoso en décadas y recuperó el acceso al financiamiento de los mercados internacionales, especialmente para su deuda pública. En los tres procesos, el Banco Central tuvo un papel destacado. A su vez, en 1992 se sancionó la Ley de Intermediación Financiera que fortaleció el rol del Banco Central en la supervisión del sistema, y en 1995 el Parlamento sancionó una Carta Orgánica que le

---

<sup>1</sup> Consenso de Washington alude a las reformas y políticas concebidas e impulsadas por los organismos multilaterales como el Fondo Monetario y el Banco Mundial, así como por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos para resolver los problemas asociados a la crisis de la deuda externa. El origen de la expresión se le atribuye a John Williamson.

<sup>2</sup> El diagnóstico implícito en el Consenso era que el bajo crecimiento y la elevada inestabilidad macroeconómica de la mayoría de los países de la región estaba fuertemente ligada a: i) un insuficiente desarrollo de los mercados como mecanismos de asignación de recursos; ii) una intervención excesiva de los estados en la regulación de mercados y en la provisión de bienes y servicios; iii) una escasa integración comercial y financiera con la economía internacional y; iv) una persistente monetización de déficit fiscales que provocaban inflaciones elevadas y/o fluctuaciones pronunciadas del tipo de cambio real. Debido a ello, la mayoría de las reformas y políticas inspiradas en el Consenso promovían: i) liberalizaciones y desregulaciones de los mercados; ii) reducción del peso y de la intervención del Estado; iii) aperturas de las economías y; iv) planes de estabilización y reformas estructurales que incluían privatizaciones de empresas públicas para fortalecer las finanzas públicas.

dio al Banco Central un marco legal propio y especializado, al tiempo que fortaleció sus funciones de regulación y supervisión de las instituciones financieras y delimitó su rol como agente financiero del Estado. A falta de una entidad especializada, el Banco Central fue también asumiendo, casi sin proponérselo, un rol activo en la reprivatización de las entidades bancarias que habían pasado a la órbita del Estado en la segunda mitad de los ochenta. A pesar de estas transformaciones, la crisis de 2002 mostró que la regulación y la supervisión bancaria seguían exhibiendo debilidades importantes.

Al asumir el nuevo gobierno en 1990, la economía presentaba dos importantes desequilibrios: un déficit fiscal de 5,9% del PIB y una inflación anual de 90%. Además, en 1989 un plebiscito incluyó en la Constitución un mecanismo de ajuste de las pasividades, que estableció que éstas aumentarían cuando los salarios públicos lo hicieran siguiendo la evolución de los salarios medios nominales. Según diversas estimaciones, la reforma tuvo un impacto fiscal de entre 1,5 y 2 puntos del PIB<sup>3</sup>. En otras palabras, en marzo de 1990 la situación fiscal era frágil y su proyección alarmante.

En contraste, en la primera mitad de los años noventa, con excepción del aumento del precio del petróleo durante el conflicto del Golfo, Uruguay gozó de condiciones internacionales favorables. Ellas contribuyeron decisivamente para que la política económica pudiera enfrentar los desafíos heredados. Primero, las tasas de interés internacionales se redujeron, lo que alivió la carga de la deuda<sup>4</sup>. Segundo, la región volvió a captar capitales<sup>5</sup> luego de casi diez años. Tercero, el Plan Brady habilitó nuevas opciones de refinanciamiento de la deuda externa sobre la base de quitas en el valor de la deuda y la extensión de vencimientos. Ello mejoró las condiciones macroeconómicas y el clima de inversión. Cuarto, en la primera mitad de la década de 1990 el dólar tendió a debilitarse en los mercados internacionales, mejorando la competitividad de Uruguay fuera del área dólar a pesar de que el peso se apreciaba frente a la moneda norteamericana. Esto último provocó una disminución de la ratio Deuda/PIB<sup>6</sup>.

A partir de 1992, el nuevo escenario internacional mejoraría progresivamente las difíciles condiciones macroeconómicas en Argentina y Brasil, países con los cuales Uruguay intensificaba su integración a partir de 1991 con la creación del MERCOSUR. Lo anterior, sumado a los efectos de los planes de estabilización que se pusieron en práctica en Argentina (1991) y Brasil (1994), reforzó el shock externo positivo.

En este contexto, el nuevo gobierno priorizó el frente fiscal (ejecutó un ajuste en 1990 de 8,2 puntos del PIB)<sup>7</sup> y las negociaciones con la banca acreedora para reestructurar la deuda externa en el marco del Plan Brady, logrando un acuerdo en enero de 1991. Con menos sentido de la urgencia, pero con igual importancia, la política económica promovió la apertura comercial (unilateral y mediante la adhesión al MERCOSUR), implementó planes para reducir la inflación, impulsó desregulaciones y desmonopolizaciones de actividades y mercados (seguros, puertos, laboral, etc.), e

---

<sup>3</sup> Antía, F. (2001); *La economía uruguaya en 1986-2000: Políticas, resultados y desafíos*; Instituto de Economía. De Haedo, J. (2016); *El ajuste fiscal del 90*; Semanario VOCES.

<sup>4</sup> En promedio, la tasa Libor a 180 días entre 1985 y 1989 se había mantenido en torno a 8%. Entre 1990 y 1994 cayó hasta el 5,4%.

<sup>5</sup> Como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios de América Latina, entre 1985 y 1989 las transferencias de recursos desde el resto del mundo representaron -22,5%. Entre 1990 y 1994 este porcentaje equivalió a +5,5%.

<sup>6</sup> Durante la década de 1990 la deuda pública denominada en dólares superaba el 90% del total.

<sup>7</sup> De Haedo (2016).

introdujo cambios legales e institucionales sobre la regulación y la supervisión financiera, así como la gestión de la política monetaria.

En la primera mitad de la década de 1990 el Directorio del Banco Central estuvo presidido por Ramón Díaz, entre 1990 y 1993, sucedido por Enrique Braga hasta 1995. La vicepresidencia estuvo ocupada sucesivamente por Agustín De Urtubey (hasta noviembre de 1991), Javier De Haedo (unos días en noviembre de 1991), Daniel Hugo Martins<sup>8</sup> (hasta agosto de 1993, cuando pasó a ocupar el Ministerio de Defensa Nacional) y Andrés Jung (hasta la designación del nuevo Directorio en 1995). El cargo del vocal fue ocupado por personas propuestas por el Partido Colorado: Ricardo Lombardo, entre 1990 y 1993, y Humberto Capote, que en 1995 pasaría a ocupar la vicepresidencia del Banco. En diciembre de 1993 se jubiló quien había sido el Secretario General del Banco desde su fundación, Juan César Pacchiotti. En su lugar fue designado Aureliano Berro. Además, en julio de 1990 Juan Olascoaga fue nombrado Gerente General.

El presente capítulo está dedicado a repasar cuatro temas en los que el Banco Central tuvo un papel destacado y le supusieron nuevos desafíos. Debido a ello, las cuatro secciones en las que está dividido se ocupan de la reestructura de la deuda externa en el marco del Plan Brady, la reprivatización de los bancos Comercial, Pan de Azúcar y Caja Obrera, la implementación del plan de estabilización a partir de 1991 y el proceso de reestructura interna del Banco Central.

## 1

Las negociaciones con la banca acreedora en el marco de la crisis de la deuda externa habían ocupado un espacio central en la agenda de las autoridades del gobierno uruguayo desde que retornó la democracia en 1985. En ese año, la deuda externa total ascendía a USD 3.919 millones (un 89,7% del PIB) y los intereses pagos representaban 27,5% del monto exportado de bienes y servicios. Cinco años después la situación había mejorado, aunque no como para que dejara de ser centro de preocupación de los gobiernos.

En 1990 el endeudamiento externo había caído hasta el 54% del PIB y el pago de intereses hasta el 17,5% del valor de las exportaciones de bienes y servicios (Steneri, 1994). Sin embargo, para que el servicio de deuda pudiera seguir siendo honrado, se requerían políticas monetarias y fiscales restrictivas y un sector externo en equilibrio, lo cual no favorecía un ambiente para el crecimiento. La inversión, que llevaba casi diez años en niveles extraordinariamente bajos, no podía ser impulsada por el Estado debido a su elevado endeudamiento. Todo ello hacía, como en varios países de la región, que la búsqueda de una solución para el endeudamiento externo fuera una prioridad para el gobierno que iniciaba funciones en 1990.

El sobreendeudamiento de las economías latinoamericanas no era solamente un problema para los deudores, también lo era para los acreedores que a esta altura tenían balances muy frágiles, precisamente por la calidad de los activos que estaban incluidos en ellos. Por eso, durante la década de los años ochenta y en el marco de la crisis bancaria en Estados Unidos, las administraciones de los presidentes Reagan y Bush habían promovido medidas de diverso tipo para evitar la quiebra de bancos. Entre ellas

---

<sup>8</sup> De esta forma volvía a la institución en la que presidió, interinamente, el primer Directorio.

estuvieron los programas de reestructura de deuda para países emergentes como el MYRA o el Plan Baker, que precedieron al Brady<sup>9</sup>. A diferencia del plan Baker, el plan de renegociación de deuda del Secretario del Tesoro americano Nicholas Brady estaba orientado a negociaciones a nivel de países o entre deudores y acreedores, previendo una reducción del stock de deuda o quita para las economías deudoras, además de una participación activa del FMI y en menor medida el Banco Mundial, mediante la provisión de créditos orientados al repago de la deuda a los bancos acreedores<sup>10</sup>.

Como es natural, por sus dimensiones Uruguay no era el principal dolor de cabeza de los bancos acreedores, que en la región tenían su preocupación central en Brasil y México. Debido a ello, la delegación oficial que viajó a Estados Unidos en agosto de 1989 para adherirse a las condiciones del Plan Brady fue recibida con frialdad<sup>11</sup>. “Casi nos tiran por la ventana” fue el testimonio de uno de sus integrantes.

La delegación mantuvo reuniones que fueron tensas con William Rhodes (Citibank), quien era el Presidente del Comité de Bancos Acreedores, y que les informó que Uruguay no calificaba para ingresar al Plan por dos motivos: Uruguay pagaba y el Plan estaba concebido para países que no lo hacían y porque para adherir al Plan, el país tenía que tener un Programa vigente con el FMI, y Uruguay no lo tenía<sup>12</sup>. Las conversaciones entre la delegación y Rhodes tuvieron lugar en varios escenarios e incluyeron una recordada cena en el famoso Restaurante Sparks<sup>13</sup>. La cena terminó abruptamente debido a una “repentina indisposición” de William Rhodes. Antes de que tuviera tiempo de retirarse, Rhodes tuvo que responder “a las 9 a.m.”, porque el tenaz Ministro Zerbino le preguntó: “¿a qué hora llegás mañana a tu oficina para seguir conversando?” De esa misión el gobierno uruguayo obtuvo un comunicado conjunto en el que ambas partes declaraban que “si Uruguay firmaba un programa con el FMI, estaría en condiciones de negociar con la banca acreedora en el marco del Plan Brady”. No fue mucho, pero suficiente como para no agregar tensión a la campaña electoral que ingresaba en sus últimos meses en Uruguay.

Para las negociaciones del Plan Brady el gobierno nombró al Viceministro de Economía Nicolás Herrera<sup>14</sup>. En un discurso pronunciado en la XXI Asamblea de Gobernadores del BID en Montreal el 30 de abril de 1990, Nicolás Herrera expresaba: “Esta administración considera necesario arribar a una solución final al tema, por lo cual se abocará de inmediato a la búsqueda de fórmulas con la banca comercial acreedora en el marco del Plan Brady”.

---

<sup>9</sup> Concebido por el Secretario del Departamento del Tesoro Nicholas Brady en 1989.

<sup>10</sup> Sachs, J. (1989); *Making the Brady Plan Work*; Foreign Affairs; Summer 1989d, 68.

<sup>11</sup> La delegación estuvo integrada por el Ministro de Economía Ricardo Zerbino, el Presidente del Banco Central Ricardo Pascale, el Sub Gerente General del Banco Central Juan Olascoaga, el Representante Financiero de Uruguay en Estados Unidos Kenneth Coates y Carlos Steneri funcionario hasta ese momento de la OPP.

<sup>12</sup> Nicholas Brady diría más tarde que los países que cumplían y tenían dificultades igual podían entrar.

<sup>13</sup> Este restaurante es famoso puesto que cuatro años antes, en 1985, en su entrada fueron asesinados Paul Castellano y Thomas Bilotti dos miembros destacados de la mafia de la familia Gambino. El restaurante existe todavía y se ubica en el 210 de East 46th Street entre Second Avenue y Third Avenue en Midtown Manhattan.

<sup>14</sup> A Nicolás Herrera lo llamaron el Presidente del Banco Central Ramón Díaz y el Senador del Herrerismo Enrique Cadenas para proponerle liderar el equipo negociador de la deuda externa. En 1982 y 1983, Herrera había estado trabajando como abogado del equipo de bancos en el bufete de abogados de Nueva York Shearman & Sterling, el más grande en materia bancaria.

El equipo negociador, estuvo integrado además por Edgardo Favaro, Carlos Steneri, Agustín de Urtubey (Vicepresidente del Banco Central), Juan Olascoaga, Ariel Fernández y Luis Brause<sup>15</sup>. En esta etapa, y a diferencia de cómo se había manejado el gobierno hasta 1989, se contrató el asesoramiento de abogados norteamericanos. El estudio Cleary Gottlieb, que había trabajado en los casos de Filipinas, Venezuela y Argentina, empezó a trabajar con la delegación uruguaya.

Con lineamientos similares a los que se habían seguido en las negociaciones iniciadas con la banca acreedora en la segunda mitad de 1989, la nueva administración procuró alcanzar un acuerdo que consistía en postergar el pago de vencimientos mientras negociaba la recompra del stock de deuda. Esta opción era valorada como la más conveniente dado el monto adeudado a la banca comercial (USD 1.640 millones), la cotización de esa deuda en el mercado secundario (50-55%), así como la disponibilidad (USD 1.020 millones de reservas internacionales) y la capacidad remanente de endeudamiento que el país tenía.

Las negociaciones se extendieron por más de ocho meses porque algunos bancos no querían (no podían) reflejar en sus balances las pérdidas asociadas a una recompra por toda la deuda, y porque algunos acreedores entendían que el precio de la deuda uruguaya en los mercados estaba subvaluada debido a una sobrevaloración del riesgo Uruguay (Steneri, 1994).

De acuerdo a las experiencias de las negociaciones cerradas por Filipinas y México y muy avanzadas con Costa Rica, las opciones de reestructura que se abrían para Uruguay eran tres: i) recomprar la deuda vigente; ii) canjear por bonos con nuevos períodos de gracia y nueva tasa de interés; iii) refinanciar con nuevos períodos de gracia y, eventualmente, con acceso a liquidez.

En la primera semana de diciembre de 1990, fuentes del gobierno informaban a la prensa que las respuestas de los acreedores llegaban a un buen ritmo, lo que permitía presumir que la opción de recompra podría alcanzar entre USD 400 y 500 millones. Según se informaba esa semana<sup>16</sup>, varios bancos europeos y los tres japoneses habían manifestado acuerdo con la recompra, mientras que los dos principales acreedores bancarios norteamericanos preferían la opción de refinanciar con aporte de fondos frescos. En paralelo, la prensa de la época informaba que miembros del equipo económico estaban realizando gestiones con el FMI, el BID y el Banco Mundial, para obtener la liquidez necesaria para realizar las recompras y otorgar las garantías de pago de los nuevos bonos.

En la semana del 13 de diciembre de 1990, el FMI dio un fuerte respaldo al proceso al informar que había cerrado un acuerdo *stand by* con Uruguay por USD 135,6 millones, lo que a su vez daba acceso a préstamos de los otros multilaterales. Grosso modo, todo ello permitió reunir aproximadamente un tercio de los recursos necesarios para las recompras que Uruguay planeaba hacer. En paralelo, el Banco Central disponía medidas para que, llegado el momento, pudiera movilizar reservas para cumplir con las condiciones del acuerdo. Para esa semana de diciembre, el 92% de los bancos

---

<sup>15</sup> Juan Olascoaga, Ariel Fernández y Luis Brause eran funcionarios del Banco Central. El primero era el Gerente General, el segundo el responsable de pagos de deuda y de la relación con los organismos multilaterales y el tercero miembro de la Sala de Abogados.

<sup>16</sup> Búsqueda, Edición 6 de diciembre de 1990.

acreedores (el equivalente a USD 1.611 millones) ya habían acordado alguna de las tres opciones propuestas por Uruguay. Según versiones de prensa, funcionarios de la época estimaban que solo la operación de recompra implicaría USD 440 millones. Ellos se completarían con fondos aportados por el préstamo del FMI, fondos frescos de los propios acreedores y reservas del Banco Central.<sup>17</sup>

Un tema que alargó las negociaciones en la última etapa fue que los bancos acreedores quisieron incluir una *cláusula de recuperación de valores* (Value Recovery Rights). Los bancos sostenían que, si la operación habilitaba rebajas de tasas por debajo de las del mercado, los países debían pagar más si sus condiciones macroeconómicas mejoraban. En las negociaciones con Venezuela se había introducido una cláusula que establecía cambios en las condiciones pactadas si el PIB crecía a una cierta tasa y el precio del petróleo aumentaba por encima de un determinado nivel. El gobierno uruguayo procuró evitar la introducción de una cláusula de este tipo, pero la posición firme del Bank of America terminó haciendo que el Sr. Rhodes les comunicara a los negociadores uruguayos que la cláusula “debía” incluirse. Fue así que Edgardo Favaro y Carlos Steneri propusieron la *paramétrica imposible*, la que fue incluida en el acuerdo final. La cláusula indexó los intereses a un índice que incluía el precio de la carne, la lana y el arroz en caso de que éstos superaran cierto nivel<sup>18</sup>.

Finalmente, el gobierno uruguayo cerró el acuerdo con la banca acreedora en enero de 1991. El acuerdo incluyó: i) la recompra de deuda por USD 630 millones; ii) el canje de deuda por USD 530 millones; iii) la refinanciación por USD 450 millones y; iv) el acceso a liquidez por USD 90 millones<sup>19</sup>. El acuerdo redujo el stock de deuda bruta en 5 puntos porcentuales del PIB (Rial y Vicente, 2003), tuvo un efecto riqueza positivo estimado en algo más de 4 puntos porcentuales del PIB, generó un ahorro en el pago de intereses entre 1991 y 1995 por alrededor de 4,5 puntos porcentuales de las exportaciones de bienes y servicios y permitió una mejora de la madurez de la deuda pública (Steneri, 1994). Gracias al acuerdo, Uruguay logró levantar una de las principales restricciones para la gestión macroeconómica desde la transición democrática.

Pero el final de las negociaciones sobre la reestructura en el marco del Plan Brady, también abrió el camino a una nueva modalidad de financiamiento externo: la colocación de títulos de deuda soberana en el mercado internacional. Esta modalidad exigió un nuevo rol y permitió desarrollar habilidades en las áreas jurídica y de operaciones internacionales del Banco Central, así como más tarde en el Ministerio de

---

<sup>17</sup> Hasta ese momento las negociaciones para cerrar el acuerdo con el FMI habían estado bastante trancadas. Previamente, y de forma informal mientras compartían un asado en Carrasco, Steneri terminó charlando distendidamente con un gerente del organismo que estaba de visita, con quien intercambié tarjetas de presentación. Este sería el contacto que terminaría utilizando Steneri en aquel momento para reactivar las negociaciones uruguayas que concluirían con el mencionado acuerdo stand by.

<sup>18</sup> La *paramétrica imposible* alude a que las condiciones que debían cumplirse para que se disparara la cláusula de recuperación de valores fueron pensadas cuidadosamente para que su verificación fuera muy poco probable (si no imposible).

<sup>19</sup> La recompra fue a un precio equivalente al 56% del valor nominal. El canje fue por bonos a 30 años con tasa de interés fija (6,75%), amortización al vencimiento y colateral de principal e intereses. Incluyó una cláusula de “recuperación de valor”. La refinanciación fue a 17 años con 6 de gracia en la amortización y tasa de interés variable (Libor +7/8). La liquidez se pactó a 15 años, con 6 de gracia para amortización y tasa de interés Libor+1 (Steneri, 1994).

Economía y Finanzas<sup>20</sup>. Gracias a ello, Uruguay fue modernizando y profesionalizando la gestión de su deuda pública. Ello le permitiría durante la siguiente década realizar colocaciones en mercados y monedas diversas, celebrar contratos con coberturas cambiarias, someter la deuda a evaluaciones de calidad crediticia por parte de las calificadoras de riesgo, ampliar plazos en la deuda emitida localmente y sustituir progresivamente los instrumentos a tasa variable por instrumentos con cupón fijo.

## 2

La crisis de 1982 había dejado secuelas en algunos bancos que, por no ingresar en ninguna de las operaciones de venta de cartera al BCU, quedaron con colocaciones con alto nivel de morosidad y, consiguientemente, problemas patrimoniales. Las dificultades de gestión de los créditos se agravaban por diversas leyes de refinanciación y de suspensión de ejecuciones que se habían venido aprobando desde 1981. Como era de esperar, los problemas de rentabilidad y solvencia repercutieron en la situación de liquidez de los bancos. Esa había sido la situación del Banco Caja Obrera, que de una pérdida de depósitos lenta pero persistente desde comienzos de 1987, había pasado a una hemorragia de dos a tres millones de dólares diarios en los últimos diez días de junio de ese año.

En el caso del Banco Comercial, su problema de capitalización se resolvió mediante un llamado a suscripción de capital, del cual participó el BROU en marzo de 1987. La situación del Banco Pan de Azúcar era diferente. Hacia 1984, era propiedad del Banco de Chile, que había sido intervenido, con desplazamiento de autoridades, por la autoridad bancaria de ese país y la gestión en Uruguay había quedado a la deriva. En junio de 1985 el Banco Central de Chile accedió a entregar al BCU las acciones del Pan de Azúcar, las cuales fueron adquiridas por el BROU al mes siguiente. La solución para el Banco Caja Obrera llegó a través de la participación del BROU en el Pan de Azúcar. A fines de junio de 1987, el Directorio del BROU aprobó la fusión entre el Caja Obrera y el Pan de Azúcar<sup>21</sup>.

Sin que el gobierno de la época quisiera caer en los operativos de compra de cartera que caracterizaron los salvatajes bancarios del gobierno militar y con un debate político en torno a la propiedad pública o privada de los bancos en problemas, la estrategia de solución adoptada para las entidades financieras en problemas terminó hipertrofiando a un BROU que ya de por sí tenía un peso preponderante en el sistema financiero

---

<sup>20</sup> En cualquier caso y, como lo reconocen varios de los protagonistas del período, el Banco Central jugó un papel relevante en las negociaciones del Plan Brady pues contaba con los recursos técnicos y administrativos. En particular en el área jurídica sus abogados conocían y comprendían el *Common Law*.

<sup>21</sup> Esta fusión en definitiva no se concretaría y ambas entidades continuarían funcionando en forma independiente, hasta que el Plan de Reestructuración Bancaria de 1989 determinara el pasaje de ambas instituciones al patrimonio de la Corporación Nacional para el Desarrollo. Una situación análoga a la del Banco Pan de Azúcar se había planteado con el Banco de Italia y Río de la Plata en 1985. Luego de que en mayo de 1985 el Banco Central de la República Argentina dispusiera la liquidación de su casa matriz, la sucursal en Uruguay fue intervenida en Uruguay, con suspensión de actividades. Se intentó una reprogramación de los depósitos y una capitalización por parte de los depositantes, que tuvo poco éxito, con lo que el proceso culminó con la adquisición de la institución por parte del BROU, que luego la fusionó con el Pan de Azúcar. La mala experiencia con el intento de involucramiento de los depositantes en la solución condicionó la respuesta posterior de las autoridades uruguayas a las crisis de los bancos Pan de Azúcar, Comercial y Caja Obrera (ver Pascale, 2012).

uruguayo. El Programa de Reestructuración Bancaria que el gobierno uruguayo planteó con el apoyo financiero del Banco Mundial determinó que, con el respaldo legal correspondiente, en 1989 los bancos Comercial, Pan de Azúcar y Caja Obrera pasaran a integrar el *holding* de la Corporación Nacional para el Desarrollo con una participación mayoritaria de ésta y minoritaria del BROU. De acuerdo con lo previsto en el Programa, estos “bancos gestionados” deberían ser recapitalizados y reestructurados para ser, finalmente, devueltos a la esfera del capital privado.

Tras la asunción del gobierno de Luis Alberto Lacalle, vencedor en las Elecciones Nacionales de noviembre de 1989, el proceso de reprivatización de los bancos gestionados comenzó rápidamente. Con la designación de un Coordinador de los Bancos Gestionados por el Estado, Luis Oliver, el Poder Ejecutivo comenzó a analizar desde el Ministerio de Economía y Finanzas la propuesta de un grupo formado por las instituciones financieras Credit Suisse, Chemical Banking Corp., Deutsch Sudamerikanische Bank y San Luis Financial and Investment Co. (de la que eran titulares los hermanos José y Carlos Rohm) para adquirir el paquete accionario del Banco Comercial. En el proceso estuvo también participando el entonces Vicepresidente del Banco Central del Uruguay, Agustín De Urtubey, aunque dejando constancia que no lo hacía en nombre del BCU sino en carácter de asesor del Poder Ejecutivo y las instituciones vendedoras, la Corporación Nacional para el Desarrollo y el BROU.

El BCU recién tuvo participación directa en este proceso de venta cuando el 2 de agosto de 1990 debió considerar en el Directorio los términos de la venta del Comercial a las entidades financieras antes mencionadas. Se requería el consentimiento del BCU a algunas de las cláusulas de la transacción, en especial aquellas en la que garantizaba a los compradores el mantenimiento del patrimonio en el nivel previsto en el memorándum de la operación<sup>22</sup>. Si bien el Directorio aprobó los términos de la transacción en lo que a la participación del BCU implicaban, la cuestión generaría una discusión en los meses siguientes entre el BCU, los vendedores (Corporación Nacional para el Desarrollo y BROU) y el Ministerio de Economía y Finanzas. El Presidente del BCU, Ramón Díaz, si bien no quería poner obstáculos a que se concretara la transacción, aspiraba a que las diferencias patrimoniales resultantes de la venta del Banco Comercial recayeran sobre los vendedores y no el Banco Central<sup>23</sup>.

El 1 de octubre de 1990 el Banco Central autorizó la transferencia de las acciones del Banco Comercial al grupo comprador, culminando así la privatización del primero de los

---

<sup>22</sup> La operación fue pactada en el pago de USD 30 millones de dólares por parte de los compradores a los vendedores (CND y BROU), sobre la base de un patrimonio que también debía quedar en USD 30 millones. Para ello, el Banco Comercial podía entregar cartera a cambio de instrumentos emitidos por el BCU, por hasta un monto de USD 100 millones y además el BCU debía asegurar la diferencia entre el patrimonio resultante de la valuación con la sustitución de la cartera vencida y los USD 30 millones. A la postre, resultó que aún con una entrega de cartera por USD 75 millones el BCU debió pagar a los compradores USD 11 millones, para que patrimonio neto del Comercial alcanzara los USD 30 millones.

<sup>23</sup> El aporte de los USD 11 millones referidos en la nota anterior generó una discusión sobre su naturaleza. La asesoría jurídica del BCU la fundamentó en una asistencia financiera extraordinaria, en los términos de la Ley N° 13.608 de 12 de setiembre de 1967 (la Ley de Emergencia, véase Capítulo 2), aunque a Ramón Díaz le resultaba insólito que la asistencia financiera se otorgara sin contrapartida. Primero intentó recuperarla mediante un débito a la cuenta de las instituciones vendedoras, haciendo una deducción del precio recibido, lo que generó la queja de éstas. Finalmente, logró que la recuperación de las diferencias patrimoniales del Banco Comercial se efectuara mediante un débito a la cuenta del Tesoro Nacional en el BCU.

bancos gestionados. La operación, que implicó la primera venta de un banco a privado por parte del Estado uruguayo en su historia, dio lugar a un intenso debate político, tanto por las características de la transacción, el procedimiento de venta y el rol que el Estado debía jugar en el sistema financiero. Las distintas posiciones quedaron evidenciadas en dos interpelaciones al ministro de Economía y Finanzas, Enrique Braga, en julio de 1990 y agosto de 1991.

El debate sobre la venta del Comercial se convirtió en un antecedente ineludible para lo que sería el resto del proceso de reincorporación de los bancos gestionados al capital privado. Más allá de las diversas visiones ideológicas sobre la presencia del Estado en el sistema bancario, de las interpelaciones resultó clara la crítica a la poca o nula participación que las instituciones vendedoras, el BROU y la CND, tuvieron en el proceso de venta del Comercial, así como a la transparencia del proceso. Una de las primeras consecuencias fue la designación de una Comisión *ad hoc* para centralizar las futuras negociaciones por las ventas de los bancos Caja Obrera y Pan de Azúcar, integrada por delegados del Ministerio de Economía y Finanzas, el Banco de la República, la Corporación Nacional para el Desarrollo (estos dos últimos en carácter de accionistas de las instituciones en venta) y el Banco Central del Uruguay, además del Coordinador de los Bancos Gestionados. En el caso del BCU, la participación en esta Comisión fue a través de un miembro del Directorio<sup>24</sup>; un elemento de alto peso político que generó, en los hechos, una alta exposición de la institución en el proceso, no sólo como asesora de los vendedores sino también como interlocutora de los potenciales compradores.

Esta Comisión ya tenía material con el cual ponerse a trabajar. El 26 de julio de 1991 había vencido el plazo establecido para el llamado público a expresión de interés en la adquisición de los bancos Caja Obrera y Pan de Azúcar. Se habían presentado el Banco Nacional de Brasil y los bancos Osorno y Concepción de Chile. También habían manifestado interés dos bancos de plaza: el Boston y el Comercial. Además, había grupos representantes de bancos suizos y otras empresas financieras.

Pero el grupo de interesados se decantó rápidamente. En el caso del Banco Caja Obrera, sólo el Banco Osorno y el Banco Comercial concretaron interés y de ellos sólo continuó una negociación activa con el primero<sup>25</sup>, que anunciaba la participación de un consorcio de bancos regionales<sup>26</sup>. Se resolvió que los servicios técnicos del BCU estimaran una valuación para el Banco Caja Obrera, que sirviera de base para las negociaciones<sup>27</sup>. Durante la primera mitad de 1992 se produjo un ida y vuelta de propuestas y contrapropuestas entre la Comisión encargada de la venta del Caja Obrera y el grupo representado por el Banco Osorno, pero finalmente no se llegó a un acuerdo.

---

<sup>24</sup> En representación del BCU acudió a esta comisión el vicepresidente, Agustín De Urtubey. También se invitó a participar al vocal, Ricardo Lombardo. Sólo la CND integró la Comisión con un miembro de su Directorio (su presidente, Roberto Horta). El BROU y el MEF acudieron con integrantes de sus respectivas asesorías jurídicas.

<sup>25</sup> Si bien el presidente del BCU manifestaba su apoyo a que el Comercial se involucrara en el proceso de compra, a fin de introducir mayor competencia, existía un rechazo a nivel político en cuanto a esta participación. El argumento esgrimido era la concentración del sistema bancario, pero claramente la intención estaba en evitar la reedición de la discusión en torno a la adquisición por parte de los hermanos Rohm y sus socios de instituciones financieras en la plaza uruguaya.

<sup>26</sup> Aunque luego sólo conformaron el grupo dos instituciones: el Banco Osorno y el Banco de Crédito Argentino, con una participación del 50% cada uno.

<sup>27</sup> En aquel momento se estimó el valor de “empresa en marcha” en USD 19 millones. Las ofertas del grupo Osorno – Crédito Argentino nunca se acercaron a dicha cifra.

En paralelo, la situación económica y financiera del Banco Pan de Azúcar se deterioraba rápidamente. En mayo, los servicios del BCU estimaban que la insuficiencia patrimonial del Pan de Azúcar ascendía a USD 115 millones al 31 de diciembre de 1991, cifra a la que había que adicionar las pérdidas que la institución venía teniendo mes tras mes. Las perspectivas para la venta de la institución no eran auspiciosas. Tan sólo el Banco Concepción de Chile había manifestado interés, el cual se diluyó rápidamente.

Además, otro frente se había abierto en materia bancaria con el Banco de Crédito. El 27 de setiembre de 1991 el Directorio del BCU se reunió para analizar la situación de dicho banco, que debía recomponer su capital rápidamente. El Directorio resolvió intimar a los accionistas del Banco de Crédito<sup>28</sup> la capitalización inmediata de la institución y la realización de una operación de venta de cartera con pacto de recompra con el Central para recomponer la liquidez. Cuando el Directorio del BCU ya había resuelto la intervención del Banco de Crédito con desplazamiento de autoridades, los representantes de los accionistas de éste accedieron a los términos planteados por el BCU. Esto mejoró transitoriamente la situación patrimonial del Banco de Crédito, pero los problemas volverían a replantearse en el futuro.

Al no registrarse avances en las negociaciones con los bancos Osorno y Concepción, el gobierno uruguayo decidió modificar la estrategia de venta de los bancos Caja Obrera y Pan de Azúcar. En modo análogo a como se estaba procediendo en otras privatizaciones, la Comisión Coordinadora de la venta de los bancos comenzó a considerar los términos del llamado a un agente financiero, para que valuara el patrimonio de los bancos en venta y contactara posibles compradores. Pero diez años después de la crisis de 1982 el atractivo de Uruguay para la entrada de nuevas instituciones financieras había cambiado. Ya no se podía, como en aquel momento, ni siquiera asumiendo el costo fiscal de nivelar el patrimonio de la entidad bancaria fallida, lograr atraer otras instituciones financieras activas internacionalmente para que se hicieran cargo del banco en problemas.

Como se dijo en una oportunidad en un Dictamen de la Sala de Abogados del BCU, “o se suprime el desequilibrio o se suprime la empresa y no hay tercera posibilidad”<sup>29</sup>. Pero en esos años el pensamiento político no podía generar consensos ni en un sentido ni el otro. No era admisible el cierre de la institución, con la consiguiente pérdida de empleos y eventual reparto del costo financiero entre depositantes y el Estado, ni tampoco la inversión con dineros públicos requerida para llevar el patrimonio a un nivel compatible con una operación eficiente. Quedaba así sobre la mesa la peor situación posible: una entidad financiera vulnerable, sujeta a restricciones presupuestales y un marco regulatorio “blando”, con posibilidad de ser negociada sólo bajo oportunidades muy puntuales.

Eso ocurrió con la nueva instancia del proceso de venta del Banco Pan de Azúcar en 1994. Tras descartar la oferta de una entidad financiera local en proceso de crecimiento que los servicios del BCU no consideraron como suficientemente consolidada como para hacerse cargo del Pan de Azúcar, el proceso de venta continuó solamente con un grupo interesado liderado por el empresario Stephane Benhamou, cuya oferta estaba

---

<sup>28</sup> El Grupo de la Unificación.

<sup>29</sup> Citado en Pascale (2012), página 101.

presuntamente respaldada por un conjunto de bancos italianos que actuaban a través de una fiduciaria, Banknord<sup>30</sup>.

Tras la transferencia del paquete accionario, la gestión del Banco Pan de Azúcar por parte del grupo de Benhamou estuvo pautada por un conjunto de irregularidades que condujeron a su deterioro patrimonial y a la necesidad de su intervención por el BCU en setiembre de 1996<sup>31</sup>.

### 3

Si bien Uruguay nunca registró un episodio de hiperinflación como muchas economías de la región, al finalizar 1989 completaba tres décadas con registros de inflación de dos dígitos<sup>32</sup>. Desde fines de la década del cincuenta y hasta mediados de la del setenta, la inflación crónica fue producto de la monetización de los persistentes déficits fiscales. Luego, si bien las necesidades de financiamiento inflacionario fueron menores, desequilibrios macroeconómicos (balance de pagos y servicio de deuda) dieron lugar a expansiones monetarias que, en presencia de rigidices nominales variadas, consolidaron un nivel de inflación elevada (Oddone y Marandino, 2016) (**¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.**).

Durante las tres décadas previas a la de los años noventa, los planes para reducir la inflación habían fracasado en 1958, 1968 y 1978.<sup>33</sup> Con estos antecedentes, el combate a la inflación se constituyó en uno de los objetivos prioritarios del gobierno que asumió en marzo de 1990.

---

<sup>30</sup> La presencia o no de los bancos italianos y su responsabilidad en la propuesta de compra del Pan de Azúcar generó a la postre una polémica que, entre otras cosas, derivó en el procesamiento con prisión y posterior condena del presidente del BCU en el momento de la transacción, Enrique Braga, por el delito de “abuso innominado de funciones”. Años más tarde, en setiembre de 2002, como consecuencia de una transacción en el litigio que el BROU, la CND y el Banco Pan de Azúcar les iniciaron a los bancos italianos que estaban detrás de Banknord, éstos accedieron a resarcir en USD 5,5 millones a los demandantes, aunque siguieron sosteniendo que la compra del paquete accionario del Pan de Azúcar lo hicieron a nombre de una entidad controlada por Benhamou y sus socios (Eurofar). Sin perjuicio de ello, Enrique Braga hubiese podido alegar en su defensa que el resarcimiento dejaba sin efecto la hipótesis de conjugación del delito (el “daño contra la Administración”). Pero ya era tarde. Al momento de la transacción, Enrique Braga llevaba casi dos años de fallecido, lo que había dado lugar a la clausura de su expediente penal.

Las actas del Directorio del Banco Central números 1900, 1901, 1902, 1903, 1904, 1905, 1907, 1908 y 1909 de los meses de enero, febrero y marzo de 1994 ilustran las diferencias que se produjeron en el Directorio sobre el procedimiento de venta y, especialmente, sobre si quien efectivamente estaba comprando el Banco Pan de Azúcar cumplía con los requisitos establecidos por el Banco Central para calificar como comprador. La venta fue autorizada por el Directorio en la sesión del 8 de marzo de 1994 (según consta en el Acta 1907) y tuvo el voto negativo del director por la minoría colorada Humberto Capote. El fundamento negativo de su voto consta en las páginas 218-249 del Libro de Actas del Directorio del Banco Central de 1994 (período enero-junio).

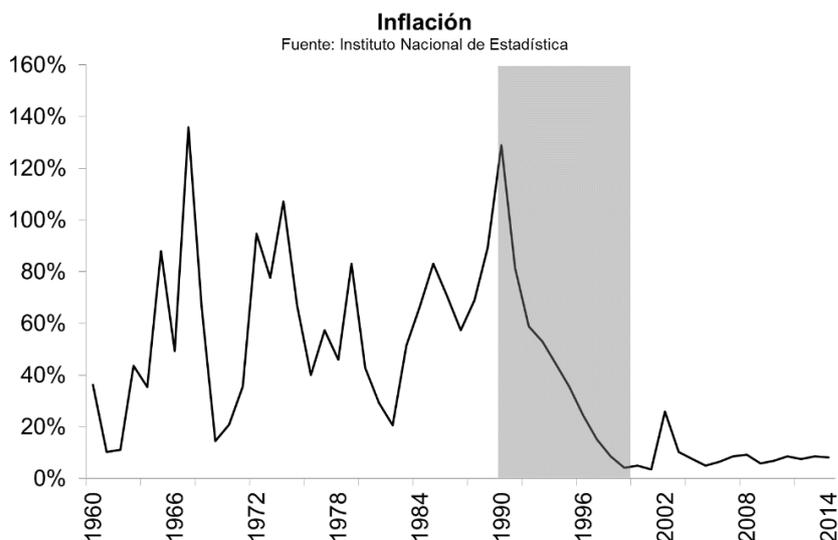
<sup>31</sup> Tras la intervención por el BCU, el Pan de Azúcar volvió al dominio del Estado. Dos años más tarde, en diciembre de 1998, el Directorio del BCU autorizó la fusión entre el Banco Pan de Azúcar y el Banco de Crédito, que había continuado con sus crisis recurrentes. La entidad fusionada, con un capital propiedad en un 51% de la CND y un 48% del Grupo de la Unificación, continuaría funcionando hasta el año 2002 bajo el nombre de Banco de Crédito.

<sup>32</sup> Entre 1960 y 1989 la inflación fue en promedio 58% anual, llegando a alcanzar registros de 135% (1967) y 102% (1974).

<sup>33</sup> Fernández Castro, R. (1997). El plan de estabilización de 1990. Revista de Economía - Segunda Época Vol. IV N° 2 - Banco Central del Uruguay.

Además de la elevada inflación y el desequilibrio fiscal, el nuevo gobierno heredaba otros problemas que hacían difícil la estabilización de precios. En 1990 Uruguay seguía negociando para entrar en el Plan Brady, por lo que la carga de la deuda externa todavía operaba como una restricción para el financiamiento del déficit fiscal. Esta situación, además, se veía agravada por un problema severo en materia de liquidez: de acuerdo a las proyecciones de ese momento, las reservas internacionales se agotarían hacia el mes de julio.

**Gráfico 5.1**



Ante ese panorama, la estrategia de política comenzó con la implementación de un ajuste fiscal. Ello se complementó con un cronograma detallado de rebajas arancelarias para promover la apertura comercial. La idea básica era que un menor déficit fiscal reduciría el riesgo de su financiamiento inflacionario, mientras que una mayor apertura promovería una mayor competencia gracias a la oferta de productos importados.

En paralelo, para hacer frente al problema de liquidez, el Banco Central implementó una política de movilización de reservas mediante operaciones de swaps que suponían la venta de una parte de sus tenencias de oro con compromiso de recompra a seis meses<sup>34</sup>.

Sin embargo, entre marzo y setiembre de 1990 el camino adoptado no sólo no logró reducir la inflación, sino que ésta se aceleró y pasó a ubicarse por encima de los tres dígitos a partir de mayo. En setiembre la inflación mensual alcanzó 14,7% y la anual 128,9%, uno de los registros más altos de la historia (Ver Gráfico 5.1). La explicación de por qué ello ocurrió fue motivo de debate en ese momento. Su origen tuvo varias explicaciones. Primero, el conflicto del Golfo Pérsico en gestación durante 1990

<sup>34</sup> “Al tomar posesión del Directorio las nuevas autoridades a principio de abril, pudieron tomar plena conciencia sobre cuán crítica era la situación del Banco Central, al requerir de los servicios una estimación sobre la evolución presumible de la liquidez y enterarse de que aquellos preveían una liquidez total de USD 14 millones para mediados de junio, cifra que bien puede ser excedida por las necesidades de caja de la institución en un solo día. Díaz (2003)

presionó el precio del petróleo al alza. Ello provocó aumentos de los precios de combustibles de 165% entre marzo y diciembre de 1990<sup>35</sup>.

Segundo, si bien el ajuste fiscal fue significativo, ese año el monto del pago de intereses de la deuda externa (alrededor de 6% del PIB) duplicó el superávit primario logrado. El reducido stock de reservas internacionales<sup>36</sup> en poder del Banco Central y las restricciones de acceso a financiamiento externo<sup>37</sup> obligaban a obtener los dólares necesarios para pagar los intereses de la deuda en el mercado cambiario. Ello provocó aumentos de la emisión. La expansión monetaria en sí misma y la mayor depreciación del peso que ella favoreció, aceleraron la inflación (Ver Cuadro 5.1).

Tercero, la capacidad del Banco Central de controlar y alinear a la estrategia general al Banco República era limitada antes de 2002. Esta dependía en gran medida de la calidad de las relaciones entre los directores de ambas instituciones y del apoyo del Presidente de la República a las autoridades del Banco Central para mantener sus criterios. Durante una parte de 1990, el Banco República volcaba al mercado los fondos del gobierno central que tenía depositados<sup>38</sup>. Dado que pagaba una tasa de interés nula por ellos, prestarlos era sencillo. De este modo, a pesar de la orientación general de la política macroeconómica que tenía como prioridad la inflación, el banco más grande del país contribuía a expandir los medios de pago vía creación secundaria de dinero. Ello contribuyó también a acelerar la inflación en los primeros meses de gobierno.

En este marco, sobre comienzos de octubre el Presidente Lacalle reunió al equipo económico y estableció un mandato claro: diseñar y ejecutar un nuevo plan de estabilización. El nuevo programa se basó en cuatro pilares: i) consolidar la mejora de la situación fiscal; ii) acelerar el cronograma de reducción arancelaria; iii) limitar el accionar del Banco República en la creación secundaria de dinero e; iv) implementar una estrategia para actuar sobre la inercia inflacionaria. En otras palabras, la experiencia de los seis primeros meses de gobierno enseñaba que era necesario actuar sobre las expectativas y sobre las rigideces nominales, al menos sobre algunas de ellas que estaban alojadas en una economía de larga tradición inflacionaria<sup>39</sup>.

El primer paso del plan fue introducir un encaje marginal del 100% sobre los aumentos de los depósitos del Gobierno Central y del Banco de Previsión Social<sup>40</sup> en el Banco República.

### Cuadro 5.1

---

<sup>35</sup> Entre el 28 de junio y el 9 de octubre de 1990, el crudo Brent aumentó 149%.

<sup>36</sup> Las estadísticas oficiales de Reservas Internacionales no reflejan en su verdadera dimensión el problema del bajo stock disponible puesto que el FMI permitía usar colaterales como activos de reservas. De ese modo, el Banco Central le “pedía” al Banco República cada a fin de mes que le “depositara” para cumplir con las metas establecidas con el FMI.

<sup>37</sup> Las negociaciones para reestructurar la deuda en el marco del Plan Brady estaban en proceso. Ello suponía que el acceso a nuevo financiamiento estaba condicionado a la reestructura.

<sup>38</sup> En los primeros meses de gobierno estos habían aumentado debido al ajuste fiscal implementado.

<sup>39</sup> Miembros del equipo económico relatan que el Presidente Lacalle les dijo ese día: “*si es lo que hay que hacer lo hago, pero asegúrense que funcionará esta vez porque si no me van a tomear la ventana*”.

<sup>40</sup> Según comentan protagonistas del período, esto casi le cuesta el cargo Ramón Díaz (Presidente del Banco Central) debido a que varios miembros de la coalición de gobierno presionaron al Presidente de la República para que reviera su posición.

	Emisión	Emisión	Tipo de cambio	Inflación
	Miles de pesos	Variación 12 meses		
ene-90	257.352	62,7%	82,2%	91,0%
feb-90	284.273	74,1%	85,1%	91,8%
mar-90	271.056	69,6%	91,1%	95,4%
abr-90	284.516	78,9%	96,8%	98,7%
may-90	297.405	80,8%	101,1%	103,8%
jun-90	334.530	84,8%	100,7%	107,6%
jul-90	349.303	81,2%	96,6%	107,2%
ago-90	349.424	74,1%	94,8%	109,4%
sep-90	356.515	92,1%	91,3%	128,9%
oct-90	397.163	87,9%	93,1%	127,2%
nov-90	434.140	98,3%	95,4%	129,8%
dic-90	564.137	107,8%	98,0%	129,0%

Fuente: Banco Central del Uruguay, Instituto de Economía

Seguidamente se diseñó un plan basado en un ancla cambiaria. En teoría, en un contexto de apertura comercial y con las cuentas públicas en equilibrio, la paridad deslizante con un ritmo de devaluación declinante contribuiría a promover un menor ritmo de aumento de los precios de los bienes transables. Luego de un período en el que se produciría una apreciación del tipo de cambio real, una recesión asociada a la corrección del desequilibrio de la cuenta corriente terminaría por moderar el incremento de los precios de los bienes no transables. Así, al cabo de un período de transición, la inflación debía converger al ritmo de deslizamiento que la política le imprimiría al tipo de cambio. Por construcción, el deslizamiento del tipo de cambio debía ser menor al de la inflación pasada y debía converger a un nivel de inflación deseado.

Para que el plan fuera exitoso, era clave actuar sobre los precios que estaban indexados a la inflación pasada por dos motivos. Primero, los ajustes de precios *backward looking* en sí mismos erosionarían la efectividad y el *timing* del plan para obtener resultados. Segundo, si estos precios fueran los salarios, como potencialmente lo eran, el efecto espurio sobre el tipo de cambio sería más intenso y, sobre todo, provocaría un aumento del costo fiscal del ajuste<sup>41</sup>. Desde que asumió en marzo, el gobierno había decidido llevar adelante una política salarial que suponía: i) dejar de convocar a los Consejos de Salarios tripartitos; ii) reglamentar el derecho de huelga<sup>42</sup>; iii) y promover aumentos para el sector privado en base a la inflación prevista (40%). La creciente confrontación con los sindicatos derivada de la caída del salario real<sup>43</sup>, dio lugar a una negociación reservada entre el gobierno y el PIT- CNT<sup>44</sup>. Ello dio lugar a un diálogo social para discutir las bases de un acuerdo social entre el gobierno y el PIT-CNT<sup>45</sup>. En ese marco se acordó recuperar el nivel del salario real privado vigente en marzo de 1990 mediante

<sup>41</sup> El efecto sobre el tipo de cambio real sería por la mayor lentitud de la convergencia de los precios no transables. El efecto fiscal sería por la combinación del aumento de los salarios reales públicos y de las pasividades ahora parcialmente atadas a ellos por la reforma Constitucional aprobada en 1989.

<sup>42</sup> Finch, H. (2005); *La Economía Política del Uruguay Contemporáneo 1870-2000*; Ediciones de la Banda Oriental.

<sup>43</sup> En setiembre de 1990 el salario real privado había caído 7,2% en términos interanuales. Al cerrar el año, el salario real privado cayó 6% y el público 9,2%.

<sup>44</sup> En estas negociaciones participaron por el gobierno Javier De Haedo y por el PIT – CNT Juan Manuel Rodríguez.

<sup>45</sup> García Pintos, P. (2006); *Faltan 60 meses, Peripecias del Gobierno Blanco (1990-95)*; Ediciones Cruz del Sur.

cinco ajustes<sup>46</sup>. Finalmente, en 1993 el gobierno dejó de convocar a los Consejos de Salarios para el sector privado transformándose la negociación salarial en una negociación bilateral.<sup>47</sup>

A diferencia de la experiencia que Argentina ensayó con la Convertibilidad a partir de marzo de 1991, la estrategia antiinflacionaria adoptada por el gobierno Uruguay fue gradual<sup>48</sup>. Tres razones explican por qué se optó por ese camino. Primero, el mecanismo de indexación de las pasividades emanado de la Reforma Constitucional de 1989 arriesgaba un aumento real repentino y significativo de los egresos del Banco de Previsión Social si la caída de la inflación era muy pronunciada. Segundo, la gradualidad permitiría una mejor adaptación de los sectores transables al escenario de apreciación del tipo de cambio real, lo que minimizaría los costos en términos de nivel de actividad durante la transición. Finalmente, una aproximación gradual ayudaría a convencer a los agentes del compromiso firme del gobierno con la rebaja de la inflación (Fernández, 1997)<sup>49</sup>.

La estrategia antiinflacionaria descrita se puso enteramente en práctica en marzo de 1991, cuando se inauguró el régimen de banda de flotación deslizante respecto al dólar americano. La banda cambiaria deslizante implementada a partir de ese momento se mantuvo vigente hasta junio de 2002, cuando fue abandonada en medio de la crisis bancaria. El esquema era un instrumento mediante el que las autoridades señalizaban la trayectoria deseada de los precios y que, al mismo tiempo, daba cierto grado de flexibilidad para absorber perturbaciones exógenas sobre el sistema de precios. Con él, se buscaba ganar algo de flexibilidad para poder mitigar parcialmente los efectos de las rigideces nominales que en el pasado habían operado como amplificadores de los shocks externos.

Operativamente, el sistema funcionaba como una paridad deslizante activa (De Brun, 1993), en tanto los extremos de la banda se desplazaban de forma continua según los fundamentos que se le imprimieran a la política monetaria. En concreto, la operativa del Banco Central consistía en fijar los límites de la zona de fluctuación del tipo de cambio al comienzo de cada día, de acuerdo a la pauta mensual de depreciación establecida en el programa monetario. Bajo este esquema, el Banco Central intervenía en el mercado toda vez que la cotización de la divisa alcanzaba los límites de la banda. En el inicio, la amplitud de la banda fue de 2,5% (1,25% por encima y 1,25% por debajo de la cotización). A partir de 1992 fue ampliada a 7%. Por su parte, el Banco Central marcó el ritmo de deslizamiento de la banda que estableció de la siguiente manera: una tasa de 4% mensual en 1991, 2,7% en 1992 y 2% para los siguientes dos años<sup>50</sup>.

---

<sup>46</sup> “En setiembre de 1990 se realizaron nuevos “acuerdos largos” que incluyeron cláusulas de reajuste salarial en atención a tres componentes: “ajuste básico por inflación”, equivalente a 75% de la inflación acumulada desde el último ajuste; una norma “gatillo”, que operaba compensando la pérdida salarial que pudiera registrarse en el caso de que la inflación posterior al último ajuste hubiera sido mayor que la prevista y una “corrección salarial”, que apuntaba a compensar la pérdida de salario real que se verificó en los primeros meses de 1990 respecto al período base (octubre de 1989 a enero de 1990).” (Antía, 2001)

<sup>47</sup> Nahum, B.; *Medio Siglo de Historia Uruguaya 1960-2010*; Ediciones de la Banda Oriental; Montevideo, 2012.

<sup>48</sup> La decisión de optar por una estrategia gradual no contó con el consenso de todo el equipo económico, dado que varios de sus integrantes eran afines a una solución de shock.

<sup>49</sup> Fernández Castro, R. (1997). El plan de estabilización de 1990. *Revista de Economía - Segunda Época* Vol. IV N° 2 - Banco Central del Uruguay.

<sup>50</sup> Brando O, et al; en Nahum, B. (2012); *1960-2010 Medio Siglo de Historia Uruguaya*; Banda Oriental.

Un aspecto colateral a la política monetaria, aunque importante desde el punto de vista institucional, fue la introducción de normativas y procedimientos para separar los roles del Banco República y del Banco Central respecto a la gestión de la política cambiaria. Por un lado, se estableció que las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios quedarían circunscriptas exclusivamente al mantenimiento de la cotización del dólar al interior de la banda de flotación. Ello quiere decir que el Banco Central intervendría solamente cuando la cotización del dólar amenazara con superar o quedar por debajo de los valores comprendidos dentro de la banda. Por el otro, se dispuso que el Banco República participaría diariamente en el mercado de cambios actuando solamente por cuenta y orden de sus clientes y/o de sus propios objetivos de posición<sup>51</sup>.

Más allá del comienzo desafortunado que tuvo en 1990, la estrategia de estabilización inaugurada terminó por reducir la inflación. A ello también contribuyó el escenario internacional, que desde la segunda mitad de los ochenta se caracterizaba por una volatilidad macroeconómica sustancialmente menor. Este fenómeno, que en la literatura se denominó la *Gran Moderación*, implicó un conjunto de mejoras en materia de resultados macroeconómicos principalmente en la órbita de las economías desarrolladas<sup>52</sup>: menores niveles de inflación, mayores niveles de crecimiento y una dinámica más estable en el caso de ambas variables<sup>53</sup>. En efecto, entre 1990 y 1995 la inflación interanual pasó de 129% a 35%, y en 1998 se alcanzó por primera vez desde 1956 un registro de un dígito.

Sin embargo, el proceso de desinflación tuvo efectos colaterales negativos. En la primera mitad de la década, el tipo de cambio real se apreció afectando la competitividad de diversas actividades, especialmente aquellas cuyos mercados de referencia estaban fuera del MERCOSUR (Gráfico 5.2).

La distorsión de precios relativos se explicó por tres motivos. Primero, como era de esperar, el aumento de los precios de los bienes transables se moderó mucho más rápido que el de los no transables, en especial los salarios. Segundo, la mayor integración de Uruguay con Argentina y Brasil sumada a la apreciación del tipo de cambio real en esos mercados, retrasaron la convergencia de la variación de los precios de los bienes transables regionalmente a la evolución del tipo de cambio. De este modo, Uruguay terminó importando inflación de Argentina y de Brasil, lo que agravó las distorsiones de precios relativos y dilató el ajuste de los precios domésticos (Bergara, Dominioni y Licandro, 1994). Tercero, por momentos las políticas fiscal y salarial no fueron

---

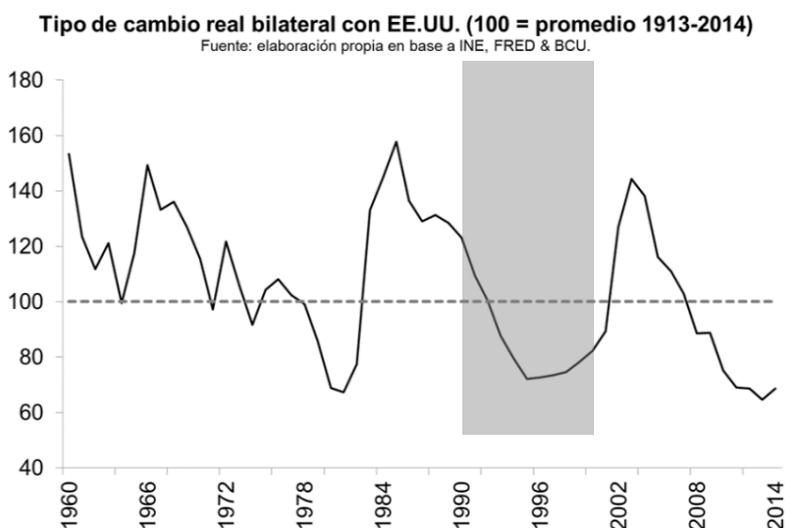
<sup>51</sup> Ese principio se vio distorsionado porque en numerosas ocasiones las compras de moneda extranjera para las necesidades del sector público no las realizaba el Banco República en el mercado, sino que se hacían a través de un acuerdo directo con el Banco Central según el cual esas divisas se vendían al Banco República al tipo de cambio de cierre

<sup>52</sup> A pesar de que el proceso fue característico de los países desarrollados, algunos países emergentes también mostraron un mejor desempeño macroeconómico durante esos años, con lo que el proceso podría extenderse a todo el mundo. Zunino (2010).

<sup>53</sup> Entre los factores que contribuyeron a la Gran Moderación destacan: globalización de los años noventa, el ingreso de China e India a los mercados internacionales de bienes, el desarrollo de los esquemas de *inflation targeting* a partir de la experiencia neozelandesa de 1990, las ganancias de productividad que permitieron los desarrollos en el tratamiento de datos y en las comunicaciones y la adopción generalizada de la regla de Taylor en el manejo de la política monetaria. En este contexto, la inflación mundial pasó de 30% en 1990/94 a 8% en el quinquenio siguiente, y las de las economías en desarrollo de 53% a 13% (dentro de éstas América Latina de 233% a 17%).

consistentes con las restricciones que se desprendían del plan basado en un ancla cambiaria.

**Gráfico 5.2**



Entre 1992 y 1994 la política fiscal no fue lo suficientemente contractiva como lo imponía el plan<sup>54</sup>. De hecho, luego de los dos primeros años de la década, el manejo de la política fiscal se tornó expansivo producto del aumento de la inversión pública y de las transferencias a la seguridad social vinculadas a la reforma constitucional. En efecto, luego de que el ajuste fiscal equilibrara las cuentas públicas en 1991 (-0,1% del PIB) y que lograra un resultado fiscal positivo en 1992 (0,8% del PIB), a partir de 1993 el déficit fiscal reapareció (**¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.5.3**). Puntualmente, entre 1992 y 1993 los egresos corrientes del BPS pasaron de 4,1% a 5,1% del PIB. Esto se tradujo en el aumento de 1 punto porcentual del PIB de los egresos totales del Gobierno Central (de 17,1% a 18,1%), deteriorando el resultado del Gobierno Central en 1,3 puntos porcentuales (en 1992 el resultado había sido superavitario en 0,3% del PIB)<sup>55</sup>.

Por su parte, la política salarial contempló parcialmente la inflación pasada. En un contexto de aumentos moderados del salario real y de apreciación del tipo de cambio real, ello se tradujo en un aumento de los salarios expresados en dólares<sup>56</sup>. En consecuencia, la competitividad de las actividades productoras de bienes transables, en particular las expuestas fuera de la región, se vieron afectadas.

En breve, la estrategia general de la política económica de la primera mitad de la década del noventa y en particular la aplicación del plan de estabilización, sentaron las bases para consolidar una trayectoria declinante de la inflación y estimularon el nivel de actividad gracias a la expansión del consumo apuntalado en la apreciación del tipo de cambio real. Como contrapartida, una insuficiente contracción fiscal en la fase alta del

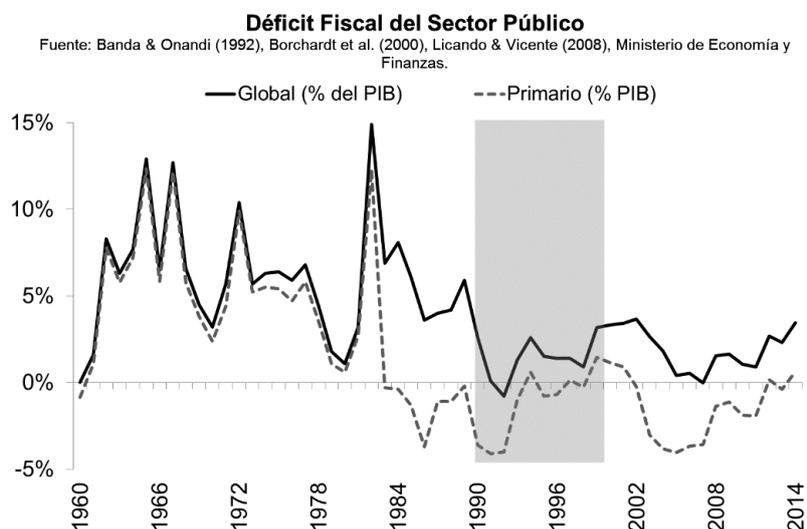
<sup>54</sup> A excepción de los años 1992 y 1998, el déficit del sector público consolidado a lo largo de toda la década fue de alrededor de 2% del PIB. Además, el ciclo electoral del gasto público no desapareció.

<sup>55</sup> Los datos están tomados de Licandro y Vicente (2006).

<sup>56</sup> El salario medio en dólares aumentó 119% entre 1990 y 1995.

ciclo y una política salarial que indexó parcialmente los salarios en un contexto de desinflación, comenzaron a provocar desequilibrios que emergerían con mayor claridad en la segunda mitad de la década.

**Gráfico 5.3**



**4**

En 1990, cuando el Banco Central se acercaba al primer cuarto de siglo de su fundación, no era posible diferenciarlo de la mayoría de las instituciones públicas de Uruguay y no se parecía mucho al perfil que los bancos centrales habían ido consolidando, incluso los de la región. Sus funcionarios no tenían impedimentos para desarrollar actividades fuera del Banco que podían entrar en conflicto con funciones sensibles que desempeñaban en él; su organización interna respondía a patrones históricos más que a criterios funcionales, la carrera funcional privilegiaba la antigüedad y recurría a procedimientos de promoción poco transparentes y excesivamente discrecionales.

En ese contexto, desde la asunción de Ramón Díaz en 1990 y hasta 1993, el Banco Central llevó adelante una reestructura que provocó un debate intenso con el sindicato pero que terminó introduciendo cambios en las relaciones laborales y en la estructura organizativa. Con ella se inició un proceso con el que se pretendió contribuir a la especialización funcional, la independencia técnica, la profesionalización de la plantilla y la acumulación de capital humano. A casi veinticinco años de su puesta en práctica, es posible afirmar que la reestructura es un hito en el proceso de modernización del Banco Central.

Esta sección está dedicada a describir brevemente los fundamentos y los resultados de la reestructura<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup> La sección fue elaborada en base a la información reunida en las entrevistas realizadas y en la consulta de los documentos con los que cuenta el Banco acerca de la reestructura. Ver anexos II y III.

A comienzos de la década de los noventa era normal que los funcionarios del Banco Central tuvieran fuera de él actividades laborales complementarias. Ello se debía a que el régimen de trabajo era *part time*, los salarios no estaban definidos como de dedicación exclusiva y no existía un régimen de exclusividad para el personal<sup>58</sup>. A pesar de los avances en el proceso de equiparación salarial con las remuneraciones de la Banca Privada, los salarios en el Banco seguían siendo menores. Todo ello daba lugar a un régimen laboral que no contribuía a la profesionalización y jerarquización de las funciones, impedía atraer y retener talentos, requería de múltiples compensaciones que terminaban distorsionando la escala de remuneraciones y, con ello, la gestión eficaz del capital humano del Banco.

Los funcionarios del Banco tenían una jornada laboral de seis horas y media (12:50 a 19:20 horas), similar a la de los trabajadores de los bancos comerciales. Muchos dedicaban sus mañanas a otras actividades, lo que hacía que los límites entre las que podían desarrollar dentro y fuera del Banco fueran difusos. Ello impedía asegurar la necesaria independencia de algunas funciones cruciales, como por ejemplo la supervisión bancaria o la negociación de operaciones locales e internacionales.

La dotación de recursos humanos y la estructura de cada área eran más un reflejo de su historia que de una asignación en base a los requerimientos que se desprendían de las funciones que tenían a cargo. En consecuencia, no existía una relación clara entre las denominaciones de los cargos y las responsabilidades, así como entre las funciones y las tareas que efectivamente se desempeñaban. Tampoco se contaba con manuales que relacionaran los cargos con los perfiles requeridos.

Los ascensos tenían lugar dentro del área en la que el funcionario se desempeñaba, y la antigüedad solía ser prácticamente excluyente para la decisión. Eso no impedía que los funcionarios pudieran cambiarse de sector si estaban descontentos, lo que generalmente requería que otro sector los demandara y diera un funcionario a cambio. Hasta el nivel de Sub Gerentes, los ascensos eran definidos por un cónclave de Gerentes que evaluaba a los candidatos. Los funcionarios se enteraban de que estaban siendo considerados para una promoción a través de mecanismos informales, y no era generalizada la práctica de informarles abiertamente quiénes serían ascendidos, quiénes no y por qué motivos. En consecuencia, los procesos de promoción y ascenso eran poco transparentes lo que generaba incertidumbre en el personal del Banco.

La gestión interna era más bien reactiva, predominaba la compartimentación entre áreas y la tradición oral jugaba un papel protagónico. En la cultura organizacional predominante, coordinar era visto con frecuencia y en ciertas áreas como una pérdida de tiempo puesto que restringía el espacio para resolver los temas “importantes”.

En 1990 la plantilla del Banco estaba compuesta por unas 800 personas<sup>59</sup>. En ella convivían diversos grupos de funcionarios: i) los que habían ingresado directamente al Banco luego de su creación; ii) los provenientes del Departamento de Emisión del Banco República antes de 1967 y; iii) los que habían sido absorbidos de bancos privados quebrados. El primer grupo era el que tenía un perfil más profesional, típicamente

---

<sup>58</sup> Estrictamente, tampoco existe actualmente, pero los funcionarios deben declarar las actividades laborales que desempeñan fuera del Banco.

<sup>59</sup> De acuerdo a información proporcionada por el Banco Central, la plantilla ascendía al cierre de 1990 a los 795 funcionarios.

asociado a personas con formación en ciencias económicas<sup>60</sup>. Entre quienes provenían del Banco República se solía encontrar un perfil técnico con formación bancaria, propia de un perfil de formación de los años cincuenta. Finalmente, en el tercer grupo estaban las personas que habían ingresado al Banco a raíz de negociaciones y soluciones que habían procurado mantener la fuente laboral. Estas diferencias se manifestaban en la cultura interna del Banco.<sup>61</sup>

Sobre esta realidad fue sobre la que se montó la reestructura.

---

Ramón Díaz asumió la presidencia del Banco Central en abril de 1990. Por entonces, algunos organismos multilaterales<sup>62</sup> entendían desaconsejable que los funcionarios de la Inspección de Bancos trabajaran en régimen *part time*. Las autoridades decidieron tomar en cuenta las recomendaciones de reestructura, aunque optaron por extender su alcance a todo el Banco.

Si bien el Banco había impulsado medidas para profesionalizar sus cuadros técnicos y lograr que los recursos permanecieran en la institución, se trataba de esfuerzos puntuales y de acotado alcance en virtud de las restricciones presupuestales imperantes. Entre esas medidas pueden mencionarse la creación de una Comisión de Becas que tenía como propósito enviar funcionarios a formarse al exterior, siempre y cuando regresaran y permanecieran en el Banco por al menos dos años. También se participó a los cuadros no técnicos de las reuniones anuales de técnicos de bancos centrales, a la vez que se realizaron cursos internos de capacitación en materia económica. A pesar de ello, la imposibilidad de mejorar los salarios del personal hacía infructuosos los esfuerzos, y la elevada rotación y fuga de talentos se mantenían.

El objetivo de la reestructura fue acercar la organización y el perfil de los recursos humanos del Banco Central a los principios sugeridos por las buenas prácticas internacionales. Las medidas contempladas se enmarcaban en un proceso más amplio de modernización, cuyo objetivo final era la sanción de su Carta Orgánica y que apuntaba a fortalecerlo para jerarquizar la función de supervisión financiera, así como a implementar cambios asociados al espíritu de la ley de intermediación financiera finalmente aprobada en 1992.

En este marco, el Directorio adoptó una serie de decisiones<sup>63</sup> que guiarían el proceso de reestructura: i) reducir el número de funcionarios a través de un régimen de incentivos; ii) extender el horario de trabajo a ocho horas distribuidas entre la mañana y la tarde; iii) mejorar la remuneración del personal que permaneciera en el Banco; y iv) crear la Superintendencia de Instituciones Financieras, dependiente del Directorio del Banco. Estas medidas pretendían profesionalizar los recursos humanos del Banco (vía aumento de salarios y extensión y quiebre de la jornada laboral) y jerarquizar la función de

---

<sup>60</sup> El perfil de este grupo derivó de la separación de los concursos generales y los concursos específicos para Investigaciones Económicas y Contralor del Sistema Financiero por Resolución del 30/5/1984 y a propuesta de la Gerencia de Investigaciones Económicas.

<sup>61</sup> Incluso existía una “categoría de funcionario C” (muchos de ellos provenientes del Banco del Plata) que una vez ingresados al Banco tenían dificultades para ser promovidos.

<sup>62</sup> Joaquín Gutiérrez fue el consultor del Banco Mundial que puso algunos temas sobre la mesa.

<sup>63</sup> Estas decisiones serían aprobadas formalmente a través de la Resolución 475/92 del 16.9.92.

supervisión del Ente. El diseño operativo de la reestructura fue encomendado a José Pini<sup>64</sup>.

Desde el principio, el proyecto de reestructura fue visualizado por los trabajadores como un hecho consumado. El gremio, que por entonces estaba concentrado en la equiparación salarial con la banca privada, entendió que los grandes lineamientos propuestos por la reestructura estaban en línea con los desafíos que enfrentaba el sistema financiero<sup>65</sup>. Por eso, el sindicato no confrontó abiertamente con la sustancia de la reestructura<sup>66</sup>. Sin perjuicio de lo anterior, cuestionó la posibilidad de prescindir de funcionarios y la idea del Presidente del Banco de cubrir el cargo de Gerente General con un funcionario externo<sup>67</sup>. Por otra parte, el gremio reivindicaba la necesidad de incrementar las remuneraciones para compensar la pérdida de ingresos asociados a las actividades laborales que debían ser abandonadas por los funcionarios. Por tanto, más allá del aumento por extensión de la jornada, el sindicato exigía un aumento adicional por dedicación “exclusiva”.

El proyecto de reestructura contempló medidas sobre la organización interna, estructura de cargos y de remuneraciones. Se diseñó un nuevo organigrama con las diferentes unidades, sectores, servicios y gerencias, y se dimensionó la estructura de cargos de cada uno de ellos; se especificaron las responsabilidades, funciones, estándares de desempeño y perfiles requeridos para cada cargo<sup>68</sup>; se fortalecieron las cadenas de mando y se suprimieron las Secretarías Técnicas. Respecto a la estructura de cargos, fue dividida en los niveles de División, Área, Departamento y Unidad<sup>69</sup>, se eliminaron los cargos de Sub Gerentes y se unificó la carrera funcional, incorporando a una misma clasificación al personal proveniente de otras instituciones financieras. Finalmente, en lo relativo a la estructura de remuneraciones, se mantuvieron los niveles de la escala GEPU<sup>70</sup> y se eliminaron las compensaciones especiales incorporándolas al sueldo base del funcionario<sup>71</sup>; asimismo, se estableció que ningún funcionario podría ver reducida su remuneración debido a la reestructura<sup>72</sup>.

Luego de la reestructura, todos los cargos correspondientes de los cuatro escalafones, (con excepción de los gerenciales<sup>73</sup> y por tanto incluyendo direcciones y supervisiones, técnicos -profesionales, administrativos y auxiliares de servicio) comenzaron a concursarse por oposición y mérito, estableciéndose así un conjunto de reglas<sup>74</sup>. A partir de entonces, serían los propios funcionarios quienes definirían voluntariamente su

---

<sup>64</sup> Catedrático de la Universidad de la República de cambio organizacional.

<sup>65</sup> Por ejemplo, el sindicato entendía como necesaria la confección de la Carta Orgánica y el estatuto del funcionario.

<sup>66</sup> Las mayores resistencias del sindicato fueron por los cambios de horario.

<sup>67</sup> La oposición el sindicato se basó en que, dado que el Gerente General sería el responsable de liderar la transición, era clave que el cargo fuera ocupado por alguien que conociera la “interna” del Banco.

<sup>68</sup> En la definición de perfiles se propuso romper con la hegemonía del criterio de la antigüedad en la carrera funcional. Personal del Banco participó en la definición de los perfiles idóneos para cada cargo.

<sup>69</sup> Los dos primeros correspondían a niveles gerenciales y los dos últimos a nivel de jefatura.

<sup>70</sup> Grado Escala Patrón Única es la escala de remuneraciones por niveles.

<sup>71</sup> Cuando ello no fuera posible, el funcionario continuaría percibiendo la compensación como compensación personal. Ella se incorporaría al sueldo cuando el funcionario ascendiera.

<sup>72</sup> Por tanto, los funcionarios que por atribución de funciones estuvieran cobrando un sueldo mayor al de su cargo al momento de la reestructura, seguirían obteniendo ese sueldo tras ella, aun cuando perdieran el cargo que ostentaban por no contar con el perfil adecuado.

<sup>73</sup> Los cargos de nivel gerencial son designados privativamente por el Directorio.

<sup>74</sup> Habían reglas para ingresar al Banco -concurso-, pero no para ascender en la estructura.

postulación a un cargo. Además, y a partir de la unificación de la carrera funcional, los funcionarios que provenían de bancos privados que fueron parcialmente absorbidos por el Banco Central tenían derecho a postularse.

En materia salarial, los ajustes supondrían un aumento del 17,07% por extensión del horario de trabajo y uno de 18% por “dedicación exclusiva” a quienes permanecieran en la institución. Adicionalmente, se otorgaría a todos los funcionarios un 5% en carácter de compensación personal por reestructura, mientras se reservaba un 4% para un “premio por eficiencia” al tercio de funcionarios mejor calificados de acuerdo al régimen de evaluación que se instalaría en 1994<sup>75</sup>. Los fondos para financiar los ajustes se asociaron al ahorro por el retiro de personal<sup>76</sup>, la incorporación de compensaciones al sueldo básico y el pago de compensaciones personales.

El 18 de marzo de 1993, mediante resolución 283/93, el Directorio aprobó la reestructura del Banco. Entre las resoluciones adoptadas se destacan: i) modificar el horario de labor del personal de las 9:45 a las 17:45; ii) encomendar a la Gerencia General la instrumentación de la transición hacia la nueva estructura y facultarla a realizar las redistribuciones del personal dentro de ella<sup>77</sup>; iii) autorizar el pago de los ajustes salariales proyectados; iv) disminuir al mínimo posible la realización de horas extras. La transición hacia la nueva estructura sería liderada por el Gerente General del Banco, y la idea era completar el proceso de promociones y reasignaciones de personal en el transcurso del año 1993<sup>78</sup>. Sin perjuicio de ello, la promoción y reasignación de cargos gerenciales sería decidida por el Directorio.

Dos situaciones preocupaban particularmente a las autoridades en relación a la implementación de la reestructura. Por un lado, que se dieran casos de no correspondencia estricta entre cargo y perfiles disponibles. Por otro, la desaparición de los cargos excedentarios de gerencia, sub gerencia y jefatura. En relación a lo primero, se decidió flexibilizar el principio de estricta correspondencia complementándolo con un plan de capacitación que compensara las carencias que fueran identificadas. Respecto a lo segundo, y en concordancia con los lineamientos generales de la reestructura, se definió que los funcionarios se desempeñaran en un nuevo cargo presupuestal percibiendo la remuneración asociada. En caso de sufrir una pérdida salarial, recibirían una compensación por la diferencia.

El 1 de abril de 1993 los funcionarios del Banco ingresaron a trabajar a las 9:45. Si bien ya no podrían dedicar sus mañanas a otras labores, a partir de entonces percibirían unos salarios muy mejorados, con aumentos que se sumaban a los ya obtenidos a través del proceso de equiparación salarial con la banca privada.

Desde una perspectiva histórica, la reestructura es un hito para la modernización y profesionalización del Banco Central en materia de recursos humanos. Primero, al extender el horario de trabajo e incrementar las remuneraciones, propició las

---

<sup>75</sup> Los funcionarios eran calificados con un número por sus superiores. El tercio mejor calificado cobraba el 4%. Este sistema se dio por terminado poco tiempo después.

<sup>76</sup> Los retiros incentivados se financiaron por partida presupuestal extraordinaria.

<sup>77</sup> Este proceso enfrentó importantes resistencias.

<sup>78</sup> El proceso se terminó extendiendo más allá del año 1993 debido a que para un elevado porcentaje de puestos no existía una estricta correspondencia entre los perfiles de cargos exigidos y los de quienes los ocupaban. De hecho, el grupo que trabajó en la asignación de cargos aceptó un elevado número de méritos en sustitución o compensación de los exigidos en cada cargo.

condiciones para que los funcionarios se dedicaran casi exclusivamente al Banco, lo que contribuyó a sentar las bases para una mayor profesionalización en el desempeño de sus funciones. Segundo, racionalizó la estructura organizativa y de cargos, unificó dentro de esa estructura a todos los funcionarios, así como definió y explicitó las pautas que reglarían la carrera del funcionario. Tercero, precisó los roles, funciones y responsabilidades de cada cargo, asociando los perfiles apropiados para su desempeño. Cuarto, fortaleció las líneas de mando y redujo la compartimentación.

La reestructura tuvo resultados fundamentalmente en el reordenamiento de la gestión de los recursos humanos. Su implementación fue posible gracias al aumento de recursos. Más allá de ello, y aunque sus efectos no se manifestaron inmediatamente su concreción se tradujo en una racionalización de la estructura de cargos y en una mayor transparencia de la carrera funcionarial.



## CAPÍTULO 6: 1995-2001

A comienzos de 1995 el país celebraba una década de democracia y la transición política parecía completada. Las libertades públicas y la convivencia estaban consolidadas plenamente, se habían celebrado tres elecciones que habían dado lugar a la rotación de los partidos políticos en el gobierno y se habían encauzado problemas como la deuda externa heredada de la crisis de 1982. Además, la economía había acelerado su modesto crecimiento en los cinco años previos y la inflación cedía. Es cierto, había desafíos pendientes como por ejemplo resolver la deuda implícita derivada de la Reforma Constitucional de 1989 que ataba el aumento de las pasividades al incremento de salarios medios, pero el futuro lucía mejor que el pasado. Mirada desde comienzos de 1995, la segunda mitad de la década podía verse con un moderado optimismo.

Pero la conmoción política, económica y financiera desatada en México durante el año 1994 hizo revivir los fantasmas de la crisis de la deuda de los ochenta. La devaluación del peso y el temor a la cesación de pagos por parte del gobierno mexicano reverberó en forma negativa sobre los flujos de capital hacia los mercados emergentes. El llamado “efecto tequila” disparó crisis financieras y de balanza de pagos de diversa magnitud en todo el mundo, pero con especial rigor en América Latina, particularmente Argentina y Brasil. La ayuda de los países industrializados y los organismos multilaterales a México, liderada por la acción de la Administración Clinton en Estados Unidos, disipó momentáneamente la crisis.

Pero a fines del siglo XX el orden financiero internacional instaurado luego de la Segunda Guerra Mundial y reformado en 1973, mostraba signos de resquebrajamiento. La crisis mexicana iniciaría una ola que golpearía en 1997 en las economías del este de Asia y en Rusia durante 1998, para volver luego a América Latina: Brasil en 1999, Ecuador en 2000 y Argentina en 2001<sup>1</sup>. Todos estos episodios motivaron un replanteo del rol de los organismos multilaterales de crédito en la arquitectura financiera internacional, acrecentando la incertidumbre propia de estos fenómenos con la ausencia de reglas claras en los mecanismos de resolución de crisis.

Superados rápidamente los coletazos del “tequila” en 1995, Uruguay disfrutó de una relativa bonanza en la segunda mitad de la década, en buena medida ajeno a estos desarrollos, al menos hasta que la devaluación brasileña de enero de 1999 supuso un duro cambio de escenario.

El presente capítulo está dedicado a repasar tres temas que fueron de especial relevancia para la historia del Banco Central entre 1995 y 2002<sup>2</sup>: la discusión sobre el rol de los organismos multilaterales de crédito en la resolución de crisis financieras y de balanza de pagos, la aprobación de la primera Carta Orgánica del BCU en marzo de 1995

---

<sup>1</sup> La crisis rusa también tuvo repercusiones en otras economías de Asia, Cercano Oriente y el Este de Europa.

<sup>2</sup> Entre 1995 y 1996 el Directorio del Banco Central estuvo integrado por Ricardo Pascale (Presidente), Humberto Capote (Vicepresidente) y Mario Bucheli (Director). En 1996 Humberto Capote se hizo cargo de la Presidencia, Juan Moreno fue nombrado vicepresidente y Mario Bucheli se mantuvo como director. Entre 2000 y 2002, en la primera parte del período de gobierno Jorge Batlle que el Directorio estuvo integrado por: César Rodríguez Batlle (Presidente), Eva Holz (Vicepresidenta) y Rosario Medero (Directora). En la Gerencia General Hugo Lacurcia reemplazó a Juan Olascoaga en 1995 siendo sustituido por Gualberto de León en 1997.

y la gestación de la crisis de 2002. El primero de ellos tendría particular relevancia para las autoridades uruguayas a la hora de enfrentar la crisis de 2002 y diseñar la salida. El segundo es un hito que marca el final de un lustro de acontecimientos y cambios institucionales que tuvieron al Banco Central como protagonista. El tercero importa por el papel que le tocó desempeñar al Banco y por las transformaciones que se gestaron durante la crisis. El capítulo está organizado en ocho secciones. La primera describe los principales acontecimientos internacionales que enmarcan el desempeño de la economía uruguaya entre finales del siglo XX y comienzos del XXI y que alimentan la discusión que los representantes del sector oficial de los países industrializados fueron teniendo sobre el diseño de mecanismos de resolución de crisis. La segunda repasa las principales decisiones de política económica por parte de las autoridades uruguayas en el período y la evolución de las variables macroeconómicas. La tercera se ocupa de la Carta Orgánica. Las otras cinco se encargan de describir y analizar acontecimientos que estuvieron detrás del origen de la crisis y en los cuales el Banco Central jugó un papel destacado.

## 1

Tras el duro período de ajuste que siguió a la crisis de 1982, México había comenzado a recuperar el crecimiento y abatir la inflación sobre finales de la década de los ochenta, esfuerzo que se vio apuntalado tras la negociación con los acreedores financieros en el marco del Plan Brady a mediados de 1989. La Administración de Carlos Salinas de Gortari aspiraba catapultar a México como una economía del “primer mundo”, estrategia que parecía verse consolidada con la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte con Estados Unidos y Canadá el 1° de enero de 1994<sup>3</sup> y la incorporación de México a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en mayo.

Pero ese mismo día estalló la revolución zapatista en el estado fronterizo de Chiapas, anulando parte de los efectos beneficiosos que el Tratado de Libre Comercio tuvo sobre la percepción de “riesgo país” y el flujo de capitales hacia México. El clima político se tornó aún más negativo tras los asesinatos de figuras relevantes del oficialista Partido Revolucionario Institucional (PRI)<sup>4</sup>. Cada uno de estos eventos fue seguido de fuertes corridas especulativas contra el peso mexicano, al cual el Banco de México defendió a costa de la virtual evaporación de sus reservas internacionales a lo largo del año.

Además de los problemas políticos, la paridad fija del peso mexicano era inconsistente con el agresivo programa fiscal del último año del gobierno de Salinas de Gortari y con el sesgo expansivo que el crédito interno del Banco de México tenía en ese año para mantener bajas las tasas de interés y estimular la economía durante el año electoral y otorgar asistencia financiera a numerosas instituciones bancarias en problemas, especialmente las relacionadas con el crédito al sector agropecuario. El financiamiento del déficit del sector público provino de la emisión de títulos del Tesoro mexicano (*Tesobonos*) que tenían la particularidad de ser pagaderos en moneda extranjera.

Al 1° de diciembre de 1994, momento en que Ernesto Zedillo asumió la presidencia de México, las reservas internacionales habían caído a USD 6,4 mil millones, desde los USD

---

<sup>3</sup> NAFTA, por la denominación del Tratado en inglés.

<sup>4</sup> El candidato a las elecciones presidenciales de ese año, Luis Donaldo Colosio, en marzo y el presidente del PRI, José Francisco Ruiz Massieu, en setiembre.

25,4 mil millones disponibles a fines de 1993. Ante la imposibilidad de seguir defendiendo el peso mexicano a costa de reservas internacionales<sup>5</sup>, la nueva administración se vio obligada finalmente a dejarlo flotar y su cotización respecto al dólar saltó de \$ 3,40 a \$ 7,20. La carga de la deuda, mayormente de corto plazo, se hizo insostenible con la nueva paridad, alentando temores de un nuevo *default*, como el de 1982, que había dado origen a la crisis de la deuda de los ochenta.

La respuesta de Estados Unidos a la crisis de México se procesó en momentos que Robert Rubin sucedía a Lloyd Bentsen como Secretario del Tesoro durante el gobierno de Bill Clinton. La decisión fue objeto de un fuerte debate, primero dentro de la propia Administración, luego en el Congreso y finalmente con los demás países del G-7. El propio Rubin ha señalado el conflicto entre su disgusto a efectuar un rescate de inversores privados que efectuaron colocaciones en un contexto de alto riesgo (con la consiguiente prima en el rendimiento) y la necesidad de actuar para evitar que la crisis mexicana derivara en un problema internacional, como ya había ocurrido en 1982 (Rubin y Weisberg, 2003). En el caso de la crisis mexicana, el pragmatismo de la segunda visión (el “efecto tequila” ya había comenzado a mostrar sus efectos sobre el resto de América Latina y en varios otros mercados emergentes), predominó sobre los siempre discutibles efectos morales de la primera, apoyado por el sentimiento de compromiso de la administración estadounidense para con un país vecino y socio comercial. La posición favorable de Rubin hacia el rescate era también apoyada por su Vicesecretario Larry Summers y por el Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan.

Clinton optó, en primer lugar, por buscar apoyo parlamentario para el rescate mexicano, pero la iniciativa no daba muestras de progresar favorablemente cuando el 31 de enero de 1995 la situación de liquidez del Banco de México puso a ese país al borde de la cesación de pagos<sup>6</sup>. Entonces Clinton optó por hacer uso del Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF, por su sigla en inglés)<sup>7</sup> para aportar USD 20 mil millones a una línea crediticia para México, que serían complementados por USD 18 mil millones del FMI y USD 13 mil millones del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por la sigla en inglés) de Basilea y otros bancos comerciales<sup>8</sup>. El apoyo financiero se instrumentó como un fondo de garantía, que permitió que las emisiones de nuevos títulos de deuda por parte del gobierno mexicano tuvieran una drástica reducción en la prima requerida<sup>9</sup>.

Pero mientras el apoyo de Estados Unidos a México se materializaba, el contagio de la crisis amenazaba la estabilidad en muchos mercados emergentes, en particular en

---

<sup>5</sup> En rigor, lo que defendía era el límite superior de una banda cambiaria.

<sup>6</sup> Una de las muestras de apoyo político más firmes a la decisión de Clinton de llevar adelante el rescate de México provino del opositor Partido Republicano. El recientemente electo gobernador por el Estado de Texas, George W. Bush, fue el primer político que se comunicó con el Presidente Clinton para transmitirle que los votos de su Estado estarían a favor de su propuesta (Rubin y Weisberg, 2003).

<sup>7</sup> Exchange Stabilization Fund.

<sup>8</sup> El uso del ESF por parte de la Administración Clinton suscitó fuertes críticas en el Congreso y los medios de prensa. Por ese motivo, este mecanismo dejó de usarse regularmente. Los paquetes de ayuda económica que seguirían durante el gobierno de Clinton utilizarían los recursos de los organismos multilaterales de crédito, cuyo capital se ampliaría a tales efectos. El ESF recién volvería a utilizarse en 2002, durante la presidencia de George W. Bush, como “préstamo puente” para el rescate financiero de Uruguay.

<sup>9</sup> Durante enero y febrero de 1995, las colocaciones de Tesobonos se hicieron a tasas del orden del 20% anual en dólares. En julio, una colocación de títulos a un año de plazo se hizo a una tasa del 11%. En los meses siguientes, el riesgo país siguió cayendo por debajo de los 500 bps. Téngase presente que en esa época la tasa LIBOR a un año se ubicaba en torno al 6% anual.

América Latina. Los inversores institucionales se mostraron especialmente aversos hacia los países con altos déficits en cuenta corriente y con monedas apreciadas frente al dólar, por lo que Argentina y Brasil pasaron rápidamente a ser víctimas de las salidas de capital. En el caso de Argentina, el Plan de Convertibilidad de 1991 había sido exitoso en el combate a la hiperinflación en que ese país se había visto sumido entre 1989 y 1990 y una serie de reformas económicas, entre ellas un ambicioso programa de privatizaciones, la habían convertido en una historia de éxito similar a la que hasta hacía pocos meses se narraba respecto a México. Pero el *boom* de consumo que siguió a la estabilidad generó una apreciación de la moneda local y un desequilibrio en la cuenta corriente que volvió a Argentina muy dependiente del financiamiento a través de la cuenta capital del balance de pagos.

En cuanto a Brasil, el lanzamiento del Plan Real durante el año electoral 1994 también había sido exitoso en hacer caer una inflación que durante años se había mantenido en niveles de tres dígitos. Pese a la ingeniería utilizada para desindexar la economía<sup>10</sup>, el impulso que tuvo el consumo interno al abatir la inflación provocó que ésta se mantuviera, de todos modos, por encima de la de los socios comerciales de Brasil. De ser un país con un moderado superávit en cuenta corriente, acuciado por problemas de financiamiento, Brasil pasó en el segundo semestre a disfrutar de una holgura de financiamiento que transformó rápidamente el signo de la cuenta corriente. En momentos en que estallaba la crisis mexicana, Brasil también había ingresado al club de países con monedas apreciadas y cuenta corriente deficitaria.

Las respuestas de Argentina y Brasil a la crisis mexicana fueron distintas. Para Argentina, donde aún persistían los temores un regreso a la hiperinflación, el mantenimiento del Plan de Convertibilidad era sentido como una necesidad, máxime en medio de un proceso electoral<sup>11</sup>. Pero bajo un régimen cambiario de ese tipo, la disponibilidad de medios de pago doméstica está intrínsecamente atada al saldo de la balanza de pagos. La salida de capitales provocó una contracción en los agregados monetarios y en la disponibilidad de crédito doméstico, lo que empujó al país hacia una aguda recesión. La destrucción de dinero primario a través del saldo negativo en la balanza de pagos disparó un proceso de desintermediación financiera en el que quedaron por el camino varias instituciones financieras, por lo que las autoridades del Banco Central se vieron obligadas a instrumentar una reestructuración del sistema financiero al mismo tiempo que enfrentaban una crisis de balanza de pagos<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> El Real fue lanzado inicialmente como una unidad de cuenta, definida con una paridad uno a uno con el dólar, a la que debían converger todos los mecanismos de indexación en la economía brasileña. El cruzeiro real continuó siendo la moneda utilizada con fines transaccionales hasta que el 1 de julio de 1994 fue sustituida por el Real, ahora sí instalado como medio de cambio. El objetivo del proceso era evitar la apreciación cambiaria: si todos los precios estaban denominados en reales y no se ajustaban (aunque aumentaran en cruzeiros reales), al transformar al Real en la nueva moneda la inflación desaparecería.

<sup>11</sup> Las elecciones presidenciales se celebrarían en mayo de 1995, de las que resultaría reelecto Carlos Saúl Menem merced a la reforma constitucional de 1994. La amplia victoria sobre sus adversarios se basó, precisamente, en la preservación del Plan de Convertibilidad.

<sup>12</sup> Entre otras medidas, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) promovió la adquisición de instituciones bancarias problemáticas por parte de las que mostraban mayor solidez, en particular los bancos activos internacionalmente. También se dio una amplia utilización al instrumento del fideicomiso financiero para transformar los pasivos de las instituciones bancarias en liquidación en instrumentos comercializables en el mercado de valores, a fin de atenuar los efectos negativos de la reestructuración bancaria sobre la cadena de pagos. Esta experiencia, en particular, sería tenida en cuenta por las autoridades uruguayas durante la reestructuración financiera de 2002.

Al igual que en Argentina, en Brasil el sistema bancario también sufrió los coletazos del “tequila”. Pese a que a comienzos de 1994 los bancos brasileños gozaban de un buen nivel de capitalización en comparación con sus pares latinoamericanos, el aumento del crédito que acompañó el crecimiento del consumo durante la puesta en marcha del Plan Real y la suba de tasas de interés que el Banco Central de Brasil debió aplicar para defender al Real ante las primeras presiones especulativas tras la devaluación del peso mexicano, provocaron problemas de liquidez y aumento en la morosidad de las carteras de los bancos. Por tal motivo, al igual que en Argentina, debió darse un proceso de reestructuración, con varias instituciones bancarias absorbidas por otras mayores y con mejor respaldo. En materia cambiaria, tras una defensa inicial de la paridad “uno a uno”, Brasil optó por desligarse luego de ese compromiso y pasar a utilizar un régimen de bandas cambiarias.

A diferencia de lo que ocurría con sus vecinos, Uruguay no sufrió una crisis en la cuenta capital como consecuencia del “tequila”. Por el contrario, la fuga de capitales de Argentina recaló en parte en Uruguay, lo que convirtió a este país en una *rara avis* entre los mercados emergentes. Sin problemas de financiamiento en la cuenta capital ni en el sistema bancario, Uruguay sufrió en cambio dificultades en materia de nivel de actividad, por la contracción de los que ya eran sus principales mercados, tanto en comercio de bienes como de servicios.

La ayuda norteamericana a México disipó rápidamente los efluvios del “tequila”, dejando sin embargo consecuencias de mediano alcance en la región. Argentina, que mantuvo contra viento y marea la Convertibilidad, sufrió una aguda contracción en la actividad, pero también se vio beneficiada por una rápida recuperación, además de haber mantenido el objetivo de estabilidad de precios. El “tequila” fue una prueba de fuego para la Convertibilidad, de la que salió airosa y fortalecida, especialmente gracias a la reestructuración bancaria. Este sentimiento de invencibilidad pesaría en el ánimo de los responsables de la política económica años más tarde, ante otra perturbación externa negativa, mucho más prolongada que lo que fue el “tequila”.

Para el Mercosur, las reacciones unilaterales de Argentina y Brasil para defender su cuenta corriente, con adopción de medidas para-arancelarias proteccionistas fuera de los protocolos establecidos en los Tratados de Asunción y Ouro Preto, implicaron el principio del fin del bloque regional como iniciativa de zona de libre comercio y peor aún como proyecto de unión aduanera. Los rápidos progresos en materia de apertura comercial de la primera mitad de los noventa se estancaron en la segunda y definitivamente comenzarían a retroceder tras la crisis cambiaria brasileña de 1999.

Para Uruguay, donde también se experimentó una rápida recuperación tras una moderada recesión de tres trimestres, el evento fue asimismo una confirmación de que las lecciones de la crisis de 1982 habían sido aprendidas. Un régimen de relativa flexibilidad, como el de las bandas cambiarias, mostró capacidad de adaptación frente a expectativas adversas, agravadas además por una transición política. Las políticas de manejo de liquidez de la banca *offshore* también mostraron su eficacia para aislar al crédito doméstico del humor cambiante en los flujos de capital y dieron una imagen de solidez para el sistema bancario local que le permitió actuar como refugio dentro de la inestabilidad regional. El resultado de que una crisis financiera en Argentina tuviera como correlato un ingreso de capitales a Uruguay también se incorporó en el instinto de los decisores de política uruguayos y condicionó respuestas a otras crisis en el futuro.

Pese al éxito del rescate norteamericano, la crisis mexicana también replanteó el rol del sector oficial de los países industrializados y de los organismos multilaterales de crédito en la solución de crisis financieras en mercados emergentes. Por el lado de los Estados Unidos, comenzó a impulsarse el apoyo multilateral a países emergentes mediante el refuerzo de la capacidad de préstamo de organismos como el FMI y el Banco Mundial. Pero por el lado de Europa, no se vio con buenos ojos la aparente intención de los Estados Unidos de utilizar fondos de la comunidad internacional para apoyar países en los que éste tuviese intereses políticos o económicos. Y aún dentro de los Estados Unidos, el apoyo político a rescates como el mexicano no fue unánime, lo que motivó la aspiración de transmitir que el caso mexicano debía entenderse como una excepción más que una regla. Lo que fue común en el G-7 fue el sentimiento de que, en la crisis mexicana, el sector oficial había hecho mucho y el sector privado muy poco (Roubini y Setser, 2004).

La diversidad de posturas se vio reflejada en el pronunciamiento de la reunión del G-7 en Halifax, en 1995. Allí se reclamaron “mecanismos financieros multilaterales adecuados” que sirvan para ser utilizados “con la escala y la rapidez requerida para afrontar las consecuencias de shocks externos que pueden surgir de la creciente movilidad internacional de los capitales”. Pero, también se sugirió que aún con una capacidad financiera incrementada, los recursos del FMI “pueden no ser suficientes en todos los casos”, abriendo la puerta a la utilización de “otros mecanismos que pueden resultar útiles en situaciones de crisis”. Esos “otros” hacían referencia al involucramiento del sector privado en la solución de la crisis, pero la aún cercana crisis en México evitó una mención más explícita al respecto.

La discusión se reavivó al sobrevenir una nueva ola de crisis financieras en los países del este de Asia, Ucrania y Rusia entre 1997 y 1998. Los sucesivos encuentros de ministros de Finanzas de los países desarrollados siguieron centrados en la ampliación de los recursos del FMI, en la determinación de los casos en que un gobierno debiera tener acceso a financiamiento a gran escala de organismos multilaterales y en cómo involucrar a los acreedores privados en la solución del problema. De las discusiones en el seno del G-7 surgieron esbozos de ideas sobre “reglas” a seguir por parte del FMI, según las cuales el acceso a financiamiento a gran escala para enfrentar una crisis estaría admitido: a) cuando el país en cuestión estuviese afectado por un contagio externo, b) cuando las reservas internacionales no estuviesen siendo utilizadas para defender paridades cambiarias desalineadas, c) cuando se estuviese frente a un problema de iliquidez en un Estado solvente y d) cuando el sector privado estuviese involucrado en la solución de la crisis.

Sin embargo, estas ideas no llegaron a plasmarse en reglas efectivas ya que no encontraron un consenso claro. Los comunicados oficiales reflejaron la ambigüedad existente, resultante de que los europeos no se sentían cómodos favoreciendo el otorgamiento de un rescate financiero a los inversores de un país con problemas de liquidez, aunque solvente, mientras que los norteamericanos tampoco encontraban confortable la idea de negar asistencia financiera a un país solvente por el mero hecho de que los acreedores privados no accedieran primero a refinanciar sus créditos. Con un argumento que en el año 2002 Uruguay utilizó en sus negociaciones con el FMI, los norteamericanos hacían notar que imponer coercitivamente esa condición a los privados podía llegar a generar un pánico que, en última instancia, terminaría agravando

la crisis, transformándola en un problema de insolvencia (Roubini y Setter, 2004, capítulo 5). Las reuniones del G-7 en Birmingham en 1998 y Colonia en 1999 no dieron más que indicaciones genéricas de cómo actuar frente a una crisis, lo que para los funcionarios del FMI era una guía de acción insuficiente.

El *staff* del FMI podía sentir, legítimamente, que los pronunciamientos ambiguos del G-7 no hacían más que pasarle la decisión de cómo ayudar a un país involucrando simultáneamente al sector privado en la solución, recibiendo luego las críticas por no lograr en última instancia una cosa o la otra. De allí que, frente a la amplitud de opciones del pronunciamiento de Colonia, el FMI intentó resumir las alternativas a dos: el enfoque “catalítico” y el involucramiento privado “concertado”. Durante una discusión en el Directorio de ese organismo en setiembre del 2000<sup>13</sup>, el análisis de la resolución de los problemas de balanza de pagos en países emergentes distinguió entre dos situaciones. Por un lado, “en los casos que las necesidades financieras del país miembro son relativamente pequeñas o en que, pese a que las necesidades financieras son grandes, el país miembro tiene buenas perspectivas de recuperar el acceso al mercado en el futuro cercano, puede esperarse que la combinación de fuertes políticas de ajuste y apoyo del Fondo catalicen el involucramiento del sector privado”. Este enfoque “catalítico” o tradicional adopta una definición amplia de “involucramiento del sector privado”, planteándolo en términos de la reversión del flujo de capitales una vez restaurada la confianza. En aquel momento, el *staff* y el Directorio del FMI coincidían en que la evaluación de la capacidad del país miembro de recuperar el acceso al mercado era crucial para determinar la validez de este enfoque. Así, “cuando una temprana recuperación del acceso al mercado en condiciones consistentes con la sostenibilidad externa a mediano plazo es considerada no realista, o cuando la carga de la deuda es insostenible, un mayor apoyo concertado por parte de los acreedores privados puede ser necesario, incluyendo posiblemente la reestructura de la deuda”.

La posición predominante en el sector oficial siguió siendo la de actuar ante situaciones de crisis con “flexibilidad”, o con una “discreción acotada”, más por la falta de una alternativa bien estructurada o realista que por convicción. El pragmatismo de la “doctrina Rubin”, por la que “en ocasiones es más costoso proveer un monto insuficiente de recursos que brindarlos en exceso”, siguió imponiéndose con reservas en el sector oficial, siendo escaso el apoyo a propuestas de reforma del FMI que lo limitaran o incluso lo excluyeran de la posibilidad de ofrecer paquetes de rescate<sup>14</sup>.

Esta postura dominante se reflejó en el informe del Comité Monetario y Financiero Internacional tras su reunión en Praga, en setiembre del 2000, en oportunidad de la Asamblea Anual del FMI y el Banco Mundial. Allí se expresaba que:

- “En algunos casos, la combinación del financiamiento oficial catalítico y el ajuste de políticas deberían permitir al país recuperar pleno acceso al mercado rápidamente...”

---

<sup>13</sup> “*Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Standstills – Preliminary Considerations*”, FMI, sesión de Directorio Ejecutivo 00/90, 5 de setiembre de 2000, disponible en [www.imf.org/external/np/pdr/sstill/2000/eng/index.htm](http://www.imf.org/external/np/pdr/sstill/2000/eng/index.htm)

<sup>14</sup> El informe de la “Comisión Meltzer”, por ejemplo (disponible en [www.house.gov/jec/imf/meltzer.htm](http://www.house.gov/jec/imf/meltzer.htm)), proponía convertir al Fondo en un prestamista de última instancia a nivel internacional, ofreciendo financiamiento de muy corto plazo con tasas de penalización.

- “En otros casos, el énfasis debe ser puesto en favorecer los enfoques voluntarios que se necesiten, para superar los problemas de coordinación entre acreedores”
- “Y aún en otros casos, la temprana recuperación del acceso al mercado en términos consistentes con la sostenibilidad de mediano plazo puede ser juzgada no realista, y un mayor espectro de acciones de los acreedores privados, incluyendo una reestructuración comprehensiva de la deuda, debe ser garantizado para contar con un programa adecuadamente financiado y un perfil de obligaciones viable a mediano plazo. Esto incluye la posibilidad de que, en ciertos casos extremos, una suspensión temporal de pagos puede ser inevitable”<sup>15</sup>.

Como la elección del camino a seguir reposaba en “la evaluación del FMI sobre la capacidad de pago y las perspectivas de recuperar el acceso al mercado”, el Comité concluía demandando al staff del Fondo “refinar las bases analíticas de la decisión requerida”. Mientras tanto, la “flexibilidad” se reflejaba en los hechos en la aplicación del enfoque catalítico en México, como ocurriría luego con Argentina en el 2001 y con Uruguay en el 2002; en el recurso a una “concertación voluntaria”, como en Corea y Brasil, o la exigencia de concretar acuerdos de reestructura de deuda con el sector privado como condición al apoyo de recursos financieros del Fondo, como ocurriría con Ucrania y Ecuador.

Lo que sí venía quedando claro en cada declaración del G-7 o el Comité Monetario y Financiero Internacional era el cada vez menor apoyo entre los decisores de política a los regímenes cambiarios “duros”, que hasta comienzos de los noventa predominaron en los mercados emergentes. A mediados de los noventa, las bandas cambiarias se erigían como un razonable compromiso entre la necesidad de una “regla” y la flexibilidad para adaptar la economía a contingencias. Hacia comienzos del nuevo siglo, se hizo cada vez más común la utilización de tipos de cambio flotantes, en el marco de un compromiso con las metas de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda y Chile comenzaban a ser seguidas con interés tanto en organismos multilaterales como entre los oficiales de los gobiernos. Con la excepción del peso argentino de la Convertibilidad y la dolarización de Ecuador en el 2000<sup>16</sup>, las crisis de los noventa y comienzos del siglo XXI impulsaron regímenes cambiarios más flexibles. México abandonó la banda cambiaria en favor de un régimen de libre flotación. Brasil pasó de un cambio fijo a una banda cambiaria y luego, en 1999, a una flotación. El baht tailandés y la rupia de Indonesia pasaron a regímenes de flotación, abandonando la paridad fija y la banda cambiaria, respectivamente. En Rusia también se abandonó la banda de flotación en favor de una flotación del rublo.

Con el cambio de gobierno en los Estados Unidos en 2001, la visión sobre la arquitectura financiera internacional que ese país había sostenido desde la crisis mexicana cambió sustancialmente. El nuevo secretario del Tesoro, Paul O’Neill, y su vicesecretario, John Taylor, sostenían que la distorsión que el sector oficial provocaba en los mercados internacionales de capital no se corregía forzando al sector privado a involucrarse junto

---

<sup>15</sup> Comunicado de Prensa N° 00/54 del Comité Monetario y Financiero Internacional, 24 de setiembre de 2000 (disponible en [www.imf.org/external/np/sec/pr/2000/pr0054.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2000/pr0054.htm)).

<sup>16</sup> También se pueden señalar como excepciones al dólar de Hong-Kong y al ringgit malayo, que tuvo una peculiar evolución. Como consecuencia de la crisis, el gobierno malayo pasó de un régimen de flotación a uno de tipo de cambio fijo, pero con restricción a los movimientos de capital. Con la crisis superada, se abandonó el tipo de cambio fijo, sustituyéndolo por una flotación administrada.

con los organismos multilaterales en la solución de una crisis, sino limitando la participación de dichos organismos en el marco de una estructura que facilite la búsqueda de acuerdos entre deudores y acreedores para resolver las crisis. Sin embargo, siguió estando presente el sentimiento de que los Estados Unidos no podían dejar a un país aliado o amigo librado a su suerte en el contexto de una crisis<sup>17</sup>. Eso puede explicar por qué el gobierno de los Estados Unidos, pese a un discurso menos proclive a justificar la acción de la comunidad internacional para resolver problemas de contagio u otras “fallas” en los mercados financieros, siguió apoyando rescates financieros (Turquía en 2001 y 2002, Argentina en 2001, Uruguay y Brasil en 2002), incluso a mayor escala que los de años previos. Además, como el propio John Taylor lo ha señalado, si bien “para reducir el rescate de inversores privados es necesario limitar el uso de los recursos oficiales (...), debemos movernos gradualmente en dirección de una menor dependencia de grandes paquetes financieros oficiales”<sup>18</sup>.

En noviembre de 2001, la Primera Subdirectora Gerente del FMI, Anne Krueger, lanzó su propuesta sobre un mecanismo de reestructuración de deuda soberana (SDRM, por su sigla en inglés), por el cual un país podría presentarse ante el Fondo y plantear una suspensión transitoria de sus pagos de deuda. Aceptada ésta, se abriría un período para renegociar los términos de la deuda con sus acreedores. Este proceso concordatario auspiciado por el FMI requeriría de modificaciones legales a nivel universal que limitaran la posibilidad de que los acreedores litigaran contra el país en cesación de pagos<sup>19</sup>. Krueger revisó posteriormente algunos de los postulados iniciales, poniendo la aceptación de la propuesta de reestructura en manos de una mayoría especial de acreedores que obligue a la totalidad, limitando el rol del FMI a una suerte de evaluador de la viabilidad de la propuesta de reestructura (que condicionaría, a su vez, el continuado apoyo financiero del Fondo al país en cuestión) y sustituyendo los cambios legales a nivel universal por una modificación de los estatutos del FMI<sup>20</sup>. Por esta razón, este enfoque de solución a los problemas de reestructuración de deuda se lo conoce como “estatutario”.

Por la misma época, John Taylor exponía la visión del gobierno de Estados Unidos sobre el tema, proponiendo el uso de cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de deuda soberana, que permitieran modificar sus términos con el consentimiento de una mayoría especial de acreedores<sup>21</sup>. Este procedimiento descentralizado (a diferencia del

---

<sup>17</sup> Esta postura era coherente con la actitud del Presidente Bush durante la crisis mexicana.

<sup>18</sup> John Taylor (2001): *Strengthening the Global Economy after September 11th: The Bush's Administration Agenda*, conferencia en la Kennedy School of Government, Harvard University, 29 de noviembre de 2001. Disponible en [www.treas.gov/press/releases/po831.htm](http://www.treas.gov/press/releases/po831.htm). En esa misma conferencia hizo referencia a la importancia de desarrollar algún mecanismo internacional para situaciones de insolvencia, indicando que “es nuestra intención dar estos pasos *gradualmente, en el tiempo*, en consulta con nuestros aliados en el G-7 y en FMI (...)” (énfasis nuestro).

<sup>19</sup> Anne Krueger (2001): *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, conferencia en el American Enterprise Institute, Washington DC, 26 de noviembre de 2001. Disponible en [www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm).

<sup>20</sup> Anne Krueger (2002): *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, abril de 2002. Disponible en [www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/index.htm).

<sup>21</sup> John Taylor (2002): *Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective*, presentación durante la conferencia sobre “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards?”, organizada por el Instituto de Economía Internacional, 2 de abril de 2002. Disponible en [www.treas.gov/press/releases/po2056.htm](http://www.treas.gov/press/releases/po2056.htm).

planteado en el SDRM) fue la base del enfoque conocido como “contractual” para resolver las crisis de deuda soberana.

Frente al enfoque “estatutario” y “contractual”, seguía estando sobre la mesa de discusión el enfoque “voluntario”, que había sido el utilizado hasta el momento en las reestructuraciones de deuda<sup>22</sup>. La utilización de algunos incentivos y cláusulas de protección de los derechos de los participantes en la reestructura, como los “consentimientos de salida” (Bucheit y Gullati, 2003), habían complementado el enfoque “voluntario”, ayudando a generar altos porcentajes de adhesión en los casos exitosos. Durante el 2002, con la cesación de pagos de Argentina y turbulencias manifiestas en Brasil, Uruguay y Turquía, el sector oficial seguía debatiendo sobre estos enfoques, además de mantener abierta la posibilidad, aunque bajo condiciones restrictivas, de un acceso extraordinario al financiamiento de multilaterales apoyado en el enfoque “catalítico”. Es en medio de ese debate que Uruguay acude a la ayuda del FMI para enfrentar la crisis financiera que se desataba a comienzos de 2002.

## 2

La inflación en Uruguay había bajado a niveles algo superiores al 40% anual a fines de 1994. El Plan de Estabilización iniciado en 1991 había dado algunos frutos, pero también mostraba signos de agotamiento, especialmente en el plano fiscal. La cuenta corriente también se había posicionado en saldos negativos desde 1992. El tradicional ciclo político del gasto público se había manifestado durante el año electoral 1994 y la política monetaria empezaba a dar señales de inconsistencia con la fiscal. Por otra parte, los medios de prensa reflejaban cierto escepticismo entre los analistas y los operadores de mercado en cuanto a que el Plan tuviera continuidad durante el segundo mandato de Julio María Sanguinetti, que había salido triunfante de las elecciones de noviembre de 1994.

El “efecto tequila” disparó señales de alarma y ambientó la cooperación entre el Partido Colorado y el Nacional para formar una coalición que otorgara mayorías parlamentarias suficientes para aprobar diversas reformas económicas y un ajuste fiscal que hiciera sostenible la continuidad del Plan de Estabilización<sup>23</sup>. Durante las negociaciones de ese ajuste en el verano de 1995 parecía inevitable la concreción de un escenario recesivo, que finalmente se concretó con la caída del PBI (del 1,4%), por primera vez en una década.

Pese al avance en las negociaciones y los anuncios de las nuevas autoridades, el temor a un cambio en el programa macroeconómico persistió hasta la asunción presidencial el 1° de marzo de 1995<sup>24</sup>. Pero la administración del Partido Colorado que había asumido

---

<sup>22</sup> Aquí debe entenderse “voluntario” en el sentido de que, ante la ausencia de un marco legal o contractual que imponga las nuevas condiciones de la deuda aceptadas por una mayoría especial a la totalidad de los créditos, éstas sólo son aplicables a los que adhieren a ella, por más que lo hagan bajo la amenaza explícita o implícita de una cesación de pagos del deudor. En algunas reestructuras, como la uruguaya, hubo algún caso puntual de bonos emitidos con cláusulas de acción colectiva, las cuales se utilizaron en la operación.

<sup>23</sup> El debate entre blancos y colorados sobre la necesidad de un ajuste se venía dando desde 1993, sin resultados.

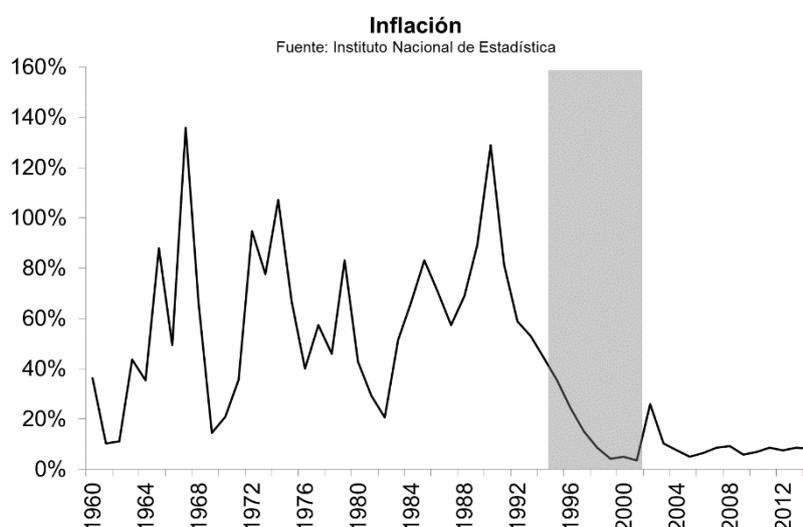
<sup>24</sup> En 1994 el BCU emitía Letras de Regulación Monetaria en moneda nacional, a diferentes plazos. En diciembre las colocaciones comenzaron a hacerse a un plazo máximo de 60 días. En enero el mercado ya no aceptaba Letras con vencimiento a más de treinta días. A comienzos de febrero el plazo máximo pasó a

en marzo de 1995 mantuvo los lineamientos generales de la política económica, dando continuidad al plan de estabilización basado en un ancla cambiaria que se había trazado cuatro años antes. De esta forma, por primera vez desde que la inflación irrumpió en la escena económica uruguaya a fines de los cincuenta, un plan de estabilización sobrevivió un período de gobierno. Los objetivos siguieron siendo procurar tener unas finanzas públicas ordenadas, una economía abierta y un compromiso con una menor inflación.

El ajuste fiscal consistió en un aumento adicional de las tasas de IVA y su base imponible, aumentos en el Impuesto a la Retribuciones Personales (IRP) y la modificación de la forma de pago del impuesto a las Rentas de la Industria y el Comercio (IRIC). Asimismo, se estableció que los contribuyentes del Impuesto a las Rentas Agropecuarias (IRA), el IRIC y el Impuesto a las Actividades Agropecuarias (IMAGRO) pagasen un monto mínimo independiente del resultado económico<sup>25</sup>. Como resultado, el déficit fiscal, que en 1994 representaba 2,6% del PIB, pasó a estabilizarse en torno a 1,3% del PIB durante los cuatro años siguientes. Por su parte, la integración regional siguió su curso (aunque cada vez más trabada por el sesgo proteccionista que fueron asumiendo los gobiernos de Argentina y Brasil) y el plan de estabilización basado en un ancla cambiaria se mantuvo.

A fines de 1995 la inflación había descendido a 35,4% y parecía estar convergiendo a un dígito en la variación interanual (Gráfico 6.1), lo que finalmente se concretó en setiembre de 1998.

**Gráfico 6.1**



Durante ese período se promovieron una serie de reformas de variada importancia. La más relevante sin dudas fue la del sistema de pensiones cuya concreción era vital para estabilizar la trayectoria de las finanzas públicas por el aumento de la deuda pública implícita. Según Noya y Laens (2000), en 1996 la deuda implícita se ubicaba entre 2,4 y 2,8 veces el PIB. Esta reforma había tenido varios antecedentes en el período de gobierno anterior sin que pudieran reunirse las mayorías parlamentarias necesarias para

---

ser de quince días. El 28 de febrero de 2005, un día antes del cambio de mando presidencial, el circulante de Letras de Regulación Monetaria en pesos se extinguió. Este antecedente sería tenido en cuenta años más tarde, para definir la estrategia económica del año 2004 y administrar la transición política entre 2004 y 2005.

<sup>25</sup> Brando O.; et al. Coordinador Nahum B. (2012); 1960-2010 *Medio Siglo de Historia Uruguaya*; Banda Oriental.

aprobarla. En 1996 fue sancionada, lo que contribuyó a mejorar el perfil de las obligaciones financieras del sector público.

La reforma del régimen previsional introdujo un régimen mixto (reparto y capitalización), creó las Administradoras de Fondos de Pensión (AFAPs) e institucionalizó la historia laboral. Su éxito puede fundarse en que reencauzó la trayectoria del desequilibrio financiero del régimen previsional, contribuyó a mejorar la equidad vertical y horizontal del régimen jubilatorio y contempló las restricciones asociadas a la etapa de implementación que han caracterizado los procesos reformistas en Uruguay<sup>26</sup>.

La reforma del sistema de pensiones, con la introducción de los fondos de ahorro previsional, más algunas regulaciones específicas que permitieron el desarrollo de nuevos instrumentos, también dieron impulso al mercado de valores. Estos cambios tuvieron consecuencias en la organización del Banco Central, que creó las gerencias especializadas de Mercado de Valores y de Control de AFAPs.

Las reformas de la educación, del Estado (en su nueva versión) y del sector público financiero, así como el fortalecimiento del régimen de promoción sectorial e inversiones, son otros de los componentes de la agenda del período. La reforma del sector público financiero incluyó la aprobación de una Carta Orgánica para el Banco Central, las reformas en los Bancos Hipotecario y República para transformarlos en bancos comerciales, el saneamiento del Banco Hipotecario y un plan orientado a transferir al sector privado los bancos que habían sido absorbidos por el sector público en el contexto de la crisis bancaria de los años ochenta.

En lo que tiene que ver con la orientación de las políticas dirigidas hacia el sistema financiero, el gobierno que asumió en 1995 mantuvo el rumbo que habían seguido sus dos antecesores, que consistía en adoptar estándares regulatorios internacionales, restringir el otorgamiento de licencias a nuevos bancos, evitar el cierre de bancos y procurar reprivatizar los *bancos gestionados*.

Como veremos más adelante, este camino tuvo costos asociados. Entre capitalizaciones, absorción de pérdidas y subsidios en la remuneración de encajes, los bancos gestionados demandaron recursos públicos por 5 puntos porcentuales del PIB entre 1985 y 1993. Además, la estrategia de mantener vivos a los *bancos zombies*<sup>27</sup> requirió de cierta tolerancia regulatoria y consolidó la percepción de la existencia de un seguro estatal implícito para los depósitos en el sistema bancario (Polgar, 2004). Ambos factores contribuyeron a explicar algunas de las causas de la crisis bancaria de 2002.

El fortalecimiento macroeconómico que se fue consolidando desde la primera mitad de los noventa se tradujo en el acceso a la calificación de grado inversor para la deuda pública uruguaya en 1997<sup>28</sup>. Gracias a ello, el gobierno siguió extendiendo el plazo de maduración de la deuda pública lo que le permitió emitir títulos a 15 años en el mercado local y un Bono Global por USD 300 millones a 30 años.

---

<sup>26</sup> “La ley refleja inequívocamente el temor a las decisiones drásticas que han caracterizado a nuestro país desde mucho tiempo atrás. En la jerga popular suele decirse que se hizo *a la uruguaya*”. Díaz, R. (2003); *Historia económica de Uruguay*. Santillana, Aguilar, Alfaguara, Taurus.

<sup>27</sup> Término empleado por De Juan (1996) citado por Polgar (2004).

<sup>28</sup> El 18 de junio de 1997 S&P le otorgaba por primera vez a Uruguay el grado inversor, al subir su calificación crediticia de BB+ a BBB-. En ese momento el déficit fiscal global era de alrededor de 1,4% del PIB, la inflación convergía gradualmente a un dígito y la ratio Deuda Bruta/PIB era 43%.

Como es sabido, durante los años noventa el financiamiento internacional de los países emergentes experimentó cambios importantes. A comienzos de la década, el financiamiento a través de bonos soberanos era prácticamente nulo, mientras que en 1996 ya representaba la mitad del total (Hale, 2001). Este aumento del financiamiento externo vía emisión de bonos soberanos desplazó al financiamiento de préstamos bancarios que había predominado sobre todo a partir de los años setenta<sup>29</sup>. Uruguay no fue ajeno a este proceso y por eso, entre 1990 y en 1999 la participación de la deuda en títulos público se duplicó.

En ese contexto, la calificación de grado inversor obtenida para la deuda fue clave para Uruguay, ya que lo colocaba en una posición privilegiada para competir bajo las reglas de juego que se habían consolidado en el mercado de internacional de deuda soberana. De hecho, en la región sólo las deudas de Chile y Colombia tenían una calificación similar.

De este modo las autoridades económicas de la época, y sobre todo el propio Banco Central, veían coronados los esfuerzos asociados a la profesionalización en el manejo de la deuda pública y en el relacionamiento con los inversores.

La culminación exitosa del proceso de calificación a mediados de 1997 le dio a Uruguay una facilidad de acceso a financiamiento externo que pareció sepultar en el olvido la prolongada estrechez de medios de pagos aceptados internacionalmente, que en forma recurrente había afectado al país en los cuarenta años previos, con una excepción de un breve lapso a mediados de los setenta<sup>30</sup>.

Esa holgura se vio acompañada de mejoras en la gestión de la liquidez externa. Por su parte, el generalmente adecuado cumplimiento de los compromisos asumidos por el Estado parecía asegurarle socios incondicionales en caso de turbulencias: el Fondo Monetario Internacional y, con él, los demás organismos multilaterales de crédito.

Sin embargo, en conjunto con los logros de la política económica, varias amenazas se encontraban latentes a finales de la década de 1990. Es cierto que la banda cambiaria le había otorgado a Uruguay una mayor flexibilidad que la Convertibilidad a Argentina, una vez producido el cambio en el escenario internacional que siguió a la crisis rusa de 1998 y la brasileña de 1999. Sin embargo, no fue suficiente para compensar el colosal cambio en los precios relativos que el país comenzó a vivir en ese momento.

La crisis financiera que se desató en Asia en 1997 y, más tarde, la cesación de pagos por parte de Rusia, determinaron un punto de inflexión para las economías emergentes. El primero de la región en acusar el impacto fue Brasil, que registró una severa contracción de su actividad y terminó devaluando su moneda el 13 enero de 1999.

En Uruguay, las autoridades evaluaron como transitorios los efectos de la ruptura del Plan Real. Independientemente de las restricciones institucionales y políticas que, generalmente, actúan sobre la política económica en años electorales (1999 lo era), el

---

<sup>29</sup> Según Hopenhayn (1995), en 1989 América Latina emitió bonos por USD 830 millones, en 1993 colocó USD 20.000 millones.

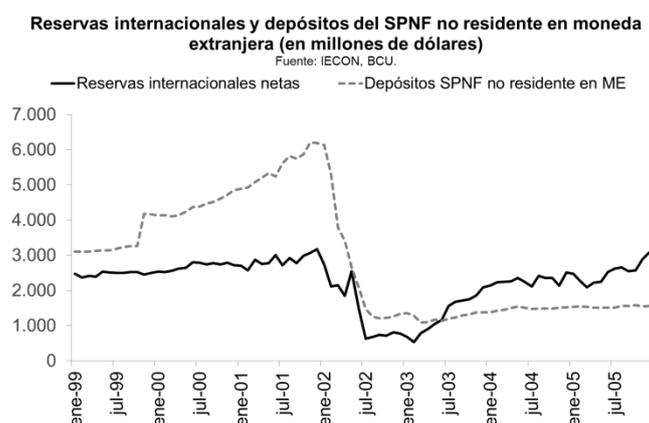
<sup>30</sup> El primer Bono Internacional en dólares emitido a 30 años por el Gobierno uruguayo fue en 1997 con vencimiento en 2027. El Lead Manager fue ING BARING. En esa época no eran frecuentes las emisiones a tan largo plazo, y Uruguay nunca lo había hecho. La condición previa de ING fue que Uruguay obtuviera el Investmet Grade de parte de una Calificadora Internacional. Fue DUFF & PHELPS quien otorgó el grado de inversor a Uruguay por primera vez.

gobierno no tomó las medidas de corrección fiscal o de flexibilización cambiaria que podían haber dado mayores grados de libertad para enfrentar el shock externo.

Tampoco lo hizo el nuevo gobierno, que asumió en 2000 con una economía que llevaba siete trimestres en recesión. En efecto, la opción elegida fue esperar que las señales desde el exterior mejoraran. En materia cambiaria, a pesar de que el nuevo escenario amenazaba el mantenimiento del ancla, no se dieron pasos hacia una mayor flexibilización de la política vigente<sup>31</sup>. A pesar del escenario restrictivo, el parlamento aprobó un presupuesto expansivo en la segunda mitad de 2000, no incorporando el deterioro fiscal que se estaba procesando.

En diciembre de 2001, el shock regional se profundizó cuando la situación en Argentina se tornó aún más crítica. La reacción inicial del gobierno uruguayo fue acelerar el ritmo de devaluación y proponer nuevas medidas de corrección fiscal. Sin embargo, a comienzos de 2002 el retiro de depósitos del sistema bancario comenzó a erosionar los activos de reservas del Banco Central (Gráfico 6.2).

**Gráfico 6.2**



El uso potencial de las reservas internacionales puso en aprietos a la política económica puesto que las reservas podían tener tres tipos de usos: i) ayudar al Banco Central a servir de prestamista en última instancia del sistema bancario; ii) contribuir a defender el régimen cambiario vigente y, en el límite; iii) honrar el servicio de la deuda pública. Según se verá en detalle en el capítulo 7, la gestión de este trilema dominó la agenda de la política económica durante 2002.

Los años noventa dejaron varias lecciones para la gestión macroeconómica en la región (Fanelli, Lorenzo & Oddone, 2003). Entre ellas vale la pena rescatar cuatro. Primero, la estabilidad de precios es una condición necesaria pero no suficiente para garantizar el crecimiento sostenido de las economías. Los casos de Argentina, Brasil y Uruguay son ilustrativos al respecto.

<sup>31</sup> Incluso, el equipo económico anunció en marzo de 2000 que estaba considerando seriamente la posibilidad de fijar el tipo de cambio, mostrando que en realidad estaba pensando recorrer el camino opuesto.

Segundo, si bien la apertura comercial, la liberalización financiera y la desregulación alentaron un mayor dinamismo durante una buena parte de la década en los países que las llevaron adelante, la volatilidad financiera y la vulnerabilidad externa no desaparecieron. Esto fue más claro cuando la apertura comercial y liberalización de la cuenta capital fueron simultáneas y se hicieron sin fortalecer mecanismos de regulación y supervisión financiera. También fue más evidente cuando la aplicación de las políticas macroeconómicas mostró inconsistencia temporal; típicamente expansiones fiscales durante programas de estabilización basados en anclas cambiarias. Argentina y Brasil fueron ejemplos claros de ello.

Tercero, como que los flujos internacionales de capitales son volátiles y pro-cíclicos, tienden a exacerbar las fluctuaciones macroeconómicas en los países deudores. Por eso, el acceso a los mercados internacionales fue insuficiente para que las economías lograran dispersar adecuadamente los riesgos idiosincráticos. Una vez más, la experiencia de Argentina, Brasil y Uruguay así lo sugieren.

Cuarto, para enfrentar los efectos macroeconómicos de los ingresos masivos de capital de la primera mitad de los noventa, los países de la región desplegaron estrategias diferentes. De un lado, estuvieron los que adoptaron una actitud pasiva, típicamente Argentina, Colombia, México, Perú, Paraguay y Uruguay. En ellos no se tomaron medidas cuando los capitales ingresaban. Ello se tradujo en apreciaciones cambiarias que deterioraron las cuentas corrientes y, en algunos casos, una convergencia lenta de la inflación al deslizamiento del tipo de cambio. Del otro lado, Chile adoptó en 1991 un impuesto (30%) al ingreso de capitales destinadas a inversiones en cartera. Asimismo, el sistema financiero fue puesto bajo un esquema de regulación prudencial relativamente estricto. Gracias a ello, Chile mantuvo durante toda la década un déficit en cuenta corriente moderado, un elevado nivel de reservas internacionales, una deuda de corto plazo manejable y un aumento de la inversión extranjera directa sensiblemente mayor que la de Argentina, Brasil y México.

### 3

En marzo de 1995, casi treinta años después de su fundación, el Banco Central contó por primera vez con una Carta Orgánica. La Ley 16.696 que la sanciona fue aprobada por un acuerdo político entre el Partido Colorado y el Partido Nacional.

La aprobación de la Carta Orgánica del Banco Central demandó casi tres años, suscitó debates parlamentarios intensos y marcó el fin de un breve período de transformaciones que supusieron, en ese momento, una modernización del marco institucional para la regulación financiera y la gestión de la política monetaria y cambiaria.

La Carta Orgánica fue remitida al parlamento en agosto de 1992. La Cámara de Senadores derivó el proyecto a la Comisión Conjunta de Hacienda y Constitución y Legislación<sup>32</sup> en la que el debate fue intenso sobre una serie de aspectos, destacándose: i) la conveniencia de explicitar el ancla de la política monetaria en la Carta Orgánica; ii)

---

<sup>32</sup> La Comisión estaba formada por los Senadores Juan Carlos Blanco, Julio Grenno, Alberto Zumarán, Enrique Cadenas Boix, Alvaro Alonso, Federico Bouza, Carlos Cassina, Américo Ricaldoni, José Korzeniak y Danilo Astori.

la razonabilidad de que el Ministerio de Economía y Finanzas participara junto al Banco Central en la definición del nivel de reservas internacionales que deben ser mantenidas; iii) el número y la duración en el cargo de los miembros del Directorio, así como las ventajas y riesgos de que los directores se solaparan en diferentes períodos de gobierno; iv) la sujeción / independencia del Banco Central al Poder Ejecutivo en materia de lineamientos de la política económica; v) el alcance de la responsabilidad del Banco Central sobre la definición de los objetivos y/o la selección de los instrumentos de la política monetaria; v) la limitación al financiamiento del Banco Central al Gobierno.

El proyecto de Carta Orgánica fue votado por el plenario del Senado en agosto de 1993. En la Cámara de Representantes su discusión se extendió hasta setiembre de 1994 y recibió sanción legislativa en diciembre de ese año. Un veto parcial interpuesto por el Poder Ejecutivo obligó a convocar a la Asamblea General, la que no llegó a reunirse para darle trámite. Debido a ello, en marzo de 1995 el Poder Ejecutivo promulgó la ley puesto que su observación parcial se efectuó tácitamente por vencimiento del plazo en la Asamblea General. De este modo, la aprobación de la Carta Orgánica en 1995 puso fin a un prologando vacío normativo vinculado al Banco Central. Desde 1967 el Banco se había regido por un conjunto inorgánico de disposiciones diseminadas en diversas leyes.

La Carta Orgánica tuvo efectos importantes en la institucionalidad del Banco Central. Definió las finalidades del Banco Central, estableciendo que este debería velar por la estabilidad de la moneda nacional, asegurar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, mantener un nivel adecuado de las reservas internacionales y promover y mantener la solidez, solvencia y funcionamiento adecuado del sistema financiero nacional (Artículo 3). Su entrada en vigencia reglamentó el rol del Banco Central como prestamista de última instancia y fortaleció la red de seguridad financiera. También dio status legal como organismo desconcentrado a la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera que se había creado en 1993<sup>3334</sup>. De este modo, la normativa procuró dotar a los organismos de supervisión financiera de un alto grado de autonomía técnica, con limitaciones a la capacidad del Directorio para remover a los respectivos Superintendentes. También definió materias sobre las cuales las Superintendencias podían emitir regulaciones sin requerir la aprobación del Directorio.

Desde el punto de vista de la gestión de la política monetaria y de las reservas internacionales, la Carta Orgánica estableció límites nuevos a la capacidad del Banco Central para prestar al Gobierno. El artículo 416 de la Ley 13.241 de 1964 primero, y su posterior modificación de la Ley 13.320 (artículo 255) del mismo año, había limitado el crédito que el Banco República podía otorgar al Poder Ejecutivo y los Gobiernos Departamentales a dos duodécimos de las obligaciones presupuestales anuales. También establecía que dichos créditos no podían ser inferiores 3 millones de pesos. Esta disposición era particularmente importante bajo el arreglo monetario con ancla cambiaria. Si bien la forma en la que se estableció la limitación fue curiosa<sup>35</sup>, ella

---

<sup>33</sup> Igual que como ya se había hecho con la Superintendencia de Seguros y Reaseguros.

<sup>34</sup> El primer Superintendente fue Juan Braga quien asumió el cargo en abril de 1993 y permaneció en él hasta 1995.

<sup>35</sup> El artículo 61 de la Carta Orgánica limitó la capacidad del Banco Central para conceder adelantos al Estado hasta el 10% del Presupuesto General fijando una tasa de interés equivalente a la del promedio de los depósitos a plazo fijo de 180 días. El artículo 62 por su parte, estableció que el Banco podría comprar y vender por cuenta propia valores de emisión pública y mantenerlos siempre y cuando no excediera el 10% del Presupuesto General del Estado.

contribuyó a que el Banco Central contara con una mayor independencia operativa. En un horizonte de mediano plazo, ello también ayudó a la mayor estabilidad de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, algo consistente con un escenario de menor inflación.

Sin embargo, la ley no sancionó la autonomía del Banco Central del Poder Ejecutivo, la separación entre el mandato del Directorio y el período de gobierno, ni la independencia de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera del Banco. Si bien la Carta Orgánica prohibió la asistencia a instituciones insolventes, no se previó un marco legal apropiado para una situación de crisis bancaria, una institucionalidad especializada o recursos específicos (Polgar, 2004). Tampoco estableció que el Banco Central extendiera sus facultades sancionatorias a los bancos públicos, prolongando así el alcance limitado de su capacidad de supervisión sobre estas entidades.

En síntesis, en contraste con la primera mitad de los años noventa (ver capítulo 5), luego de 1995 la norma pareció ser la ausencia de innovaciones relevantes. Probablemente, la excepción fue la creación de la Unidad de Información y Análisis Financiero<sup>36</sup> que institucionalizó un ámbito de coordinación y centralización de medidas, acciones y reglamentaciones sobre lavado de activos. Una frase atribuida a un jerarca de la época resume lo que probablemente fue el espíritu de las autoridades de ese período: *“para qué cambiar lo que funciona bien”*.

#### 4

A diferencia de 1982, cuando los problemas para los bancos se profundizaron luego de la devaluación, en 2002 la devaluación fue acelerada por la crisis bancaria. En contraste, la crisis de 2002 se disparó con una corrida bancaria que, en un contexto de compromiso sobre el tipo de cambio, afectó su credibilidad. Según veremos, la pérdida de confianza se volvió inmanejable a raíz de los efectos sobre el sistema bancario uruguayo de la crisis argentina. Sin embargo, luego de casi cuatro años de recesión, al finalizar marzo de 2002 el PIB llevaba trece trimestres consecutivos sin crecer, sostener que el problema de confianza estaba fundado solamente en el contagio argentino era lógico que fuera motivo de controversia. Precisamente, durante el primer semestre de 2002, esta era la discusión entre el gobierno y algunos técnicos del FMI. Estos últimos recomendaban abandonar el ancla cambiaria y reforzar el esfuerzo fiscal<sup>37</sup> (Steneri, 2011).

La pérdida de confianza tuvo dos grandes causas. Primero, desde 2000 se fue instalando la percepción de que los instrumentos a disposición de la política económica no eran los adecuados para gestionar los desequilibrios macroeconómicos que se fueron acumulando entre 1999 y 2001<sup>38</sup>. Segundo, el desbarranque de la situación en Argentina

---

<sup>36</sup> Resolución del Directorio del BCU de fecha 20/12/2000. Desde entonces, cumple el rol de Unidad de Inteligencia Financiera de Uruguay, habiéndosele ampliado los cometidos y atribuciones con posterioridad.

<sup>37</sup> Ariel Davrieux, en la entrevista realizada para este libro confirmó esta visión. Al igual que Steneri (2011), Davrieux sostiene que en ese momento convivían dos visiones dentro del FMI. Por un lado, los técnicos del Departamento de Moneda y Banca estaban preocupados por la salud de los bancos públicos, en particular la del Banco Hipotecario. Por el otro, los funcionarios del Departamento del Hemisferio Occidental que priorizaban “la consolidación fiscal y las reformas estructurales”.

<sup>38</sup> Entre los shocks exógenos recibidos se destacan: El cambio de precios relativos de naturaleza permanente que se dio en Brasil luego de la devaluación de enero de 1999, los efectos fiscales y sobre las exportaciones de la sequía de 2000 y el brote de fiebre aftosa de 2001.

que afectó al sistema bancario uruguayo<sup>39</sup> dejó entrever que las reservas internacionales disponibles podrían ser insuficientes para asegurar simultáneamente el rol de prestamista de última instancia del Banco Central y la política cambiaria vigente.

La interrelación entre shocks exógenos y la insuficiencia de instrumentos de la política, se sumaron a las debilidades estructurales de la red de seguridad del sistema bancario, que lo habían dejado excesivamente expuesto al riesgo argentino, a los “bancos gestionados” y a una banca pública, particularmente al Banco Hipotecario del Uruguay, que no estaba plenamente comprendida por los mecanismos de supervisión.

Las restricciones de liquidez en Argentina derivadas del corralito impuesto el 1 de diciembre de 2001, provocaron una inusual demanda de efectivo de los ahorristas argentinos en Uruguay. Ello imprimió un vértigo inusual a la sucesión de acontecimientos del primer semestre de 2002 que, por momentos, pareció sobrepasar la capacidad de respuesta del sistema político uruguayo y, sobre todo, de los organismos internacionales. También por ello estuvimos “al borde del abismo”<sup>40</sup>.

Las secciones siguientes no pretenden realizar un análisis destallado de las causas de la crisis de 2002 sobre la cual, a esta altura, hay mucho escrito y un cierto consenso. Por eso, ellas tan sólo ponen énfasis en aquellos aspectos relacionados con el origen de la crisis y en los que el Banco Central pareció tener un papel destacado. La sección 5 describe el manejo de la deuda pública durante los años noventa de modo de identificar algunos problemas que se relevaron como críticos durante la segunda parte de la crisis en 2002. La sección 6 está destinada a repasar algunas carencias del esquema regulatorio con las que Uruguay llegó al 2002. La sección 7 se propone evaluar la afectación de la red de seguridad del sistema bancario por haber mantenido en funcionamiento bancos con problemas estructurales. Finalmente, la sección 8 pretende discutir la contribución al desenlace de la crisis de la relación entre el contagio argentino y la velocidad de reacción de las autoridades.

## 5

Como se verá en detalle en el capítulo siguiente, la deuda pública se convirtió en un escollo importante para la resolución de la crisis en la segunda mitad de 2002. Una vez que se abandonó el esquema de bandas de flotación y se produjo la devaluación del peso, fue evidente que la deuda pública era insostenible y que era necesario reestructurarla. Este tema dominó la agenda de discusiones entre el gobierno y el FMI entre agosto de 2002 y la operación de canje de la deuda que tuvo lugar en mayo de 2003.

Durante los años noventa, la dolarización de la deuda pública suponía un riesgo para las finanzas públicas<sup>41</sup>. Según se aprecia en el gráfico 6.3, la proporción de la deuda pública

---

<sup>39</sup> El fraude del Banco Comercial en enero de 2002 y la intervención del Banco Galicia en febrero del mismo año.

<sup>40</sup> Sugerente título del libro de Steneri (2011).

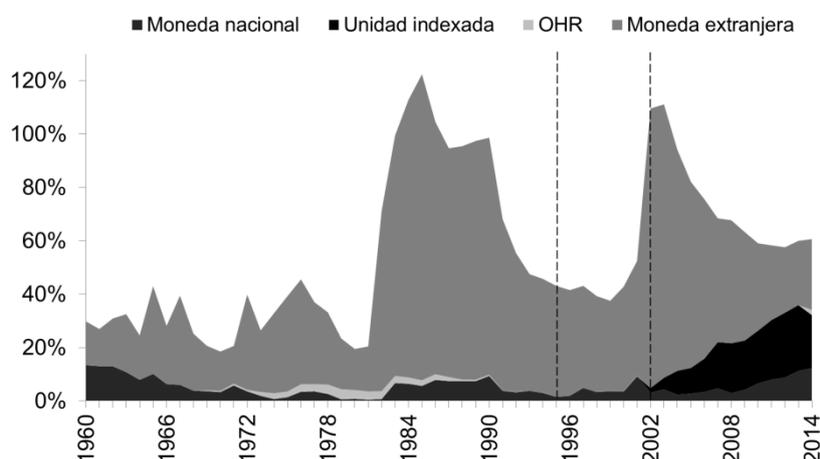
<sup>41</sup> En el proceso de dolarización de la deuda conspiraban dos factores. Por un lado, la dificultad de acceder en el mercado internacional a instrumentos de financiación distintos a los denominados en monedas de referencia. De hecho, la estrategia de “diversificación de monedas” en la colocación de deuda en el mercado internacional estuvo más dirigida a captar una pluralidad de inversores que a consideraciones de riesgo cambiario. De hecho, en muchos casos las colocaciones en monedas distintas al dólar estuvieron

denominada en moneda extranjera era significativa. De hecho, en 1998 el 91% de la deuda pública estaba denominada en una moneda en la que el gobierno no recaudaba impuestos.

**Gráfico 6.3**

**Deuda pública en moneda nacional, extranjera e indexada (% PIB)**

Fuente: IECON, BCU.



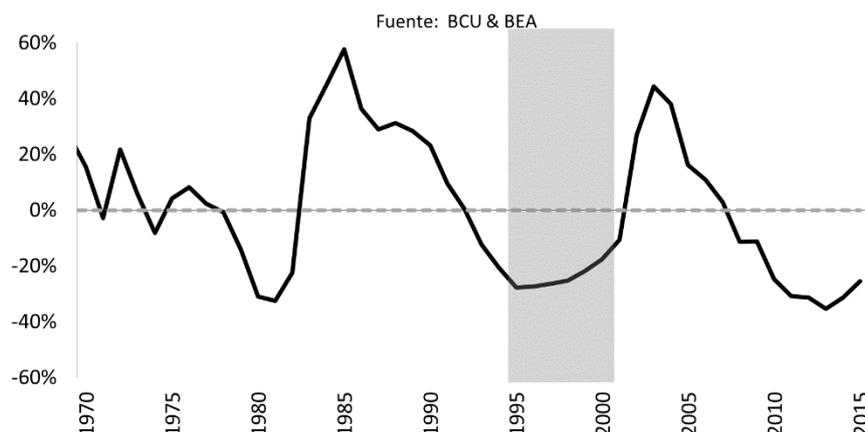
El plan de estabilización en curso, era probable que hubiera provocado, como de hecho lo había hecho, una apreciación transitoria del tipo de cambio real (ver Gráfico 6.4). Ello suponía que una corrección cambiaria abrupta, exigiría una recaudación sustancialmente mayor para hacer frente al servicio de la deuda. El shock externo que recibió la región y especialmente Brasil a partir de la segunda mitad de 1998, volvieron más probable una corrección de precios relativos en Uruguay.

**Gráfico 6.4**

acompañadas por contratos de swap en los que Uruguay terminaba asumiendo un riesgo “dólar”. En segundo lugar, la contabilización de los flujos de fondos del Estado sobre base “caja”, que hasta hoy es la que se utiliza para monitorear las cuentas públicas, incluso por organismos internacionales, genera un incentivo a emitir deuda con un capital indexado a una referencia, que puede ser una moneda extranjera o un índice de precios domésticos. Mientras que en una deuda emitida a tasa nominal doméstica los intereses (y, por lo tanto, los gastos) incluyen la remuneración del capital y la desvalorización de éste, para Uruguay la deuda denominada en dólares permitía computar como erogación sólo el desembolso de intereses, pero no el aumento del valor en pesos de la deuda por la devaluación, que sólo aparecería “por debajo de la línea”, es decir, como neto en las fuentes de financiamiento, en el momento de la amortización final.

## Tipo de Cambio Real Bilateral con EE.UU.

(desvío respecto al Prom 1913-2013)

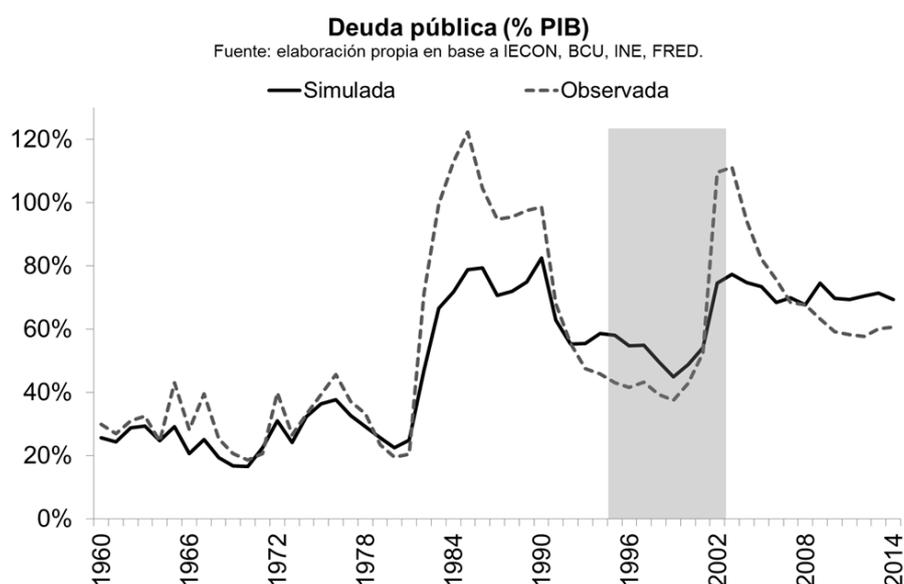


Como veremos en el próximo capítulo, la forma en que se instrumentó el abandono del régimen de bandas cambiarias terminó provocando una devaluación de más de 60% entre junio y setiembre de 2002. Como era de esperar ello tuvo un efecto significativo sobre la relación deuda pública bruta / PIB. El gráfico 6.5 muestra la evolución de la ratio efectivamente observada y la del indicador simulado<sup>42</sup>. Según se aprecia en él, la relación deuda bruta / PIB se había reducido desde principio de la década del noventa hasta alcanzar un mínimo de 37,5% en 1999. Sin embargo, debido a la elevada participación de la deuda denominada en moneda extranjera, la trayectoria de la ratio encerraba un riesgo: sobrestimaba su descenso y subestimaba su nivel. Esto es, la relación deuda pública bruta / PIB que exhibía la variable sin ajustar (*observada*) podía subestimar el verdadero nivel de la ratio. Precisamente, la evolución de la serie *simulada* muestra que el nivel mínimo que alcanzó la ratio fue en 1999 mayor: 45%.

La política de endeudamiento público de los años noventa acumuló una serie de riesgos. Primero, la elevada dolarización de la deuda pública arriesgaba en convertirse en un problema para la sostenibilidad de las finanzas públicas si se producía una corrección cambiaria abrupta. Esto era algo no descartable, habida cuenta de los efectos del plan de estabilización en curso en Uruguay y de las distorsiones de precios que se habían acumulado en nuestros principales socios comerciales a lo largo de la década. Si bien es imposible desconocer que, en el contexto de la década del noventa, habría sido difícil para Uruguay acceder a un financiamiento en pesos equivalente al que se obtuvo en moneda extranjera, debe reconocerse que un escenario macroeconómico como el que predominó hasta mediados de 1998 habría requerido una mayor prudencia fiscal. Ello habría supuesto un menor nivel endeudamiento y, probablemente, habría ayudado a que la convergencia de la inflación a niveles de un dígito hubiera sido más rápida.

<sup>42</sup> La ratio simulada está calculada a partir de ajustar: i) la deuda en moneda nacional por la variación del Índice de Precios al Consumo (IPC) de Uruguay, la deuda en dólares por CPI (Consumer Price Index) de Estados Unidos y multiplicado por un tipo de cambio fijado en el nivel de 2008 y el PIB ajustado por IPC de Uruguay. Haber elegido 2008 como un nivel de “equilibrio” de los precios relativos, obedece a que en ese año los tipos de cambio reales bilaterales de Uruguay respecto de Argentina, Brasil y Estados Unidos estaban en niveles “cercaños” al de los promedios históricos.

**Gráfico 6.5**



Segundo, diversos indicadores de sostenibilidad fiscal mostraban una evolución preocupante a partir de 1999 (Rial y Vicente, 2003). El *gap primario*, el *gap tributario* y la *brecha de financiamiento*, sugerían la necesidad de un esfuerzo fiscal adicional importante en una economía que estaba en recesión<sup>43</sup>. Otra vez, de haber llegado a ese momento con una mayor solidez fiscal, habría contribuido al manejo de la sucesión de shocks que la economía recibió a partir de enero de 1999.

Finalmente, la estructura de vencimientos de la deuda pública también constituía una fuente de vulnerabilidad financiera para el sector público (ver Gráfico 6.6). Tras el éxito de la colocación del Bono Global a treinta años en 1997, los siguientes intentos de acceso por parte de Uruguay al mercado internacional se produjeron en un ambiente cada vez más enrarecido por la sucesión de crisis soberanas entre 1998 y 2001. De este modo, la iniciativa de colocar un nuevo Bono a plazos largos en 1998 terminó en una colocación a cinco años: el Bono Global con vencimiento noviembre de 2003 que tantos dolores de cabeza provocaría unos años más tarde. A partir de ésta, buena parte de las emisiones efectuadas entre 1998 y 2002 tuvieron vencimientos concentrados entre 2002 y 2006. Según se verá en el capítulo siguiente, este tema se convertirá en un problema importante para la gestión de la salida de la crisis en la segunda mitad de 2002. El canje de la deuda pública que tuvo lugar en mayo de 2003 fue decisivo para enfrentarlo.

**Gráfico 6.6**

<sup>43</sup> *GAP primario* alude al nivel de resultado fiscal necesario para mantener constante la relación deuda pública / PIB. *GAP tributario* refiere al nivel de recaudación necesario para mantener constante la relación deuda pública / PIB. La *brecha de financiamiento* se define como la diferencia entre necesidades (resultado fiscal global más amortizaciones de deuda) y fuentes de financiamiento en cada momento del tiempo.



## 6

Entre fines de los años ochenta y principios de los noventa, la regulación bancaria experimentó una *primera generación de reformas* (López y Ottavianelli, 2003). Estos cambios pueden ser interpretados como la respuesta a la crisis bancaria que se inició en 1982. La nueva regulación recibió una influencia decisiva de las buenas prácticas internacionalmente aceptadas y plasmadas en el Acuerdo de Capitales de Basilea de 1989.

Una serie de trabajos producidos durante la segunda mitad de la década de 1980 dan cuenta de ello y de que en el Banco Central se estaba produciendo una reflexión y un debate profundo sobre temas de la agenda de la regulación bancaria<sup>44</sup>. Todos esos trabajos deben ser reconocidos también como base de los cambios introducidos en ese período.

En este marco de renovación, en 1989 entran en vigor una serie de normas dirigidas a reducir los riesgos de los bancos como por ejemplo: i) evaluación y calificación de riesgos, lo que permitió contar con criterios uniformes de evaluación entre bancos; ii) adecuación de capital mínimo, que fijó requerimientos según composición de portafolio de cada banco; iii) riesgos al sector no financiero, que acotó los riesgos de crédito que cada banco podía asumir; iv) relaciones técnicas, que limitaron la tenencia de activos inmovilizados, la posición en valores públicos y la radicación de activos en el país; v) exigencia de mayor participación de los auditores externos. En la misma línea, en 1991 el Banco Central incorporó la metodología de clasificación de las instituciones financieras denominada PADUL<sup>45</sup> para evaluar la situación financiera, la solvencia y el

---

<sup>44</sup> López y Ottavianelli (2003) mencionan entre ellos a: Pereyra y Porro (1986) que analizan el problema del riesgo cambiario en la intermediación financiera, Amoroso y Trujillo (1987) que proponen la calificación de cartera con categorías de riesgo y provisiones por categoría, Amoroso y Xavier (1988) que proponen requisitos de capital, Fernández y Pereyra (1988) proponen incluir riesgo de incobrabilidad en el análisis de condiciones financieras, Goberna, Porro y Torres (1989) que evalúan la experiencia de Uruguay y destacan los riesgos de la concentración de crediticia, Alvarez, González y Grimaldi (1989) que proponen tope de riesgos por categorías que incluyen los grandes deudores y Xavier (1990) que propone analizar riesgos implícitos de la actividad financiera entre empresas vinculadas.

<sup>45</sup> Término adaptado de la versión en inglés CAMEL que propone evaluar: adecuación de capital (P), calidad de los activos (A), dirección y administración (D), resultados (U) y liquidez (L).

cumplimiento de las regulaciones bancarias. En 1993 la Comunicación 93/60 agregó normativa para evaluar riesgo de crédito.

En paralelo, se impulsaron cambios organizacionales orientados a fortalecer las capacidades de contralor del Banco Central. En 1990 el Área de Inspecciones Externas del Departamento de Contralor del Sistema Financiero se dividió en Unidades de Análisis e Inspección, mientras que en 1993 se creó la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera.

Lo anterior muestra que la normativa y la organización funcional del Banco Central había procurado aproximarse y adaptarse, con grado diverso, a las recomendaciones del Comité de Basilea. Algunas medidas de inspiración local, como el incentivo a que los depósitos de no residentes fueran redirigidos por los bancos hacia cuentas en el exterior, probaron ser útiles al diferenciar a Uruguay de la reversión en los flujos de capitales que se produjo en la región como consecuencia de la crisis mexicana de 1994.

Sin embargo, la regulación y la supervisión diseñada exhibían fragilidades. Primero, el modelo de evaluación estaba soportado en información histórica, lo que impedía una gestión proactiva de los riesgos. Segundo, la metodología seguía poniendo énfasis en aspectos cuantitativos, soslayando aspectos que se mostrarían cruciales en los prolegómenos de la crisis como el control de los accionistas y la calidad del gobierno corporativo de las instituciones. Tercero, la metodología desarrollada no incluía herramientas para evaluar riesgos importantes como el operacional, ni mecanismos para determinar la calidad del control interno (López y Ottavianelli, 2003). Cuarto, si bien la regulación limitaba el descalce de monedas entre activos y pasivos de los bancos, no eliminaba el riesgo asociado al incumplimiento de los deudores derivado de la dolarización de los créditos (Polgar, 2004).

La dolarización de los créditos contribuyó a disimular la fragilidad financiera a la que el sistema bancario estaba efectivamente expuesto. A la postre, el esquema de regulación incentivó a los bancos a convertir el riesgo de moneda en riesgo de crédito vía la dolarización de sus carteras activas. El seguro de depósitos implícito que rigió desde los años ochenta y la práctica extendida de refinanciar créditos a “deudores con dificultades”, hizo que el “precio” de los créditos en dólares fuera más barato. En otras palabras, dado que el costo del riesgo del descalce de monedas que los agentes asumían era implícita y parcialmente socializado, la dolarización de los pasivos y activos del sistema bancario no tuvo incentivos para disminuir (Licandro y Licandro, 2004). Así, la regulación había permitido que “debajo de la alfombra” se escondiera un problema que podría volverse grande y grave si, por alguna razón, se producía una corrección abrupta y profunda de los precios relativos. Lo malo es que, como se sabe, ello era cada vez más probable en el primer semestre de 2002.

En un mismo sentido, la función de prestamista en última instancia del Banco Central es potencialmente más costosa cuando el sistema bancario al que debe asistir está altamente dolarizado<sup>46</sup>. En efecto, la liquidez para brindar asistencia a bancos que enfrentan una corrida tiene potencialmente un costo mayor si los depósitos están dolarizados (especialmente si hay riesgos de devaluación). Debido a ello, el precio del seguro de depósitos debería ser mayor para los depósitos en dólares que para los

---

<sup>46</sup> Broda y Levy Yeyati (2001) citado por Licandro y Licandro (2004).

constituidos en moneda local. A pesar de que el FMI<sup>47</sup> ya sugería en 1999 normas prudenciales más exigentes para los préstamos en dólares a sectores no transables y requisitos de encaje mayores para los depósitos en dólares, la regulación en Uruguay no lo exigía (Licandro y Licandro, 2004).

En síntesis, los cambios normativos y organizacionales introducidos a fines de los años ochenta y en la primera mitad de los noventa fortalecieron los estándares de regulación y supervisión de las actividades de intermediación financiera. Sin embargo, la *tecnología* regulatoria que emergió de la *primera generación de reformas* fue insuficiente para gestionar adecuadamente algunos de los riesgos latentes en el sistema bancario uruguayo. En algunos casos, porque los cambios regulatorios adoptados no recogieron recomendaciones para gestionar riesgos asociados a la incompleta “internalización” del descalce de monedas por parte de los agentes. En otros, simplemente porque los estándares de supervisión y regulación internacionales todavía no habían acentuado lo suficiente la gestión de los riesgos operacionales o de aspectos cualitativos como el control interno y el gobierno corporativo de las instituciones.

En un tono más especulativo, no puede dejar de mencionarse que es llamativo el contraste entre la primera y la segunda mitad de los años noventa en cuanto a la cantidad de cambios introducidos. Una mirada rápida sugiere un freno en el proceso de transformaciones orientado a fortalecer la red de seguridad del sistema financiero. La aprobación de la Carta Orgánica del Banco Central en 1995 habría dejado la sensación de *misión cumplida*.

## 7

Entre 1985 y 2002 la estabilidad del sistema financiero descansó en el apoyo de los bancos activos internacionalmente a sus sucursales locales y, como se comentó, en la existencia de un seguro implícito universal sobre todos los depósitos del sistema por parte del Estado. La idea era que éste, eventualmente, jugaría su carta ante dificultades de un banco internacional que operara en Uruguay, o en los casos que el soporte de la institución bancaria fuera el propio Estado, como el caso de los bancos oficiales o los gestionados pendientes de reprivatización. En la segunda mitad de los años noventa y especialmente a partir de 1997, la garantía implícita del Estado parecía consolidada por la mejora de la calidad crediticia de la deuda soberana.

Según se señaló, a partir del retorno de la democracia los ejes de la estrategia de los gobiernos para el sistema bancario fueron adoptar estándares regulatorios internacionales, limitar el otorgamiento de nuevas licencias bancarias, evitar cerrar bancos e intentar reprivatizar aquellos que eran gestionados por el Estado.

Ya vimos en el capítulo anterior que desde 1985 el Banco República y desde 1987 este último junto con la Corporación Nacional para el Desarrollo, se hicieron cargo de los paquetes accionarios de los bancos Pan de Azúcar, Comercial y Caja Obrera. En 1990 el Banco Comercial fue vendido a dos bancos internacionales, una firma internacional y a un grupo argentino, los que estuvieron a su cargo hasta 2002<sup>48</sup>. En 1994, el Banco Pan

---

<sup>47</sup> Baliño T., Bennett A. y Borensztein E. (1999)

<sup>48</sup> Dredner Bank, Credit Suisse/First Boston y Chemical Overseas Holdings propietarios del 75% del paquete accionario y Carlos y José Rhom del 25% restante.

de Azúcar fue vendido tras nueve años de gestión estatal. En 1996 el Banco Pan de Azúcar volvió a ser intervenido y estatizado debido a fraudes en su gestión. En 1998, el Banco Central intervino el Banco de Crédito y dispuso que absorbiera al Banco Pan de Azúcar.

En cuanto al Banco Caja Obrera, luego del fracaso de las negociaciones con el Banco Osorno en 1992 no hubo intentos relevantes de replantear su venta hasta que en 2000 se efectuó un llamado a expresión de interés para su venta. De entre todos los candidatos en julio de ese año, sólo dos presentaron propuestas de adquisición: la Banca Unione de Crédito y el Banco de Montevideo. Al igual que lo ocurrido en la primera mitad de los noventa, el BCU volvió a adquirir un rol protagónico en el proceso de venta de un banco gestionado. Constituyó una Comisión Asesora de Adjudicación, que rápidamente dictaminó que la oferta de la Banca Unione de Credito se apartaba sustancialmente de las condiciones establecidas en el pliego respectivo. Es así que el proceso de venta continúa sólo con el Banco Montevideo, hasta que en setiembre de 2001 la CND y el BROU reciben del Banco Central las conclusiones del trabajo de la Comisión Asesora. Finalmente, tras la aprobación de la transacción por los Directorios del BROU y la CND, en noviembre de 2001 el Directorio del BCU, por mayoría de sus integrantes, decide aprobar la venta de las acciones de la CND y el BROU en el Caja Obrera al Banco Montevideo.

El proceso de fusión entre los bancos Montevideo y Caja Obrera sería luego interrumpido por la crisis financiera del 2002, donde ambas instituciones serían primero suspendidas y finalmente puestas en proceso de liquidación, en diciembre de 2002.

Al igual de lo que había ocurrido con el Banco Comercial y el Pan de Azúcar, la participación del Banco Central en el proceso de venta lo puso en el conflicto de intereses de, por un lado, actuar en el marco de una estrategia del gobierno de devolver estos bancos al capital privado y, por otro, tener que aceptar tratamientos regulatorios excepcionales para facilitar la transacción. En el caso del Banco Montevideo, esto supuso establecer un período de adecuación para la Responsabilidad Patrimonial Neta, disposiciones transitorias para el régimen de encajes y excepciones transitorias a los topes de posición de cambios y de riesgos crediticios.

Según se señaló en el en el capítulo anterior, los bancos gestionados fueron el resultado de la estrategia elegida durante la transición democrática. Durante la segunda mitad de los años ochenta las autoridades procuraron salvar el entramado económico que sobrevivió al cataclismo provocado para la crisis de 1982. Los bancos no fueron la excepción. Sin margen político para aceptar pérdidas de empleos y de los patrimonios de los depositantes, pero con el condicionamiento generado por el rechazo a mecanismos de salvataje como las operaciones de “compra de carteras”, y en medio de un fuerte debate ideológico sobre el rol del Estado en el sistema bancario, “mantener” estos bancos bajo propiedad estatal pero regidos por el derecho privado fue la solución elegida. Como tantas veces antes y después, las autoridades habían optado por el “camino del medio”. Debido a ello, el Estado debió capitalizar los bancos y absorber pérdidas en varias oportunidades. Asimismo, el Banco Central debió admitir que los bancos tuvieran apartamientos de las reglas generales, que operaran con insuficiencia patrimonial y, en ocasiones, remunerándoles los encajes por encima del resto de los bancos (Polgar, 2004).

La estrategia de rescate estatal de los bancos insolventes logró apoyos variados. Los depositantes recuperaban sus depósitos, los trabajadores bancarios no perdían sus fuentes laborales y los deudores de los bancos accedían a condiciones de refinanciación favorables. Evitar perjudicar a grupos de presión tan claramente identificados como los mencionados, contribuyó a mantener en funcionamiento los bancos gestionados a pesar del elevado costo que debió pagarse por ello<sup>49</sup>.

Dicho costo no debería medirse solamente en términos de los recursos públicos directos que fueron afectados, sino también en los efectos negativos que la estrategia puede haber provocado. Primero, el rescate de los bancos gestionados consolidó la percepción entre el público de que existía un seguro implícito y gratuito sobre los depósitos bancarios. Ello trajo como consecuencia que los depositantes no evaluaran adecuadamente los riesgos en los que efectivamente incurrían al confiar sus depósitos a una u otra institución. A la postre, ello encarecía el costo del rescate puesto que la distribución de depósitos entre los bancos que era necesario garantizar no había tomado en cuenta que había bancos menos seguros que otros.

Segundo, el seguro laboral implícito determinó que la productividad del trabajo no fuera una variable relevante para la gestión en el sistema bancario. En otras palabras, los lineamientos de la política no introducían incentivos adecuados para que los bancos se preocuparan por gestionar proactivamente su eficiencia interna.

Tercero, y probablemente más importante, el Banco Central se vio obligado a flexibilizar condiciones de regulación permitiendo que los bancos gestionados funcionaran bajo condiciones regulatorias *blandas*<sup>50</sup>, v.g. insuficiencia patrimonial y de encajes. En otras palabras, la estrategia general definida podría haber terminado por afectar los criterios de regulación y supervisión. Si esto fuera correcto, el sistema de gestión de la red de seguridad habría funcionado con una independencia técnica débil, algo que podría haber influido en la velocidad y la capacidad de reacción del Banco Central durante la primera mitad de 2002.

Un capítulo especial relacionado con la capacidad de supervisión del Banco Central sobre el sistema bancario, es el caso de los bancos públicos: el Banco República y el Banco Hipotecario. En efecto, si bien en teoría los bancos públicos estaban sujetos al mismo marco regulatorio que los bancos privados, en la práctica el supervisor no tenía facultades para multarlos o imponerles sanciones (Polgar, 2004). Los intentos de asimilar su tratamiento al de las instituciones bancarias privadas chocó permanentemente, durante los años noventa, con una cerrada negativa parlamentaria. La imposibilidad de imponer sanciones frente al incumplimiento de normas prudenciales, provocó que desde tiempos lejanos los bancos públicos acumularan carteras de crédito de mala calidad con niveles de provisionamiento y capitalización insuficiente.

Estas carteras se hacían rápidamente incobrables cuando el escenario económico se deterioraba, y los deudores formaban parte de un grupo de presión que podía coordinar para imponer mejoras en las condiciones de endeudamiento. Esa había sido la historia

---

<sup>49</sup> Al igual que había ocurrido en los años sesenta y en los años ochenta, el Directorio del Banco Central de la época mostraba que el mantenimiento de las fuentes laborales era relevante para sus decisiones.

<sup>50</sup> En la jerga se usa la expresión *ablandamiento de las condiciones regulatorias*. Ottavianelli (2008) y Lopez y Ottavianelli (2003).

durante los años ochenta y esa, en menor medida, había sido la tónica de las carteras de los bancos públicos desde 1999.

El ablandamiento regulatorio y de supervisión de los bancos públicos se tradujo en importantes pérdidas de depósitos durante las semanas más intensas de la corrida entre abril y junio de 2002. Si bien la proporción de retiros que enfrentaron fue menor que la de varios bancos privados, los bancos públicos sufrieron más intensamente porque su base de liquidez y capitalización era más débil debido al aflojamiento de facto de los requerimientos prudenciales (Bergara y Licandro, 2004).

Por su parte, el hecho de que el Banco Hipotecario quedara fuera de la red de control del Banco Central, facilitó su tercera quiebra en cuatro décadas. En efecto, a pesar de las lecciones de la crisis bancaria de 1982, el Banco Hipotecario había seguido captando depósitos en dólares para prestar dinero a largo plazo en Unidades Reajustables. En otras palabras, descalce de plazos y descalce de monedas entre dos unidades de cuenta cuyos precios en Uruguay se mueven en sentido inverso. Por eso, ya a comienzos de 2002 el balance del banco mostraba una institución insolvente que había sobrevivido gracias a la creencia de que los créditos hipotecarios debían tratar preferencialmente al deudor (Steneri, 2011).

En breve, haber mantenido la vieja idea de que “en Uruguay los bancos no quiebran” (ver capítulo 2) implicó, entre otras cosas, estimular conductas no alineadas a la gestión del riesgo por parte de los agentes y fragilizar la red de seguridad del sistema bancario. Esto último fue consistente con la histórica dificultad del Banco Central para regular y supervisar a los bancos públicos<sup>51</sup>.

## 8

Como acabamos de señalar, los problemas no resueltos en el sistema financiero, como las idas y venidas con la reprivatización de los bancos gestionados y su continuado acceso a excepciones regulatorias, comenzaron a pasar factura a comienzos de la primera década del siglo XXI. El apoyo de los bancos internacionales a sus inversiones locales dejó de ser algo que se diera por descontado; al menos no todos los bancos internacionales se comportaban igual<sup>52</sup>.

A partir de fines de 2001, con acceso a financiamiento externo cada vez más limitado y con creciente fragilidad fiscal, el último bastión de la seguridad del sistema financiero, el seguro de depósitos universal implícito, comenzó a perder credibilidad. Además, el apoyo de los organismos multilaterales de crédito, siempre liderado por la conducta del FMI, resultó que no sólo no era incondicional, sino que además era errático.

Según se vio, desde mediados de los noventa una intensa disputa interna en los directorios de los organismos multilaterales de crédito sobre los mecanismos de resolución de crisis había permeado hacia su *staff*, haciendo que la acción de esos

---

<sup>51</sup> Precisamente, la Ley de Fortalecimiento del Sector Bancario (N° 17.613), que creó la Superintendencia para la Protección del Ahorro Bancario, dio mayor poder sancionatorio al Banco Central sobre los bancos públicos.

<sup>52</sup> Como señala Polgar (2004), “El caso del Banco Comercial, que había concitado la inversión de bancos de primera línea, demostraría luego que, si la inversión no incluye el uso de la marca de los mismos, el menor costo de reputación resultante debilita el compromiso de los accionistas”.

organismos se volviera impredecible. Una a una, se fueron deteriorando las bases de la aparente solidez económica de los noventa. La tormenta perfecta se había formado.

El estallido se originó en la vecina orilla. Argentina llegaba a 2001 inmersa en una prolongada crisis, originada en múltiples factores entre los que cabe destacar un adverso panorama internacional desde la segunda mitad de 1998. Ello había erosionado a tal punto la confianza del público que la pérdida de depósitos en el sistema bancario había mostrado intensidad y persistencia desde comienzos de ese año. El 1° de diciembre de 2001 se dispuso el último intento de salvar el Plan de Convertibilidad: la imposición de un “corralito” sobre los depósitos bancarios cuyo objetivo era frenar la corrida bancaria, defender el sistema financiero y preservar lo que en Argentina se llamaba “la intangibilidad de los depósitos”, es decir, la conservación del derecho de propiedad sobre los depósitos, en la moneda deseada por el inversor. Pero esa esperanza fue efímera. El 12 de diciembre el Fondo Monetario Internacional decidiría la suspensión de los desembolsos previstos en el Programa y la debacle se desencadenó. Tras los trágicos acontecimientos del 20 de diciembre vino la renuncia del Presidente de la República, Fernando de la Rúa, quien fue sucedido por Ramón Puerta (presidente provisional del Senado) sólo por un par de días. Luego la Asamblea General impuso a Adolfo Rodríguez Saá, en medio de proclamas por la suspensión de pagos de la deuda externa (que se concretaría en los primeros días de enero) y con un feriado bancario que abarcaría las dos presidencias. Con el año nuevo llegaría la renuncia de Saá, su reemplazo interino por Eduardo Camaño, hasta que el 2 de enero terminaría asumiendo Eduardo Duhalde. En el fin de semana siguiente se terminaría la Convertibilidad y se reprogramarían los depósitos bancarios. Un mes más tarde tendría lugar la pesificación “asimétrica” de depósitos y créditos del sistema bancario y, finalmente, la pesificación de la deuda pública bajo legislación argentina.

Una recorrida por los medios de prensa en diciembre de 2001 muestra que la principal preocupación de las autoridades uruguayas era cómo salvar la temporada turística dadas las restricciones al acceso a divisas por parte de los argentinos. En ese sentido, el Ministerio de Turismo hizo esfuerzos para facilitar los pagos mediante tarjetas de crédito de arrendamientos de temporada, así como su amplia utilización en los locales comerciales. También se daba por descontado que el gobierno introduciría ajustes en la banda cambiaria para absorber el efecto del abandono de la Convertibilidad en Argentina<sup>53</sup>.

En líneas generales, parecía repetirse la dinámica que siguió al “efecto tequila” a fines de 1994. En diciembre de 2001 los depósitos de no residentes en el sistema bancario uruguayo todavía aumentaban<sup>54</sup> y Uruguay todavía colocaba deuda soberana en los mercados internacionales con spreads “razonables”<sup>55</sup>. Aunque era cada vez más evidente que el escenario externo se había vuelto definitivamente adverso, las autoridades económicas de la época consideraban que los efectos parecían concentrados en la cuenta corriente, sin afectar la cuenta capital de la balanza de pagos.

---

<sup>53</sup> En efecto, el 7 de enero de 2002 la banda cambiaria se ensanchó de 6% a 12% (medida respecto de la cotización en el “piso”) y el corrimiento mensual aumentó de 1,2% a 2,4%. El 19 de junio de 2001 ya se había ensanchado la banda de 3% a 6% y el corrimiento mensual había pasado de 0,6% a 1,2%.

<sup>54</sup> Llevaban cuatro meses creciendo y ya eran 10% mayores que en julio de 2001.

<sup>55</sup> La emisión fue el 21 de noviembre de 2001 por USD 400 millones a diez años. La deuda se colocó a 310 puntos básicos.

El equipo económico no lograba siquiera imaginarse lo que les esperaba en el siguiente año<sup>56</sup>. En efecto, todavía faltaban muchas malas noticias por llegar.

En los primeros días de enero empezó a enrarecerse el panorama de la actividad bancaria en Uruguay. La necesidad de los depositantes argentinos de recurrir a sus fondos en Uruguay para aliviar la restricción a que los sometía las medidas en Argentina provocó colas en agencias bancarias y rumores de dificultades para devolver depósitos, especialmente en el Banco Galicia Uruguay. Los problemas de Argentina también generaron que las Obligaciones Negociables emitidas por los bancos Comercial y Montevideo operaran a la baja, por la presunción de que sus grupos controlantes se verían negativamente afectados.

Pero las cosas pasaron a mayores el 23 de enero, tras la captura en Buenos Aires del vicepresidente del Directorio y Gerente General del Banco Comercial, Carlos Rohm. La detención se produjo en el marco de una investigación sobre lavado de activos y la orden de captura también se extendió a su hermano, José, que estaba prófugo en Estados Unidos. El 25 de enero se reveló que José Rohm había denunciado a su hermano Carlos en el Directorio del Banco Comercial por cometer un fraude contra esa institución y el Banco General de Negocios en Argentina, cuyos accionistas eran los mismos que los del Banco Comercial en Uruguay. Según relata Steneri (2011), la situación fue informada al Presidente uruguayo Jorge Batlle por el director por Credit Suisse en el Banco Comercial, David Mulford. Se iniciaría allí un proceso de negociación entre el gobierno uruguayo y los ex socios de los hermanos Rohm en el Banco Comercial, que culminaría el 26 de febrero con la Resolución del Poder Ejecutivo autorizando al Ministerio de Economía y Finanzas a firmar con Credit Suisse, Chemical Banking Corp. y Deutsch Sudamerikanische Bank el Acuerdo de Suscripción de Acciones. Según este Acuerdo, el Banco Comercial se capitalizaba en USD 133 millones, cada parte aportaba USD 33 millones y el Estado uruguayo se comprometía a mantener al banco operativo y solvente. De lo contrario, debía reembolsar a sus contrapartes los USD 100 millones aportados.

A diferencia de 1987, cuando la simple presencia en público de los presidentes de los Directorios del BCU y el BROU bastaban para frenar una corrida contra una institución bancaria<sup>57</sup>, el acuerdo entre el Estado uruguayo y tres bancos internacionales de primera línea no fue suficiente para aventar los temores sobre el Banco Comercial. Por el contrario, ese *verano caliente* tuvo otro ingrediente, que fue la suspensión de las operaciones en Uruguay del Banco Galicia el 13 de febrero. Éste había soportado una aguda retirada de depósitos durante el mes de enero, sin contar con apoyo de liquidez de su casa matriz ni asistencia financiera del Banco Central del Uruguay<sup>58</sup>. Ante la

---

<sup>56</sup> Al respecto, Steneri (2011) señala: “Como en el pasado, se pensaba que una combinación de ajustes fiscales acoplada con una tenencia de reservas abundantes era suficiente para enfrentar lo que se consideraba otro episodio habitual de volatilidad regional”. Esta percepción fue posible confirmarla en algunas de las entrevistas mantenidas para la elaboración del presente libro.

<sup>57</sup> Véase el relato anecdótico en Pascale (2012), página 130.

<sup>58</sup> El BCU solicitó a su par argentino que autorizara a Banco Galicia Buenos Aires a girar fondos a su sucursal en Uruguay para cubrir los saldos entre ambas, a lo que el Banco Central de la República Argentina se negó. La razón de la negativa a otorgar asistencia financiera a Banco Galicia Uruguay estaba en que éste no podía garantizarla de acuerdo con lo requerido por la Carta Orgánica del BCU, ya que el grueso de sus activos estaba localizado en Argentina, a los que no se tenía acceso por las medidas financieras en ese país. De todas maneras, errores en la comunicación de las autoridades uruguayas (de la que se podía inferir que el motivo del rechazo al salvataje de la institución era que sus depósitos eran “99% de argentinos”) sembró dudas sobre los depósitos de los no residentes en todo el sistema.

imposibilidad de continuar con la operación, el BCU decidió intervenir preventivamente y suspender las actividades del Banco Galicia por noventa días.

El colofón de esta peripecia fue la decisión de la agencia de calificación Standard & Poor's de reducir la nota de grado inversor a la deuda uruguaya al nodo más alto del nivel especulativo (de BBB- a BB+), agregando una "perspectiva negativa". El juicio de la calificadora tenía como eje argumental el deterioro de la situación fiscal tras una larga recesión, pero la alerta se veía potenciada por el alto grado de dolarización de la deuda y el impacto que en su peso sobre el PBI tendría un más que probable ajuste cambiario tras los acontecimientos en Argentina. El dictamen de S&P se veía también influido por los desarrollos en los bancos Comercial y Galicia Uruguay, los que, según la agencia, podrían "dañar la imagen del país como un refugio seguro para los capitales en la región".

La elevada exposición de la economía uruguaya y del sistema bancario, en particular al riesgo argentino, fueron sin duda clave para el desencadenamiento de la crisis. El fin de la Convertibilidad terminó por volver insostenibles los precios relativos de Uruguay y el corralito bancario argentino fue decisivo para explicar la corrida de depósitos en Uruguay. Sin embargo, el contagio fue producto (también) de la ausencia de un marco regulatorio capaz de gestionar proactivamente este tipo de riesgos y de algunas decisiones que se habían tomado con anterioridad.

El sistema bancario uruguayo estaba expuesto al riesgo argentino por sus pasivos, pero sobre todo por sus activos. En 2001 el 14%<sup>59</sup> de los créditos del sistema bancario uruguayo era a no residentes, *v.g.* argentinos. El Banco Galicia tenía la totalidad de sus activos en Argentina, el Comercial tenía una alta exposición a valores públicos de ese país y el Montevideo tenía colocaciones al sector financiero no residente en Cayman, desde donde triangulaba créditos a Argentina (Polgar, 2004). Ello era una consecuencia directa del origen del capital accionario, de la exposición de los grupos propietarios a la economía argentina y del *management* de algunos de estos bancos.

La falta de una regulación adecuada sobre la residencia del deudor y sobre topes de concentración de riesgos del marco vigente, dificultaron una gestión más eficaz de la exposición del sistema bancario uruguayo a la situación argentina<sup>60</sup>.

El círculo comenzaba a cerrarse. La fragilidad fiscal hacía perder credibilidad a la estrategia del seguro implícito de depósitos. A su vez, la utilización de fondos públicos para aplicar al salvataje de bancos comprometía aún más la situación fiscal. El aumento de la percepción de riesgos comenzaba a afectar el acceso a capitales externos, alimentando una potencial crisis cambiaria, que por la dolarización de la deuda exacerbaría aún más el problema fiscal. La tormenta había empezado. No hacía más que empezar.

---

<sup>59</sup>Al analizar a nivel de banca pública y privada, la exposición presentaba gran heterogeneidad. Mientras que la proporción de no residentes en la banca oficial era cercana al 0%, a nivel de la banca privada la ratio se ubicaba en torno a 26%.

<sup>60</sup>Debe reconocerse, sin embargo, que el Banco Central dio instrucciones específicas al Banco Montevideo para reducir su exposición al riesgo argentino antes de su cierre. De hecho, el incumplimiento de estas instrucciones fue el principal motivo para intervenirlo en junio de 2002 (Polgar, 2004).





## CAPÍTULO 7: 2002-2007

El presente capítulo comprende uno de los períodos más complejos y controversiales de los que se ocupa el libro. La complejidad radica en la profundidad y gravedad de la crisis de 2002. La controversia radica en que el escaso tiempo transcurrido desde su superación en 2003, mantiene abiertos algunos debates acerca de sus causas y sus consecuencias, así como sobre algunas de las decisiones tomadas durante su transcurso.

A pesar de lo anterior, el presente capítulo ofrece información y una mirada de los acontecimientos, los dilemas y restricciones que enfrentaron las autoridades de la época que deberían ser útiles para que el lector extraiga sus propias conclusiones sobre lo ocurrido. Naturalmente, se trata de una aproximación rigurosa pero no exenta de interpretaciones que pueden resultar controversiales.

La extensión del capítulo, el más largo del libro, responde a la complejidad señalada. El capítulo está dividido en quince secciones. Ellas se ocupan de describir y analizar la génesis, los avatares y los efectos de la corrida bancaria de 2002. También se encargan de describir el Plan Agosto, el que finalmente permitió ver luz luego de varios meses de dificultades, y de cómo se enfrenaron las consecuencias del cierre de los bancos que cayeron durante 2002. Asimismo, el capítulo analiza las tres fases del plan de salida que diseñaron las autoridades en el segundo semestre de 2002, cuando finalmente habían logrado hacer pie. Dos secciones están destinadas a describir los pormenores del diseño y la engorrosa implementación de la operación de “reperfilamiento” de la deuda pública en mayo de 2003. Se aborda también cómo fue manejada la política monetaria luego del abandono del ancla cambiaria a mediados de 2002 y cómo progresivamente se fue avanzando hacia un esquema de metas flexibles sobre la inflación. El capítulo se ocupa además de los desafíos para el Banco Central durante la transición política de marzo de 2005 que coincidió con la crisis y cierre de la cooperativa COFAC. Finalmente, las últimas dos secciones se ocupan de analizar la política monetaria implementada por las autoridades que asumieron en 2005 y de describir algunos cambios institucionales que surgen de las lecciones aprendidas de la crisis de 2002.

Como ocurre en el resto del libro, el centro del análisis es el papel del Banco Central en todos los acontecimientos descritos. Sin embargo, la particularidad del período conduce a que, tanto las acciones del Poder Ejecutivo de Uruguay como el rol de los organismos multilaterales, en especial el FMI, tengan una especial consideración en el abordaje realizado.

### 1

“Alguien acaba de perderse un avión” dijo ante el Directorio del Banco Central el Gerente del Área de Estudio y Regulación del Sistema Financiero, Fernando Barrán, al culminar la presentación que, junto al Gerente de la División Política Económica, Umberto Della Mea, había realizado sobre la situación de las reservas internacionales y el sistema financiero uruguayo. El estudio había sido solicitado por el propio Directorio

el 18 de febrero de 2002 y siete días después exhibían el sombrío panorama que se cernía sobre la economía uruguaya.

La corrida contra los depósitos en el sistema bancario, que se había iniciado por distintos motivos en los primeros días de enero contra los bancos Galicia y Comercial, se estaba generalizando a la totalidad del sistema. Las reservas internacionales netas del Banco Central, que habían iniciado el año en USD 2.956 millones, habían caído USD 940 millones hasta el 21 de febrero de 2002. Dos tercios de esa cifra eran atribuibles al recurso que las instituciones financieras habían hecho de sus colocaciones en el BCU para enfrentar retiros de depósitos. Entre los factores que explicaban la propagación de la corrida podían citarse la pérdida del grado inversor para la deuda pública uruguaya según la evaluación de Standard & Poor's difundida el 14 de febrero<sup>1</sup>, algunas señales equívocas sobre el tratamiento que la plaza otorgaría a los depositantes no residentes surgidas tras la intervención y posterior puesta en proceso de moratoria judicial del Banco Galicia Uruguay, las dudas de los accionistas mayoritarios del Banco Comercial en otorgar un respaldo patrimonial a esa institución y sus colaterales y el omnipresente sentimiento de que la crisis experimentada por Argentina a fines de 2001 se trasladaría finalmente a Uruguay.

Barrán y Della Mea ponían énfasis en su informe en la “sinergia fiscal y financiera en la generación de crisis de balanza de pagos”<sup>2</sup>. Con reservas internacionales en caída libre, el depositante del sistema percibe que la capacidad del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia respaldando los depósitos en moneda extranjera está seriamente lesionada; la alternativa de una pesificación “a la argentina” surgía como una posibilidad. Esa pérdida de disponibilidad de reservas internacionales también afectaba la capacidad del Estado uruguayo para afrontar sus obligaciones; en consecuencia, empezaba a ponerse sobre la mesa la eventualidad de un incumplimiento en la deuda como el de Argentina. La pérdida del “grado inversor” y el persistente aumento en el riesgo país ponían cada vez mayores dificultades en el acceso a financiamiento para el gobierno, limitando tanto su capacidad para respaldar al sistema financiero como para estirar los plazos de vencimiento de la deuda. El empeoramiento de la calidad crediticia del Estado podía generar un efecto de balance negativo sobre los bancos, a través de la exposición del sistema financiero al riesgo crediticio soberano. A su vez, la calidad crediticia soberana suele ser un techo para las calificaciones de riesgo de las instituciones financieras que actúan en el país, por lo que indirectamente también acentuaba la percepción de riesgo del sistema. Finalmente, pero no menos importante, en el caso de los bancos activos internacionalmente el deterioro de la calidad del riesgo soberano podía afectar la disponibilidad de las líneas crediticias de las casas matrices para con sus sucursales en el país, exacerbando los problemas de liquidez en la plaza.

Barrán y Della Mea concluían que era necesario establecer “negociaciones inmediatas con los organismos multilaterales” (de allí la urgencia de “tomar el avión” a

---

<sup>1</sup> Standard & Poor's redujo su calificación de la deuda uruguaya de BBB- a BB+, con perspectiva negativa. Hasta ese momento otras calificadoras mantenían para Uruguay la categoría de *investment grade*.

<sup>2</sup> *Estrategia para enfrentar la situación del sistema financiero*, informe anexo al Acta de Directorio N° 2362 de 21 de febrero de 2002.

Washington), a los que se les solicitaría no sólo recursos sino también asistencia técnica. También proponían crear un Fondo de Garantía de Depósitos de aproximadamente USD 800 millones<sup>3</sup>, reforzar los recursos del Banco Central para asistir de liquidez al sistema en USD 750 millones “al contado”, más otros USD 750 millones “bajo la forma de una línea de crédito contingente” y cerrar definitivamente el Banco Galicia.

Terminada la presentación de Barrán y Della Mea, el presidente del Banco Central, César Rodríguez Batlle, señaló que ya se estaban encaminando negociaciones con los organismos multilaterales de crédito. Respecto del Fondo Monetario Internacional, el Director del Departamento del Hemisferio Occidental (WHD, por su nombre en inglés), el argentino Claudio Loser, le había confirmado en una entrevista reciente que Uruguay contaba con la inmediata disponibilidad de unos USD 200 millones que podía girar contra el acuerdo *stand by* vigente, que estaba próximo a concluir y que todavía no se había utilizado. Además, se había comenzado la negociación para un nuevo acuerdo que podría dar lugar a un primer desembolso de unos USD 100 millones<sup>4</sup>. También mencionó las negociaciones que el ministro de Economía y Finanzas, Alberto Bensión, y el Director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto, Ariel Davrieux, estaban llevando adelante con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Indicó que, en oportunidad de la Asamblea Anual de este organismo, a celebrarse durante abril en la ciudad de Fortaleza en Brasil, se aprobaría una línea de financiamiento de emergencia a la que Uruguay podría acceder por un monto que estimaba en USD 200 millones.

El Directorio del Banco Central resolvió remitir al ministro Bensión el informe elaborado por Barrán y Della Mea, acompañado de un parte sobre la situación de reservas internacionales al 21 de febrero de 2002. Además del retiro de unos USD 600 millones por parte del sistema bancario de sus depósitos en el BCU para enfrentar la corrida, se habían utilizado USD 185 millones para defender el borde superior de la banda de flotación. También se había dispuesto de USD 180 millones para atender servicios de deuda y otros gastos en moneda extranjera del gobierno central.

Dos días después de presentado el informe de Della Mea y Barrán, el Directorio dispuso que este último se tomara el avión “con la mayor urgencia” a Washington, para incorporarse a la delegación uruguaya que estaba gestionando un nuevo acuerdo con el FMI. Allí, Barrán se encontró con el Director de la Asesoría Macroeconómica del Ministerio de Economía y Finanzas, Isaac Alfie, que estaba discutiendo con Loser y el Jefe de Misión para Uruguay, Ricardo Figuerola, los términos del nuevo *stand by*. Barrán mantuvo reuniones con personal del, en aquel entonces, Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios (*Monetary and Exchange Affairs*, MAE, en la jerga interna del

---

<sup>3</sup> Sin perjuicio de ello, recomendaban mantener una garantía total (*blanket guarantee*) sobre los depósitos del sistema mientras durara la situación de incertidumbre sobre el sistema.

<sup>4</sup> Las relaciones financieras con el FMI se contabilizan, en realidad, en Derechos Especiales de Giro, DEG, cuya cotización frente al dólar se modifica en función de los valores de una canasta de monedas, que se revisa quinquenalmente. En el año 2002, la canasta la integraban, además del dólar, el euro, la libra esterlina y el yen japonés. Para facilitar la lectura, en este capítulo se manejarán cifras equivalentes en dólares de los DEG efectivamente transados con el FMI.

FMI)<sup>5</sup>. Pero el liderazgo de la negociación con Uruguay dentro del FMI lo tuvo en esa instancia el WHD y, para sorpresa de los propios funcionarios del MAE, el programa finalmente acordado no parecía contemplar la existencia de una corrida bancaria. Incluía previsiones tales como evaluar la adecuación de la normativa prudencial uruguaya en materia de requerimientos de capital a las recomendaciones del Comité de Basilea, la emisión de regulaciones que aseguren que el riesgo crediticio implícito en los créditos denominados en moneda extranjera fuese internalizado por los bancos y la implementación de reformas estructurales en el funcionamiento del Banco Hipotecario del Uruguay. También se planteaba la puesta en práctica de nuevos instrumentos de política monetaria, como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado de dinero. Era incomprensible, pero en medio de la corrida bancaria y con crecientes dificultades de acceso al mercado de financiamiento voluntario, el programa impuso un límite continuo a la caída de reservas internacionales en cada trimestre<sup>6</sup>. Respecto a diciembre de 2001, las reservas internacionales no podían caer más de USD 570 millones hasta junio y setiembre, cuando ya habían caído USD 359 millones a marzo, lo que dejaba un margen de apenas USD 211 millones. Ese monto sería rápidamente absorbido en caso de tener que asistir financieramente al sistema bancario o se tuviese que afrontar el pago de compromisos externos del sector público sin contar con financiamiento previo o sin que se pudiesen cubrir con compras de dólares en el mercado. El programa también exigía que ya para diciembre de 2002 el margen de caída respecto a un año atrás debía reducirse a USD 470 millones<sup>7</sup>.

El nuevo *stand by* con el FMI se acordó por un plazo de 24 meses y un monto a desembolsar equivalente a unos USD 750 millones. El 12 de marzo se firmó la Carta Intención por parte de Bensi6n y Rodr6guez Batlle y el programa fue aprobado por el Directorio del FMI el 25 de marzo. Al mismo tiempo se complet6 la Tercera Revisi6n bajo el acuerdo *stand by* de 31 de mayo de 2000, lo que permiti6 desembolsar el monto total previsto en aquel, que hasta el momento hab6a sido tratado como precautorio por las autoridades uruguayas. La transferencia, por USD 190,2 millones, fue realizada el 28 de marzo. Durante ese mes tambi6n se coloc6 un bono global por un monto de USD 250

---

<sup>5</sup> Actualmente, Departamento de Mercados Monetarios y de Capital (*Monetary and Capital Markets, MCM*)

<sup>6</sup> Por “l6mite continuo” se entiende que, si en cualquier momento el piso establecido para las reservas internacionales es cruzado, se genera un incumplimiento, aunque luego 6stas se recuperen.

<sup>7</sup> Debe tenerse en cuenta que estos l6mites estaban calculados seg6n la definici6n de reservas netas utilizada en los programas del FMI que, a diferencia de la especificada en los manuales de balanza de pagos, deduce de los activos de reserva los pasivos de corto plazo con entidades residentes. Esto significa que, si los bancos retiran parte de su encaje en el BCU para atender retiros de dep6sitos, hay una ca6da en los activos de reserva y en las reservas internacionales netas seg6n la definici6n convencional (que deduce de los activos s6lo los pasivos de corto plazo con no residentes y todos los pasivos con el FMI), pero no de acuerdo con la definici6n del FMI, ya que el pasivo cae en la misma magnitud que el activo. La condicionalidad planteaba una restricci6n a lo que el BCU pod6a otorgar de asistencia financiera, adem6s del uso de reservas para pagar obligaciones en moneda extranjera.

Para distinguir la definici6n de reservas netas utilizada en la evaluaci6n de las metas del programa con el FMI de la definici6n est6ndar de los manuales de Balanza de Pagos, en ese cap6tulo se denominar6 a las primeras “reservas programa”.

millones<sup>8</sup>. Aún con ésta y algunas emisiones locales no se pudo evitar que las reservas internacionales netas volvieran a caer en marzo, aunque sólo en USD 21 millones<sup>9</sup>.

En las declaraciones públicas que diversos funcionarios del FMI hicieron sobre Uruguay se hacía referencia a la corrida como algo superado, felicitando a las autoridades por el logro alcanzado<sup>10</sup>. Pero el problema estaba lejos de haber desaparecido. Mientras que los depósitos de no residentes nunca dejaron de caer durante este período, la confirmación de la pérdida del grado de inversión de la deuda tras la baja de calificación efectuada por la agencia Fitch el 13 de marzo puede considerarse el inicio de la corrida generalizada de los depósitos en moneda extranjera de los residentes en Uruguay, luego de una primera quincena con oscilaciones<sup>11</sup>. A partir de la decisión de Fitch, los depósitos en moneda extranjera de residentes cayeron USD 130 millones hasta fin de marzo y otros USD 100 millones hasta el 18 de abril, momento en que se inició un feriado bancario en Argentina que duró hasta el 26, con la renuncia del ministro de Economía Jorge Remes Lenicov y su sustitución por Roberto Lavagna. La sensación de que la inestabilidad en Argentina no tenía fin y que tarde o temprano derramaría sobre Uruguay se avivó con ese feriado y dio una aceleración mayor a la corrida en Uruguay. En el mes de abril se perdieron unos USD 680 millones de depósitos en moneda extranjera (residentes y no residentes), a un ritmo de USD 18 millones por día hasta el inicio del feriado bancario en Argentina y USD 32 millones diarios después.

---

<sup>8</sup> Con un cupón de 7,875% y vencimiento en 2009. Los agentes de la colocación fueron Deutsche Bank y UBS Warburg.

<sup>9</sup> El desembolso del FMI mejoró los activos de reserva, pero no las reservas internacionales netas, ya que por criterios contables las obligaciones con ese organismo se computan como pasivos de reserva, aunque sean de largo plazo.

<sup>10</sup> En los comentarios sobre el programa aprobado para Uruguay, el Director Gerente del FMI, el alemán Horst Köhler, dijo que “la fortaleza del sistema financiero ha sido uno de los pilares de la estabilidad macroeconómica en Uruguay. Tras la salida de depósitos disparada por la crisis argentina y problemas en dos bancos uruguayos, los bancos privados han confirmado su compromiso de asegurar que el sistema permanezca líquido y bien capitalizado”. Los dos bancos a los que se hacía referencia eran el Comercial y el Galicia. No se esperaba tener problemas con ningún otro y se ignoraba que, en el caso del Comercial, el compromiso de asegurar que “permanezca líquido y bien capitalizado” correspondía al gobierno uruguayo. El Credit Suisse compró el 29 de abril una “Nota Convertible” por USD 150 millones, con vencimiento en 2007 (la denominación provenía de que incluía la opción de ser convertida a yenes). Esta sería la última incursión de Uruguay en el mercado internacional antes de la crisis de julio. El Credit Suisse también hizo una operación de financiamiento del Banco Comercial a fines de mayo, que consistió en un *repo* de bonos argentinos por USD 40 millones, que el Comercial debía revertir en un plazo de tres años. La operación contó con la garantía del Estado uruguayo.

Días después, en oportunidad de las reuniones de primavera (boreal) del FMI y el Banco Mundial, en las que se presentó la correspondiente actualización del *World Economic Outlook* (WEO), el consejero del FMI para América Latina, Thomas Reichmann, dijo que el gobierno manejó “en forma muy rápida y eficiente y sin mayor revuelo la *crisis puntual* de los bancos Comercial y Galicia” (énfasis nuestro). Reichmann había comandado en diciembre del año anterior la misión de evaluación económica del FMI a Argentina que terminó recomendando al Directorio no seguir apoyando financieramente a ese país. La decisión acabó con la esperanza que el gobierno argentino, que había introducido hacía pocos días el “corralito”, tenía en salvar el Plan de Convertibilidad.

<sup>11</sup> En los bancos estatales la caída de los depósitos en moneda extranjera de residentes en febrero de 2002 había sido de unos USD 20 millones, lo que en términos históricos no es muy distinta de la oscilación de un mes “normal”, máxime cuando a fines de febrero todavía estaban por encima del nivel de diciembre de 2001. Hasta el anuncio de Fitch, esta categoría de depósitos cayó otros USD 11 millones, pero en la segunda quincena el retiro se aceleró a USD 50 millones. En el caso de los bancos privados extranjeros, se pudo observar incluso un *aumento* de los depósitos en moneda extranjera de residentes hasta el anuncio de Fitch.

La corrida en los depósitos tuvo su correlato en la deuda pública uruguaya, realimentándose una con la otra. A fines de 2001 el riesgo país se situaba en torno a 200 puntos básicos. Para fines de marzo había subido a 525 y, tras un agudo desplome de los precios durante todo el mes de abril, el viernes 26 los bonos uruguayos mostraban en promedio un rendimiento al vencimiento superior en 9,48% (948 puntos básicos) al de un título de deuda estadounidense con el mismo plazo.

A lo anterior se sumó el dictamen del 3 de mayo de la calificadora Moody's que hasta el momento era la única que mantenía el grado inversor de la deuda soberana uruguaya. La corrección de la calificación fue de dos escalones. Era más que la ratificación de lo que ya habían decidido Standard & Poor's y Fitch y el mercado tomó la decisión como una mala noticia para la deuda soberana y para el sistema bancario. El miércoles 15 el riesgo país cruzó los mil puntos básicos por primera vez desde el regreso de Uruguay a los mercados internacionales de deuda tras el Brady. Una semana después se situaba en 1.200 puntos básicos. Las otras calificadoras siguieron el mismo camino. El 14 de mayo Standard & Poor's también redujo en dos escalones su calificación de la deuda uruguaya (tres con relación al grado de inversión mínimo en que estaba Uruguay a comienzos de año). Fitch hizo lo propio y el 28 de mayo anunció una reducción de tres nodos en su evaluación del riesgo de la deuda uruguaya. De las orgullosas tres "BBB-" que Uruguay exhibía a comienzos de 2002 quedaba apenas una pálida "B+". Con "perspectiva negativa", además.

En ese contexto negativo, que mostraba lo difícil que se hacía para Uruguay conseguir financiamiento externo, la salida de depósitos en moneda extranjera se intensificó aún más. La reducción de mayo fue de USD 1.575 millones en total, acumulando una caída de casi un 40% con relación al 31 de enero, cuando todavía parecía que la crisis argentina sólo afectaría Uruguay desde el punto de vista comercial, pero no en lo financiero<sup>12</sup>.

Para el gobierno uruguayo, especialmente el Presidente de la República, Jorge Batlle, y el equipo económico, el desangramiento de los depósitos del sistema bancario parecía no tener fin. Alberto Bensión había descrito los dos primeros meses de la crisis como los "más difíciles, dramáticos y duros que ha debido atravesar la conducción económica del país" en la historia reciente<sup>13</sup>.

La mirada que este libro ofrece de la historia del BCU permite sostener que la afirmación de Bensión no estaba alejada de la realidad. El gobierno de Batlle no podía, como lo hizo el de Pacheco Areco en 1971, decretar una garantía total sobre los depósitos del sistema, pues la dolarización del sistema le impedía disponer de los recursos necesarios para ello. Tampoco contaba, como en los tiempos de Gregorio Alvarez, con bancos activos internacionalmente interesados en hacerse de un lugar en la plaza financiera

---

<sup>12</sup> La reducción respecto a enero de 2001 incluye USD 4.250 millones de retiros más USD 950 millones de depósitos de Banco Galicia congelados en una moratoria judicial y deja fuera los depósitos por USD 90 millones que la Corporación Nacional para el Desarrollo efectuó entre abril y mayo en el Banco Comercial con fondos aportados por el Ministerio de Economía y Finanzas, en cumplimiento del Acuerdo de Suscripción y Derechos de Inversores (*Subscription and Investor Rights Agreement*) entre éste y los socios privados de dicho Banco.

<sup>13</sup> Comisión de Hacienda, Cámara de Senadores, Distribuido 1421/2002, 4 de abril de 2002.

uruguaya sustituyendo instituciones locales fallidas, previo salvataje con un costo a la nivelación de sus patrimonios. Apenas accedió al apoyo renuente de un trío de bancos que habían sido estafados y que no tenían demasiado interés en hacerse cargo de un negocio minorista en Uruguay, mucho menos frente a una corrida bancaria. Debido a ello, la esperanza del gobierno estaba puesta en el Fondo Monetario Internacional. El problema es que FMI estaba concentrado en un complejo e intenso debate interno acerca de la nueva arquitectura financiera internacional y su rol dentro de ella, lo que lo hacía poco propenso a acometer cualquier ayuda que amenazara con volverse compleja como acababa de ocurrir con Argentina.

Hasta el 25 de febrero de 2002 el accionar del Directorio del Banco Central frente a la crisis bancaria pareció consensuado. Los directores percibieron que ésta iba mucho más allá de un problema de exposición en Argentina del Banco Galicia o el fraude perpetuado por los hermanos Rhom en el Comercial. De allí surgió la necesidad de contar con una visión estratégica para enfrentar lo que se venía, que se manifestó en el informe solicitado a Della Mea y Barrán. Sin embargo, a partir de esa fecha, las discrepancias sobre el papel del Banco Central en el manejo de la crisis tensaron la relación entre los miembros del Directorio, particularmente entre la mayoría colorada, el presidente César Rodríguez Batlle y la Vicepresidenta Eva Holz, y la directora por la minoría blanca, Rosario Medero.

Medero tenía una visión crítica del Acuerdo de Suscripción firmado por Alberto Bensión, en nombre de la República Oriental del Uruguay<sup>14</sup>, con los representantes de los ex socios de los hermanos Rohm en el Comercial<sup>15</sup>. Pero sin perjuicio de ello, entendía que, dado que el Estado uruguayo se había comprometido a brindar al Comercial todo el apoyo financiero requerido para mantenerlo en condiciones financieras sanas de acuerdo con normas contables adecuadas y la regulación del Banco Central y con una liquidez apropiada dadas las condiciones del mercado, entonces debía correr por cuenta del Tesoro Nacional y no del BCU la cobertura de las necesidades financieras del Comercial<sup>16</sup>. En otras oportunidades de solicitud de asistencia financiera utilizó el argumento de que por la Carta Orgánica el Banco Central no estaba facultado a prestar asistencia financiera al Banco Comercial pues el patrimonio de éste era negativo.

Los artículos 36 y 37 de la Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay<sup>17</sup> mantenían el criterio impuesto en la Ley de Emergencia de 1968 de distinguir entre dos tipos de

---

<sup>14</sup> Resolución del Poder Ejecutivo de 26 de febrero de 2002.

<sup>15</sup> Planteó su discrepancia por primera vez en la sesión de Directorio de 28 de febrero de 2002 (Acta N° 2366). Su postura generó la solicitud de un cuarto intermedio por parte de Eva Holz, con lo cual la reunión continuó el 22 de marzo. Las razones por las que consideraba inconveniente el Acuerdo de Suscripción fueron también expuestas en la reunión de Directorio de 18 de marzo (Acta N° 2.374).

<sup>16</sup> Acta N° 2370 de 11 de marzo de 2002. Esta fue la primera oportunidad en que Rosario Medero se opuso al otorgamiento de asistencia financiera al Banco Comercial. Como Rodríguez Batlle estaba participando de la Asamblea Anual del BID en Fortaleza, Holz gestionó que la asistencia se concediera con cargo a la cuenta del Tesoro Nacional en el Banco Central.

<sup>17</sup> Ley N° 16.696 de 30 de marzo de 1995.

asistencia financiera<sup>18</sup>, ahora bajo una caracterización aún más confusa, si cabe. Un tipo correspondía a los adelantos de asistencia financiera (artículo 37) y el otro a los préstamos de última instancia (artículo 36). Cuándo aplicaba uno y no el otro no surgía claramente de la Ley<sup>19</sup>, pero las consecuencias operativas eran importantes. El préstamo de última instancia se debía aprobar por unanimidad del Directorio, mientras que los adelantos de asistencia financiera se resolvían por mayoría. La gama de instrumentos prevista para garantizar los adelantos de asistencia financiera era más amplia que en los préstamos de última instancia. A diferencia de lo que ocurría bajo el régimen de la Ley de 1968, ambas formas de asistencia estaban acotadas al patrimonio neto del banco, a menos que estuviesen garantizadas por títulos con respaldo del Poder Ejecutivo o instrumentos emitidos por el propio Banco Central.

Rodríguez Batlle y Holz contemplaban un enfoque más integrador entre el Ministerio de Economía y el Banco Central para enfrentar la crisis. Apelaban al mandato legal de “promover y mantener la solidez, solvencia y funcionamiento adecuado del sistema financiero nacional”<sup>20</sup>. Según ellos, la defensa de la liquidez del banco debía provenir primero de los instrumentos de asistencia disponibles para el Banco Central; una vez agotados éstos, debía intervenir el ministerio de Economía aportando lo comprometido en el Acuerdo de Suscripción<sup>21</sup>. En cuanto al límite de la asistencia impuesto por el patrimonio del Banco Comercial, Rodríguez Batlle y Holz se basaron primero en afirmaciones efectuadas en el Directorio por el Superintendente de Instituciones de Intermediación Financiera, Carlos Fernández Becchino, en cuanto a que el patrimonio del Banco Comercial era de “por lo menos” 133 millones de dólares<sup>22</sup>, o en una información proporcionada por el propio Banco Comercial sobre un balance provisorio al 31 de enero de 2002 del que surgía, luego de adicionar el aporte de USD 133 millones, un patrimonio neto de USD 109 millones<sup>23</sup>.

Las discusiones configuran, en definitiva, un clima de crispación que desvía el foco de análisis de algo más fundamental. Se trata de un Directorio que, a fin de cuentas, fue el primero en tener que lidiar con la contradicción de tener, por un lado, una Carta Orgánica que encorsetaba la capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia y, por otro, de ejercer el mandato de preservación de la estabilidad del sistema financiero en un país en el que, desde 1971, no existía ningún mecanismo de resolución de crisis que no fuera el de “aquí no cierra ningún banco”. En rigor, las

---

<sup>18</sup> La asistencia financiera propiamente dicha, limitada al capital y reservas del banco asistido, que requería mayoría simple del Directorio para su aprobación, y la extraordinaria, que podía superar el patrimonio del banco, pero requería una mayoría especial de cuatro miembros.

<sup>19</sup> La única guía es que según el artículo 36 los préstamos de última instancia proceden en “casos extremos”.

<sup>20</sup> Artículo 3, literal D) de la Carta Orgánica de 1995.

<sup>21</sup> “La primera y natural forma de asignación de liquidez deben ser los propios instrumentos con que cuenta el Banco Comercial S.A. y, en segundo lugar, la aplicación del artículo 37 de la Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay. El apoyo del Gobierno debe ser requerido únicamente en defecto de la posibilidad de asistencia del Banco Central del Uruguay, la cual hoy no sólo es posible sino necesaria” (Eva Holz, Acta de Directorio N° 2370 de 11 de marzo de 2002, argumento reiterado en varias sesiones posteriores).

<sup>22</sup> Acta de Directorio N° 2376 de 20 de marzo de 2002.

<sup>23</sup> Acta de Directorio N° 2381 de 19 de abril de 2002.

soluciones *ad hoc* a las crisis bancarias de 1971 y 1982 no hubiesen tenido cabida bajo la Carta Orgánica de 1995, pero ésta no ofreció a cambio ninguna alternativa<sup>24</sup>.

Mientras el Directorio discrepaba sobre cómo enfrentar el problema del Banco Comercial, comenzaban a emerger problemas en otra institución. El 26 de febrero de 2002 Rodríguez Batlle dispuso el inicio de una supervisión intensiva en el Banco Montevideo, a raíz de problemas detectados por la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF), los cuales fueron explicados por el Superintendente Fernández Becchino en el Directorio<sup>25</sup>. El Banco Montevideo era una institución integrante del Grupo Velox, el cual también había adquirido en Uruguay, desde el 3 de diciembre de 2001, el Banco Caja Obrera. A dicho Grupo pertenecían también otras entidades financieras en el exterior, entre ellas el Banco Velox en Argentina, el Banco Alemán en Paraguay y el Trade & Commerce Bank (TCB) en Islas Caimán. Treinta años después de la crisis del Banco Mercantil, el regulador bancario de Uruguay volvía a encontrarse con problemas en un banco relacionado con Jorge Peirano Facio, esta vez junto con sus hijos Juan, Dante y Jorge Peirano Basso.

A través de la entidad *off shore* TCB, la familia Peirano había canalizado inversiones en Argentina, algunas con entidades vinculadas, cuya capacidad de repago se vio fuertemente deteriorada tras la implantación del “corralito” en Argentina el 1° de diciembre. Presumiblemente, las restricciones bancarias en ese país, a las que se sumó la inestabilidad en Uruguay a partir de enero, disparó retiros de clientes en las empresas del Grupo Velox, especialmente el TCB, los que fueron financiados desde los bancos uruguayos Montevideo-Caja Obrera, en proceso de fusión. En el caso del Banco Montevideo, los créditos con empresas vinculadas se elevaron a USD 44,5 millones al 31 de diciembre de 2001, a USD 81,2 millones al 31 de enero de 2002 y a USD 145 millones al 28 de febrero del mismo año. Este aumento de casi USD 100 millones en dos meses es explicado básicamente por el TCB, cuya deuda con el Montevideo pasó de USD 9,5 millones al 31 de diciembre de 2001 a USD 93,2 millones al 28 de febrero de 2002<sup>26</sup>. Este crecimiento en la exposición del Banco Montevideo a empresas vinculadas, especialmente el TCB, es lo que motivó el planteo del Superintendente Fernández Becchino al Directorio del BCU el 26 de febrero, que dio lugar al ejercicio de una supervisión intensiva en los bancos Montevideo-Caja Obrera.

Los trabajos del equipo del Banco Central en el Banco Montevideo dieron lugar a una serie de recomendaciones que se elevaron al Directorio, el cual resolvió el 7 de marzo ordenar al Banco Montevideo el cese inmediato de la concesión de créditos a personas físicas o jurídicas vinculadas, la cancelación en un plazo de treinta días de diversos créditos, entre ellos el otorgado a TCB, la recategorización de riesgo crediticio y constitución de provisiones sobre algunos de ellos y la presentación de un plan de

---

<sup>24</sup> Hubiese resultado por lo menos extraño que, después de firmar el Estado uruguayo (persona pública mayor) el Acuerdo de Suscripción el 26 de febrero, el Banco Comercial cayese un par de semanas después por incapacidad de respuesta del Banco Central del Uruguay.

<sup>25</sup> Acta de Directorio N° 2363 de 26 de febrero de 2002.

<sup>26</sup> Datos extraídos de la información proporcionada a la *Comisión Investigadora sobre Diversas Actuaciones Relacionadas con el Sistema Financiero y Bancario*, Cámara de Representantes, Poder Legislativo.

adecuación patrimonial ante la SIIF. Las autoridades del Banco Montevideo respondieron con algunas propuestas y promesas de capitalización, pero también solicitaron algunas excepciones a las solicitudes del Banco Central. Entre otras cosas, destacaban la importancia que para el Grupo tenía el cumplimiento de las obligaciones de TCB, por las repercusiones negativas que en caso contrario se producirían sobre el propio conjunto Montevideo-Caja Obrera.

Mientras se producía el intercambio epistolar, el Banco Central accedía a las solicitudes de apoyo financiero al Banco Montevideo mediante compra de certificados de depósito y valores públicos. Al mismo tiempo, en el Montevideo-Caja Obrera se comenzaban a realizar maniobras para simular el cumplimiento de algunos requisitos del Banco Central<sup>27</sup>. El Directorio del BCU empezaba a quedar rehén de una situación que no se decidía llevar hasta las últimas consecuencias por el temor del impacto que tendría en la corrida que, a esa altura, ya sufría todo el sistema. El 25 de abril insistió ante el Banco de Montevideo el cumplimiento de las medidas solicitadas el 7 de marzo, pero con cierta flexibilización. La respuesta fue una promesa de constitución de bienes en garantía, cuya concreción durante el mes de mayo estuvo lejos de la propuesta original. A todo esto, la salida de depósitos continuaba y la liquidez de los bancos Montevideo-Caja Obrera se esfumaba, no sólo por la cobertura de los retiros locales sino también por la continuada asistencia a las empresas del Grupo en el exterior.

## 2

A mediados de abril, cuando la evolución de los depósitos revelaba que la ayuda prevista en el programa acordado con el FMI era insuficiente para tranquilizar la plaza financiera, el ministro Alberto Bensión decidió promover un cambio de estrategia procurando un aumento de las reservas internacionales en poder del Banco Central. Con ese mandato, el agente financiero de Uruguay en Washington, Carlos Steneri, acompañado del asesor por Uruguay en la Silla del Cono Sur en el Directorio del FMI, David Vogel, comenzó a entrevistarse con los distintos Directores Ejecutivos del FMI, tratando de transmitir la emergencia por la que atravesaba Uruguay. Allí detectaron una fuerte oposición de las sillas europeas a cualquier tipo de flexibilización en la estrategia vigente, ya que consideraban que el contagio de Argentina hacia Uruguay era meramente local y no implicaba riesgos sistémicos<sup>28</sup>.

Frente a ese panorama, intentaron buscar el apoyo de la administración norteamericana, cuya opinión podía ser decisiva para inclinar la balanza en el seno del

---

<sup>27</sup> Por ejemplo, los saldos a fin de marzo y abril de los créditos a TCB se redujeron mediante la colocación de certificados de participación emitidos por la entidad *off shore* entre clientes del Banco Montevideo, que al día siguiente se extornaban. Si bien pudo comprobarse que esas operaciones contaban con el consentimiento de los clientes, es evidente la intención de distorsionar los saldos a fin de mes reportados al BCU. También se detectó el uso de títulos valores de clientes en custodia para la obtención de préstamos para Banco Montevideo o empresas vinculadas, o lisa y llanamente el otorgamiento de garantías sobre activos de Banco Montevideo para la obtención de créditos de terceros a empresas vinculadas, cuyas contingencias no eran reveladas en los estados contables de la institución.

<sup>28</sup> Buena parte de esta sección está basada en Steneri (2011).

Directorio del FMI. Aprovechando el buen momento de las relaciones entre los presidentes Jorge Batlle y George W. Bush, Steneri y Vogel, acompañados del embajador uruguayo en Estados Unidos, Hugo Fernández Faingold, realizaron visitas al Departamento de Estado, el Consejo de Seguridad Nacional y el Comité de Asesores Económicos de la Casa Blanca hasta que, finalmente, fueron recibidos, el 1° de mayo, por el subsecretario del Tesoro para Asuntos Internacionales, John Taylor. Desde ese momento, la Agencia Financiera de Uruguay mantuvo al Departamento del Tesoro permanentemente informada de la evolución de los depósitos y las reservas internacionales de Uruguay.

Al mes de iniciado, el programa del FMI de marzo de 2002 ya no tenía posibilidades de ser cumplido. La caída de las “reservas programa” había superado los límites establecidos y la recesión afectaba la recaudación de la DGI en una forma que hacía imposible converger a la meta de déficit fiscal prevista. Para corregir este desvío, el gobierno ingresó en el Senado el 14 de mayo un nuevo proyecto de ley aumentando impuestos, principalmente el Impuesto a las Retribuciones Personales y los impuestos a la renta de las empresas<sup>29</sup>. La intención de enviar ese proyecto fue anunciada a la misión del FMI que llegó a Uruguay el 6 de mayo para confirmar la situación de descarrilamiento del programa de marzo. A diferencia de lo ocurrido con aquel, la nueva misión identificaba correctamente la pérdida de depósitos en el sistema financiero como la principal fuente de riesgo en la economía uruguaya. Si bien la cotización del dólar estaba operando cerca del límite superior de la banda de flotación, el informe advertía que “la dolarización de la deuda, tanto pública como privada, hace a la economía vulnerable a la modificación del tipo de cambio”<sup>30</sup>. El informe de la misión planteó la necesidad de financiamiento adicional para procurar detener la pérdida de confianza en el sistema financiero. Ello implicaba un aumento del programa con el FMI además y un mayor apoyo al BID y al Banco Mundial que ya había sido solicitado.

La misión comentó sus resultados en una reunión informal del Directorio del FMI el 20 de mayo, tras la cual se decidió que el subdirector Gerente del FMI, el chileno Eduardo Aninat, viajara a Montevideo presidiendo una delegación que incluía al Jefe de Misión para Uruguay, Marcelo Figuerola, y al funcionario del MAE, Tomás Baliño. A su llegada a Montevideo, la misión planteó que el FMI estaba dispuesto a involucrarse en un nuevo programa con Uruguay, aumentando los desembolsos, pero que incluía como condición el abandono de la banda cambiaria, pasando a un régimen de flotación<sup>31</sup>.

Según Steneri (2011), el gobierno uruguayo explicó a la misión la evolución reciente de la corrida de depósitos, que ya afectaba a los bancos estatales, con serios problemas de

---

<sup>29</sup> Impuesto a la Renta de Industria y Comercio y Agropecuaria.

<sup>30</sup> Citado de Steneri (2011)

<sup>31</sup> El 23 de mayo tuvieron su primera reunión en el despacho del ministro de Economía y Finanzas con el ministro Bensión, el director de OPP, Ariel Davrieux, el Director de la Asesoría Macroeconómica del MEF, Isaac Alfie, el presidente del Banco Central, César Rodríguez Batlle y el agente financiero para Uruguay, Carlos Steneri.

liquidez en el caso del Banco Hipotecario del Uruguay<sup>32</sup>. El ministro y el presidente del Banco Central esperaban que con la puesta en práctica de los instrumentos en moneda nacional acordados en el programa vigente con el FMI se podría contener la caída del peso uruguayo aumentando la tasa de interés, sin necesidad de vender dólares<sup>33</sup>. También ahondó sobre los acuerdos políticos alcanzados para aprobar en el Parlamento un nuevo paquete impositivo, que ya contaba con media sanción en el Senado.

El 28 de mayo hubo una nueva reunión informal del Directorio del FMI, en la que Aninat transmitió sus conclusiones tras la visita a Uruguay. Al finalizar la reunión, el Director Ejecutivo, Horst Köhler, dio a conocer “su deseo de proponer un significativo incremento del apoyo financiero del FMI a Uruguay”. Anunció que, de inmediato, una nueva misión viajaría a Montevideo para formular las bases de un nuevo programa, que estimaba podría ser considerado por el Directorio del organismo a mediados de junio.

La citada misión llegó a Uruguay el 31 de mayo y permaneció hasta el 14 de junio. Presidida por Marcelo Figuerola, incluía personal del staff de WHD y el MAE. Este Departamento tuvo mayor injerencia en el diseño del nuevo programa que en el de marzo, lo que se tradujo en que su pilar fuera la constitución de un Fondo de Fortalecimiento del Sistema Bancario (FFSB), administrado por el MEF y el BCU, cuya finalidad era otorgar apoyo de liquidez y, eventualmente, recapitalización a las instituciones financieras en problemas.

La creación del FFSB fue evaluada entre el funcionario del MAE Tomás Baliño y el Superintendente de Instituciones de Intermediación Financiera, Fernando Barrán<sup>34</sup>. Se preveía que tuviese un tamaño de unos USD 2,5 mil millones, aproximadamente un 40% de los depósitos en moneda extranjera de los bancos estatales (BROU y BHU) y los privados “nacionales”<sup>35</sup>. En su uso como soporte del capital de la institución financiera, el FFSB no debía ser utilizado como salvataje de los accionistas preexistentes y se esperaba que su participación en el capital de la institución fuera transferida a inversores privados en un horizonte de dos años.

---

<sup>32</sup> La decisión de un funcionario del BHU en una ciudad del interior que se negó a pagar un depósito aduciendo problemas de caja disparó un rumor que no sólo afectó al Hipotecario sino también, por extensión, al BROU.

<sup>33</sup> El BCU había aumentado en la primera semana de mayo la tasa de los depósitos *overnight* en moneda nacional de 35% a 50% anual. El 9 de mayo efectuó la primera licitación semanal de Letras de Tesorería en pesos a un plazo de 30 días. El monto colocado fue de \$ 300 millones con una tasa de corte de 90% y un promedio de 81,7% (la licitación era discriminatoria, es decir, se pagaba a cada oferente la tasa solicitada, hasta la tasa de corte). A la semana siguiente, la tasa promedio superó el 90% anual. Si bien el BCU no efectuó ventas de dólares para defender el techo de la banda, intervino indirectamente al sacar al BROU del mercado y venderle dólares a la cotización de cierre. Mediante ese mecanismo vendió casi USD 100 millones en mayo.

<sup>34</sup> Barrán había sido designado Superintendente de la SIIF a partir del 13 de mayo de 2002, por resolución del Directorio del BCU de 10 de mayo (Acta N° 2391). La renuncia de Carlos Fernández Becchino para acogerse a los beneficios jubilatorios había sido aceptada por el Directorio el 25 de abril (Acta N° 2383), aunque continuó en funciones hasta la designación de su sucesor.

<sup>35</sup> Se esperaba que los bancos de capital extranjero continuaran ocupándose por su cuenta de sus subsidiarias o sucursales en Uruguay. El grupo de bancos privados “nacionales” incluía al Banco Comercial, al de Crédito, al Montevideo-Caja Obrera (en proceso de fusión) y a las cooperativas de intermediación financiera. En los dos primeros el Estado tenía participación en el capital accionario.

El Comité de Dirección del FFSB, integrado por representantes del MEF y del BCU, fue puesto en funciones por decreto del Poder Ejecutivo, como condición previa a la aprobación del programa en el Directorio del FMI<sup>36</sup>. Se preveía que el FFSB adquiriría rango legal, pero su creación recibió muchos cuestionamientos por parte del Partido Nacional debido a lo que consideraban como un “exceso” de atribuciones en favor del ministro de Economía y Finanzas<sup>37</sup>.

La intervención del MAE, a través de sus funcionarios Baliño y Chee Sung Lee, le dio al programa de junio una proyección de variables más acordes a las dificultades que estaba experimentando Uruguay. Se intentó prever la evolución de las reservas internacionales considerando la corrida bancaria en curso, para lo cual se asumió un escenario “extremo” de caída de depósitos<sup>38</sup>.

Finalmente se llegó a un acuerdo entre las autoridades uruguayas y el *staff* del FMI para la concreción de un nuevo *stand by* que preveía un apoyo de aproximadamente USD 2,28 mil millones de dólares, un aumento de USD 1,5 mil millones con relación al programa aprobado en marzo<sup>39</sup>.

La aprobación del programa tenía como condición la modificación del régimen cambiario<sup>40</sup>. Esto fue motivo de una intensa controversia entre las autoridades del gobierno uruguayo y la delegación del FMI. Por un lado, el FMI sostenía que el abandono de la banda cambiaria era necesario para evitar pérdidas adicionales de reservas internacionales cuando la prioridad debía ser el respaldo de los depósitos en moneda extranjera del sistema bancario. Por el otro, las autoridades uruguayas sostenían que la medida podía afectar seriamente la credibilidad del equipo económico y de todo el gobierno<sup>41</sup>, al tiempo que no tenía en cuenta el efecto que ella podía generar sobre el comportamiento de los depositantes.

---

<sup>36</sup> Decreto N° 222/002 de 17 de junio de 2002.

<sup>37</sup> El proyecto de Ley creando el FFSB fue presentado en el Parlamento el 19 de julio de 2002, pero nunca llegó a ser considerado. Mientras tanto, funcionó por decreto.

<sup>38</sup> Este extremo fue estimado en USD 3.200 millones entre junio y diciembre de 2002. El FMI estimaba que esa caída sería financiada en USD 1,7 mil millones por liquidez propia de los bancos (fuera de sus depósitos en el BCU) y USD 1,5 mil millones por caída de reservas internacionales del BCU (incluyendo aquí el uso por parte de los bancos de sus depósitos en el Banco Central). A partir de esa previsión se calculó la pérdida admitida de reservas bajo el programa.

<sup>39</sup> La ayuda del FMI sería desembolsada entre 2002 y 2004, correspondiendo al primer año unos USD 1.158 millones, de los cuales USD 508 millones estarían disponibles inmediatamente, tras la aprobación del acuerdo por el Directorio del FMI.

<sup>40</sup> La carta de intención firmada por Bensión y Rodríguez Batlle que circuló entre los Directores del FMI estuvo acompañada de una nota complementaria confidencial (*Side letter*, en la terminología jurídica del FMI) según la cual Uruguay se comprometía a ingresar en un régimen de flotación antes de la aprobación en el Directorio del nuevo programa. La medida fue puesta en vigor el jueves 20, pocos minutos antes de las 10 de la mañana cuando la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA) inicia sus operaciones. A esa hora, el Banco Central solía introducir los valores a los cuales compraba (piso) o vendía (techo) todos los dólares ofrecidos o demandados. Ese día, esas cotizaciones fueron sustituidas por un espacio vacío.

<sup>41</sup> El 26 de abril se había ratificado el mantenimiento hasta fin de año de la pauta de devaluación de 2,6% mensual dentro de un intervalo de 12% de amplitud.

Tras la aprobación de la Ley de Estabilidad Fiscal<sup>42</sup> y los anuncios por parte del FMI de su disposición a incrementar su ayuda a Uruguay, los depósitos en moneda extranjera de residentes habían mostrado una relativa estabilidad con relación a las pérdidas de mayo. Ello llevó a pensar que al menos en ese frente la corrida estaba llegando a su fin. En efecto, frente a una fuga de depósitos de residentes de USD 27 millones diarios en mayo, la reducción a USD 2 millones por día en los primeros dieciocho días de junio permitía albergar esperanzas. Sin embargo, tras la modificación del régimen cambiario, la pérdida diaria de depósitos de residentes saltó a USD 29 millones hasta el 30 de junio y siguió en unos USD 30 millones por día durante el mes siguiente, hasta el inicio del feriado bancario el 30 de julio<sup>43</sup>. Si en todo el año se habían empleado USD 600 millones en venta de dólares para defender el techo de la banda o en forma directa al BROU para sacarlo del mercado, en apenas un mes se gastaron mil millones de dólares en reservas internacionales.

El pasaje a un régimen de flotación no fue el único golpe sobre las expectativas de los agentes económicos. Por tanto, lo que ocurrió luego no puede atribuirse únicamente al abandono del ancla cambiaria. Al día siguiente de iniciar un nuevo rumbo en materia de política cambiaria, el Banco Central decidió intervenir, con desplazamiento de autoridades, al Banco de Montevideo – Caja Obrera. Ese era un evento temido por las autoridades del Central, que el 9 de junio habían dado un paso cauteloso al designar al funcionario Jorge Xavier como veedor con poder de veto sobre las decisiones de la gerencia y Directorio del Banco Montevideo<sup>44</sup>. La ausencia de información de calidad sobre la situación patrimonial y de liquidez de cada banco pudo haber provocado que lo ocurrido con el Banco Montevideo – Caja Obrera fuese tomado por el público como un indicio de un problema mucho mayor en el sistema financiero, ya que no existía ningún medio fiable para distinguir entre bancos “buenos” y “malos”<sup>45</sup>. En un contexto como el de 2002, eso conlleva a una corrida indiscriminada contra todos los bancos. La casi simultaneidad en la modificación de la política cambiaria y la intervención del Banco Montevideo hace muy difícil distinguir cuánta responsabilidad debe atribuirse a cada evento en lo que ocurrió después y deja esta cuestión abierta para la polémica<sup>46</sup>.

---

<sup>42</sup> Ley N° 17.502 de 29 de mayo de 2002.

<sup>43</sup> El comportamiento de los depósitos de no residentes no mostró grandes variantes frente a las noticias financieras o políticas de Uruguay. Cayeron USD 23 millones diarios durante mayo y un promedio de USD 19 millones por día en junio y julio, antes y después del 20 de junio. Es posible que, con la experiencia argentina de 2001, los depositantes de ese país fueran indiferentes a cualquier promesa gubernamental o de los organismos financieros internacionales.

<sup>44</sup> De alguna forma, se reeditaba la discusión del año 1971 cuando, ante un dilema similar, el Directorio del BCU consultó al entonces Departamento de Contralor del Sistema Financiero si sería de provecho la designación de un veedor en el Banco Mercantil. En aquel momento el gerente del Departamento, William Rosso, desaconsejó la medida por considerarla ineficaz y porque de todos modos la reputación del banco se vería afectada ante el inevitable conocimiento que la plaza tendría del hecho.

En 2002 se pudo comprobar la exactitud del aserto: los intentos de Xavier de hacer valer las restricciones impuestas por la SIIF y el Directorio del BCU al financiamiento por parte del Banco Montevideo a las empresas vinculadas fueron ignoradas por el personal superior de la institución, lo que obligó al Banco Central a decretar pocos días después la intervención, con desplazamiento de autoridades.

<sup>45</sup> La SIIF no publicaba los balances mensuales de las instituciones financieras desde setiembre de 2001.

<sup>46</sup> De Brun y Licandro (2006) opinan que la flotación de la moneda “fue, cuando menos, prematura”.

Dejando de lado la cuestión del efecto de la flotación sobre el comportamiento de los depositantes, hubo otras consecuencias negativas de la medida. En una economía dolarizada como la uruguaya, no sólo importa la magnitud de la corrección cambiaria sino también su cadencia. El cambio abrupto en el tipo de cambio generó efectos de balance en la deuda pública uruguaya, poniendo en cuestión su sostenibilidad, y en la cartera de los bancos por el descalce de monedas implícito en los créditos en dólares otorgados a empresas y personas con ingresos en pesos uruguayos<sup>47</sup>.

La decisión de flotar también tuvo consecuencias en el terreno de la política, lo que a su vez retroalimentó negativamente sobre la economía. El respaldo al ministro Bensi3n dentro de la coalici3n de gobierno se evapor3, a lo que se sumaron cuestionamientos de gremiales empresariales. La interpelaci3n al ministro Bensi3n convocada por el Frente Amplio, que condujo el senador Alberto Couriel entre el jueves 11 y el viernes 12 de julio, estuvo dentro de lo que cabe esperar entre una coalici3n de gobierno y un partido pol3tico opositor. Pero si bien la moci3n de censura no prosper3, lo malo del episodio para Bensi3n fue que los siete senadores del Partido Nacional promovieron una declaraci3n sosteniendo que el Poder Ejecutivo debe “implementar una nueva pol3tica econ3mica” y “proceder a la realizaci3n de cambios en la conducci3n econ3mica”<sup>48</sup>.

El programa de junio de 2002 reiter3 adem3s el error de establecer un l3mite inferior continuo para las reservas internacionales en un contexto de crisis bancaria. Por m3s que en la proyecci3n se consider3 un escenario de mayor estr3s que el contemplado en los supuestos del programa de marzo, los m3rgenes de error en estas situaciones son muy elevados. Y en efecto, tras el r3pido deterioro de la situaci3n desde el 20 de junio, la meta de “reservas programa” para julio fue incumplida al producirse una ca3da de USD 983 millones contra los USD 883 millones establecidos como l3mite.

Pero el principal defecto del programa de junio estuvo en el inadecuado fondeo del FFSB. Aun cuando estuviera adecuadamente cuantificado y los supuestos de retiro de dep3sitos y de p3rdida de reservas entre junio y diciembre fueran razonables, la 3nica forma por cual el FFSB pod3a generar la confianza que la situaci3n requer3a era que su capital, de USD 2,5 mil millones o la cifra que fuese, estuviese integrado de antemano. Por m3s imponente que pareciera el aumento de la ayuda del FMI a Uruguay, su distribuci3n a lo largo de tres a3os estaba desfasada respecto de una corrida que devoraba las reservas del Banco Central d3a a d3a.

Entre el 31 de mayo y el 29 de julio los dep3sitos en moneda extranjera cayeron casi USD 2 mil millones, todav3a dentro de lo que el *staff* del FMI preve3a que pod3an caer

---

<sup>47</sup> El tipo de cambio cerr3 a \$ 17,18 el d3a 18 de junio, un 3,5% por debajo del 3ltimo techo fijado para la banda cambiaria. Luego del feriado nacional del 19 de junio, el d3lar termin3 la primera jornada de flotaci3n, el d3a 20, con un precio de \$ 19, una devaluaci3n del 10,6% respecto del martes (el techo hubiera sido \$ 17,81). A mediados de julio, el d3lar continu3 valoriz3ndose frente al peso uruguayo hasta afirmarse por encima de los \$ 25 tras la renuncia del ministro Bensi3n el lunes 22 de julio. Ese d3a el d3lar cerr3 en \$ 26,75, un precio 45% superior a los \$ 18,25 que se hab3an marcado como techo de la banda de flotaci3n ese d3a, de haber estado vigente. En total, en un mes el d3lar se hab3a valorizado un 55% frente al peso uruguayo.

<sup>48</sup> *Censura a Bensi3n fue rechazada pero blancos y frentistas reclaman “cambios” de jerarcas*. Semanario B3squeda, N3 1.159, 17 de julio de 2002, p3gina 47.

hasta fin de año<sup>49</sup>. Pero los activos de reserva del BCU disminuyeron USD 1,7 mil millones, USD 200 millones más de lo que el *staff* estimaba que podían caer antes de fin de año, repuestos con poco más de USD 500 millones por el desembolso del 28 de junio tras la aprobación por parte del Directorio del FMI del programa para Uruguay el día 25, en lugar de estar totalmente financiada por los recursos de los organismos multilaterales.

Como otra de las acciones previas para la consideración del programa en el Directorio fue el anuncio por parte del Banco Central de que el dato de los activos de reserva comenzaría a divulgarse en forma diaria a partir del 26 de junio, los ansiosos clientes del sistema bancario uruguayo pudieron ver con estupor cómo el aumento de USD 1.011 millones a USD 1.470 millones ocurrido entre el 27 y el 28 de junio tras el desembolso se evaporaba tras la fiesta nacional de la Jura de la Constitución, tres semanas después. El próximo desembolso previsto era para fines de julio, siempre y cuando se completara la revisión del programa, y era de unos USD 130 millones, que al ritmo que perdía reservas el Banco Central brindaría oxígeno para menos de una semana<sup>50</sup>.

Como una Armada Invencible diezmada por las inclemencias del tiempo y errores en las comunicaciones, el hasta esa fecha más grande programa de apoyo del FMI a un país, medido como porcentaje del PBI, se hundía sin llegar a ver siquiera un mes de vida. Era necesario volver a pedir al Fondo Monetario un adelanto de los desembolsos, pero tras dos programas fracasados en un trimestre era poco probable encontrar un ambiente proclive al diálogo. El enfoque “catalítico” había tenido su oportunidad y había perdido y la doctrina del “involucramiento del sector privado” ganaba terreno.

La política también pasa facturas cuando luego de dos ajustes fiscales la situación económica y financiera no se endereza<sup>51</sup>. El lunes 22 julio el ministro Alberto Bensi3n renunci3 luego que el ex presidente Luis Alberto Lacalle exigiera un cambio en la titularidad del ministerio de Econom3a y Finanzas.

---

<sup>49</sup> Aunque al doble de velocidad: un 60% de la ca3da supuesta en un 30% del plazo previsto.

<sup>50</sup> La r3pida disminuci3n de los recursos del FFSB dio por tierra a un plan del BCU para recapitalizar el Banco Caja Obrera, separando los activos “buenos” de los “malos” en dicha instituci3n y el Banco de Montevideo, poniendo el capital accionario a nombre de la Corporaci3n Nacional para el Desarrollo (CND). La operaci3n iba a realizarse aprovechando el feriado por la fiesta nacional del 18 de julio.

<sup>51</sup> Los rumores de cambios en el equipo econ3mico comenzaron a ser m3s audibles. Carlos Steneri fue de los primeros nombres en oírse como reemplazante de C3sar Rodr3guez Batlle en la presidencia del Banco Central. El viernes 19 se produjo una reuni3n entre el presidente Batlle y los ex presidentes Julio Mar3a Sanguinetti y Luis Alberto Lacalle. En ella se habr3a acordado el cambio en la conformaci3n del Directorio del Banco Central, pero Batlle ratific3 la continuidad del ministro Bensi3n. 3ste, presumiendo como muy probable la negativa del FMI a resucitar el programa de junio, hab3a comenzado a delinear un “Plan B”, que incorporaba alguna forma de reprogramaci3n de dep3sitos. Bensi3n se puso en contacto con Steneri el domingo 21, pidi3ndole que viajara a Uruguay pues en pocas horas el presidente Batlle anunciar3 su designaci3n como nuevo presidente del Banco Central. Pero al tomar conocimiento del “Plan B”, Steneri llam3 a Batlle para decirle que en esas condiciones no pod3a aceptar la presidencia del BCU. Narrado en Steneri (2011).

“Pero Alberto, ¿qué es lo que vamos a plantear?” dijo un sorprendido Isaac Alfie al renunciante ministro de Economía, Alberto Bensión, luego que éste lo designara para viajar a Washington al día siguiente, martes 23 de julio, junto con el director de OPP, Ariel Davrieux. “Lo que sea necesario para al menos salvar al BROU”, le respondió Bensión.

Alfie, en su calidad de Director de la Asesoría Macroeconómica del MEF, había seguido tangencialmente la evolución de la crisis financiera, más preocupado por la recuperación del equilibrio fiscal. De allí que en la noche del lunes 22 cenó con la vicepresidenta del BCU, Eva Holz, para que lo pusiera al tanto de los números del sistema financiero. Holz le entregó una carpeta con los últimos datos del sistema bancario, especialmente los depósitos por institución, con los cuales Alfie comenzó a trabajar tratando de conformar una propuesta consistente.

Esa misma tarde, en Washington, Steneri y el embajador Fernández Faingold se reunían en el Departamento del Tesoro con John Taylor y sus colaboradores, con el propósito de sondear el interés del gobierno estadounidense de respaldar un programa para Uruguay que acabara con la corrida bancaria mediante un colchón de liquidez inicial suficiente para el sistema bancario. Inquirido sobre la magnitud de tal colchón, Steneri lanzó sobre la mesa una solicitud de USD 2.700 millones. La cifra no era lejana de la que se esperaba contar para capitalizar al desvalido FFSB y aseguraba en principio, junto con la liquidez propia con que todavía contaba el BROU, respaldar aproximadamente un 60% de los depósitos de los bancos estatales y privados nacionales, una disponibilidad similar a la que contaban los bancos privados extranjeros. Sin ministro de Economía y con un Directorio del Banco Central en trámite de presentar su renuncia en pocas horas, no era mucho más lo que se podía avanzar con Taylor y acordaron seguir conversando una vez llegara a Washington la delegación presidida por Davrieux.

El martes 23 de julio se supo que el nuevo ministro de Economía sería el hasta ese momento senador por el Partido Colorado, Alejandro Atchugarry. Éste ofreció, a su vez, la presidencia del Banco Central del Uruguay a Julio de Brun, que hasta el momento venía actuando en la presidencia de la Corporación Nacional para el Desarrollo. Atchugarry asumió como ministro el miércoles 24, mientras que De Brun, junto con Miguel Vieytes y Andrés Pieroni, conformaron el nuevo Directorio del Banco Central a partir del jueves 25 de julio.

El nuevo Directorio resolvió, con la misma correlación de mayorías del Directorio anterior, continuar cubriendo los déficits en la Cámara de Compensación de cheques de los bancos Comercial, Montevideo-Caja Obrera y de Crédito, hasta tanto se tuviera novedades de las negociaciones en Washington. La delegación, integrada por Davrieux, Alfie, el Gerente de Política Económica del BCU, Umberto Della Mea, y el abogado asesor del MEF, Enrique Guerra, se encontraron el miércoles 24 por la mañana con Steneri y Fernández Faingold para la primera reunión en el Fondo Monetario Internacional. Recibidos por Marcelo Figuerola y otros integrantes habituales de las misiones a

Uruguay, recibieron la propuesta del “colchón de liquidez” con cierto escepticismo, aunque quedaron en analizar los números.

Esta tarde intercambiaron impresiones en el Departamento del Tesoro con el Secretario Asistente para Asuntos Internacionales, Randall Quarles, y con el economista para Uruguay y Argentina, Geoffrey Gottlieb. Los funcionarios norteamericanos mostraban disposición a ayudar, pero la salida no estaba clara aún. Se consideraba que, en última instancia, sólo a través de los multilaterales se podía canalizar la ayuda necesaria para Uruguay.

Pero eso requería el consentimiento del FMI y éste no estaba dispuesto a darlo. Al menos, no en la mañana del viernes 26, cuando la delegación en Washington recibió un “no” rotundo de parte del *staff* del Fondo. Aninat transmitió que no había disposición del organismo a seguir participando de un programa que había fracasado apenas empezar. En la línea de lo manifestado al presidente Batlle telefónicamente el fin de semana anterior, lo que se esperaba de Uruguay era que afrontase la crisis con los recursos disponibles, cerrando bancos, reprogramando depósitos y, eventualmente, declarando la cesación de pagos de la deuda. Luego podría volverse a hablar de un nuevo programa.

Con las manos vacías y un sentimiento de enojo, Davrieux, Alfie, Della Mea y Guerra regresaron a la residencia del embajador para preparar su equipaje. Se encaminaban hacia el Aeropuerto Reagan para volver a Montevideo, cuando una llamada de la Embajada los detuvo. El Departamento del Tesoro, en nombre de John Taylor, se había comunicado con la Embajada uruguaya para transmitir que el gobierno de George W. Bush estaba dispuesto a negociar un plan alternativo al propuesto por el FMI y por ello requería una nueva reunión con Davrieux y el resto del equipo<sup>52</sup>.

Se iniciaba así una nueva fase de las negociaciones, en las que había que hilvanar una propuesta consistente con un financiamiento acorde a lo que se estaba dispuesto a otorgar, todo ello a través de un instrumento apto para transferir los recursos a Uruguay<sup>53</sup>. Pronto se llegó a la conclusión de que ninguna cobertura fraccional era admisible en las circunstancias en que se encontraba el sistema bancario uruguayo. Por muy alta que fuese, una cobertura del 60% de los depósitos dejaba un margen de error que a esa altura no era admisible. Gary Edson, un asesor económico del presidente Bush, intimidante bajo su corte a la americana militar, golpeaba con sus puños sobre la mesa mirando a Davrieux y diciéndole, severamente, “*there’s no room to fail*”. Concebía la operación de ayuda financiera a Uruguay como una suerte de desembarco en Normandía, en la que hasta el más numeroso y mejor equipado de los ejércitos podía verse derrotado en un terreno desfavorable.

---

<sup>52</sup> “Taylor es de Peñarol”, fue la frase de Fernández Faingold con la que quedó perpetuada esa llamada.

<sup>53</sup> El Fondo de Estabilización Cambiaria (*Exchange Stabilization Fund*) era el mecanismo de más directa disposición para el Departamento del Tesoro, que ya se había utilizado en el financiamiento del rescate mexicano de 1995. Sin embargo, por razones políticas el gobierno estadounidense prefería no estar sólo en el rescate de Uruguay y buscaba el involucramiento de otras naciones, especialmente de Europa. Una posibilidad era la conformación de un fondo con aportes de varias naciones, como se hizo en el caso de México. Otra era actuar a través del FMI.

Por esa razón, los fondos disponibles debían abarcar íntegramente los activos financieros a proteger. Los bancos Comercial, Montevideo-Caja Obrera y Crédito, sin capital ni liquidez suficiente, con pérdidas operativas, eran una fuente de drenaje de la ayuda disponible que ya no podía admitirse. Por lo tanto, cualquier solución debía pasar por el cierre de esas entidades. En el caso de los bancos estatales, la disponibilidad de retiros debía quedar condicionada a un respaldo de liquidez del cien por ciento; el resto debía ser reprogramado. En cuanto al monto, comenzó a manejarse la cifra de USD 1.500 millones como una magnitud digerible de la ayuda, ya que en buena medida implicaba un adelantamiento de los programas ya acordados con los multilaterales. Quedaba por definir cuál sería el grado de apoyo al programa entre los demás países del G-7<sup>54</sup>, lo que sería sondeado por Taylor durante una conferencia telefónica a realizarse el lunes por la mañana.

Mientras tanto, las autoridades uruguayas se enfrentaban a una decisión crucial. No puede decirse que la llegada del nuevo equipo económico fuera recibida con entusiasmo en los mercados. Tras situarse el premio pagado por la deuda uruguaya en 1.600 puntos básicos el viernes 19, la noticia de la renuncia de Bensión lo llevó a más de 1.700 puntos el lunes 22 y continuó subiendo hasta superar los 2.600 puntos el viernes 26. Apenas habiendo asumido en el Banco Central, De Brun recibió sendas llamadas de las agencias calificadoras Standard & Poor's y Fitch para, primero, felicitarlo por la designación y, segundo, anunciarle nuevas rebajas en el *rating* de la deuda uruguaya, que a esa altura quedaba con una solitaria "B"<sup>55</sup>. La caída de depósitos en moneda extranjera promedió USD 123 millones diarios entre el martes 23 y el viernes 26 y se perdió en esos mismos cuatro días la cuarta parte de los ya escuálidos activos de reserva<sup>56</sup>. Por lo tanto, sin contar aún con una definición clara del resultado de las negociaciones en Washington debía decidirse si los bancos abrirían el lunes 29<sup>57</sup>.

Pero no hubo buenas noticias tras la conversación de Taylor con los ministros de Finanzas europeos en la mañana del lunes 29 y las opciones para Uruguay comenzaron a agotarse. Otros 100 millones de dólares de depósitos en moneda extranjera se

---

<sup>54</sup> Además de Estados Unidos, lo integran Alemania, Canadá, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

<sup>55</sup> Standard & Poor's redujo la calificación en dos nodos, de BB- a B, mientras que Fitch lo hizo en uno, de B+ a B. Moody's ya había efectuado una baja el 10 de julio, pasando la calificación de Ba2 a B1 (dos nodos), lo que sería seguido de otro movimiento el miércoles 31 de julio, de B1 a B3 (lo que la dejaría un nodo por debajo de la escala equivalente de las otras dos agencias)

<sup>56</sup> El viernes 19 se había cruzado la "barrera psicológica" de los mil millones al cerrar el día con USD 991 millones. Se perdieron USD 40 millones el día de la renuncia de Bensión y un promedio de casi USD 57 millones en los cuatro siguientes, hasta cerrar el 26 de abril con USD 725 millones.

<sup>57</sup> El ministro de Economía y el Presidente del Banco Central se comunicaron con la delegación de Washington el domingo 28 por la noche para discutir el rumbo a seguir. El nivel de reservas estaba muy cercano al mínimo aceptable, que era el correspondiente a los depósitos de los bancos privados en el Banco Central. Se procuraba que aún en un caso de fracaso total de las negociaciones, se respetarían los derechos de los bancos privados sobre sus depósitos en el Banco Central, a efectos de que ese componente del sistema bancario continuara funcionando. Pero todavía podía sostenerse la situación, a lo sumo, un día más, máxime ante la posibilidad de recibir una buena noticia tras los contactos de Taylor con el resto del G-7 en la mañana siguiente. Además, el propio Taylor había pedido a Alfie, Davrieux y Steneri que no se diera ningún paso definitivo en Uruguay, todavía.

retiraron ese día, con un impacto sobre las reservas del BCU de 70 millones<sup>58</sup>. Ese mismo día el Directorio del BCU resolvió la suspensión de actividades del Banco Montevideo-Caja Obrera a partir del día siguiente<sup>59</sup>.

Esa jornada tampoco había arrojado avances en Washington. Las sillas europeas en el FMI y el Banco Mundial no estaban dispuestas a acompañar a Estados Unidos en un rescate al que no le atribuían el mismo valor estratégico. En este escenario, en la noche del 29 de julio las autoridades económicas acordaron recomendar al presidente Batlle que decretara un feriado bancario a partir del día siguiente, martes 30 de julio.

El Poder Ejecutivo decidió adoptar la medida, inicialmente, por un día. El Banco Central, que la acompañó con la suspensión del Banco Montevideo-Caja Obrera propuso extenderlo hasta el fin de semana lo que finalmente se resolvió el miércoles 31. El riesgo país llegó a rozar los 3000 puntos y el diario argentino *Ámbito Financiero* tituló “Cayó Uruguay”. Las XVII Jornadas Anuales de Economía del Banco Central pasarán a la historia por haber sido interrumpidas, al cerrarse la institución al público en la mañana del martes 30.

Pero la medida también activó resortes en Washington. Cuando en el Departamento del Tesoro se supo la noticia, se aceleró el armado de una propuesta con una ayuda de USD 1.500 millones. La mayor parte de los 1.500 millones de dólares respaldarían la totalidad de los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorros del BROU y el BHU denominados en esa moneda, mientras que los plazos fijos en dólares de ambas instituciones serían reprogramados a tres años. Los bancos Comercial, Montevideo-Caja Obrera y de Crédito serían cerrados, pero sus cuentas corrientes y cajas de ahorro en dólares serían cubiertas por el remanente de la asistencia. De esta forma, se salvaguardaba a los bancos estatales bajo una suerte de reestructuración de pasivos que requeriría una Ley, pero al mismo tiempo se evitaba que el cierre de instituciones bancarias importantes provocara un colapso en la cadena de pagos<sup>60</sup>.

Mientras tanto, en Washington John Taylor quería conocer el compromiso del gobierno uruguayo en aprobar las normas legales y emprender las acciones necesarias para

---

<sup>58</sup> En un último manotazo de ahogado, el BCU decidió tener su primera confrontación con el mercado, para intentar comprar dólares. Se buscaba aprovechar la circunstancia de una compensación de cheques desfavorable a los bancos privados frente al BROU por vencimientos de impuestos. Con el dólar cayendo a \$ 24 el BCU comenzó a comprar, pero bastó que adquiriera cinco partidas por un total de un millón de dólares para que el dólar subiera un peso (4%), cerrando ese día a \$ 25.

<sup>59</sup> Dado el cariz que estaban tomando las negociaciones en Washington, parecía claro que ese banco ya no continuaría operando. No tenía sentido seguir perdiendo reservas asistiéndolo y además su suspensión podría ser una excusa para iniciar un feriado bancario. En los otros bancos privados en problemas, el Crédito y el Comercial, el Estado participaba en el capital accionario con socios privados. En el caso del Crédito, el 50% de la propiedad correspondía al Grupo de la Unificación, mientras que en el Comercial el Estado tenía el 25%. Pero en este último caso, además, como consecuencia del Acuerdo de Suscripción firmado en febrero, el Estado se había comprometido a devolver los USD 100 millones aportados por los ex socios de Rohm si no cumplía su compromiso de mantener el banco “líquido y solvente”. Por lo tanto, en ambos casos se imponía una negociación con los socios privados antes de decidir la suspensión de actividades y una eventual liquidación.

<sup>60</sup> Uno de los principales problemas a encarar tras el cierre del Comercial, Montevideo-Caja Obrera y Crédito era precisamente el de todos los cheques librados contra las cuentas en esos bancos antes del feriado bancario y cómo evitar la congelación de todos esos medios de pago en un proceso concursal.

reprogramar los depósitos de los bancos estatales y cerrar los bancos privados que no pudieran asegurar su solvencia y liquidez por sí solos. Sorprendidos por este giro de los acontecimientos, ya que pensaban que Aninat había hablado en nombre de la propia Administración norteamericana al hacer referencia a la postura del Directorio del FMI, la delegación uruguaya preguntó a Taylor quién pondría los recursos. “El FMI”, respondió brevemente y se comunicó con Atchugarry para obtener del propio ministro de Economía la confirmación de la voluntad del gobierno uruguayo de adoptar las medidas que correspondían<sup>61</sup>.

El jueves 1° de agosto emergió una nueva cuestión, que revelaba que Uruguay no obtendría tan fácilmente una respuesta positiva del FMI pese a la influencia política del gobierno estadounidense. Batlle había convocado a una reunión en la residencia presidencial a los líderes de las principales fuerzas políticas para que conocieran las condiciones del nuevo acuerdo con el FMI y que implicaba aprobar una Ley por la que se reprogramaban los depósitos a plazo en moneda extranjera del BROU y el BHU. Antes de ingresar a la reunión Atchugarry recibió una llamada de Aninat en la que le planteó que el programa de Uruguay no sería elevado al Directorio si las autoridades no se comprometían a una reestructura de la deuda soberana.

Desde Washington Carlos Sténeri confirmó que el FMI pretendía incorporar la reestructura de la deuda en la carta intención mediante una *side letter*. Por eso, Sténeri debió contactar a los abogados de Uruguay en Estados Unidos (Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton, CGS&H), a fin de darle a la nota complementaria el contenido más ambiguo o con mayores opciones para el gobierno uruguayo. La versión final de la nota concedió a las pretensiones del FMI la búsqueda por parte de Uruguay de una “solución comprehensiva” a las dificultades económicas del país, pero evitó el uso de la palabra “reestructura”, sustituyéndola por “cambios en el perfil de la deuda” que, además, debían buscarse “en cooperación con los acreedores”. Este punto era enfatizado en la nota al señalar que “mediante un diálogo informal con los acreedores privados, en estrecha colaboración con sus asesores legales y financieros, las autoridades buscarán promover la comprensión del programa por parte de los acreedores e identificar cuestiones relacionadas con el diseño de instrumentos y la equidad entre acreedores de modo que la estrategia atraiga un amplio apoyo”. Se remarcó, además, que “mientras se sigue esta estrategia, Uruguay permanecerá al día con todas sus obligaciones existentes”.

De esta forma, a lo que se comprometía Uruguay era a una negociación amistosa con los tenedores de bonos, evitando un impago unilateral de sus obligaciones. Claro que, fuese cual fuese el texto, en los hechos el FMI siempre se reservaría el derecho de aprobar o no la siguiente revisión del programa, basado en una evaluación discrecional sobre el significado de “comprehensive”, la obtención de una trayectoria de deuda

---

<sup>61</sup> Dados los tiempos del FMI para aprobar en el Directorio un nuevo programa y habilitar el desembolso correspondiente, que sería complementado por acciones análogas en el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, el Departamento del Tesoro había resuelto hacer uso del Fondo de Estabilización Cambiaria para otorgar a Uruguay un “préstamo puente”, que sería cancelado contra los desembolsos de los multilaterales.

sostenible en el mediano plazo o los incentivos de los acreedores a participar en el acuerdo. En esos puntos radicaría, precisamente, el nudo del debate entre Uruguay y el FMI en los meses siguientes.

En la nueva Carta de Intención se establecía un nuevo aumento en el programa respecto del de junio del orden de los USD 500 millones, además de un adelanto en el calendario de desembolsos. Las acciones previas, además de la *side letter* sobre la deuda, incluían la aprobación del proyecto que se convertiría en la Ley de Fortalecimiento del Sistema Bancario<sup>62</sup> y el cierre de los bancos insolventes<sup>63</sup>.

Mientras en Uruguay se hacían gestiones para lograr el apoyo político necesario para aprobar esa Ley durante el fin de semana del 3 y el 4 de agosto de 2002. Durante la reunión en la residencia de Suárez el jueves 1º, Sanguinetti y Lacalle habían comprometido el respaldo de sus respectivos sectores, por lo que se contaba con la mayoría de la coalición Colorada – Nacionalista para aprobar la Ley<sup>64</sup>. El líder el Frente Amplio, Tabaré Vazquez, señaló en la reunión que sería bueno que la Ley contara con el apoyo de todos los partidos políticos, pero finalmente el Frente Amplio votó contra la ley<sup>65</sup>.

La Ley de Fortalecimiento del Sistema Bancario sentó los pilares sobre los cuales se pudo contener la corrida bancaria, que llevaba ya seis meses. La pieza central era la creación del Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario (FESB), por un monto de hasta USD 1.500 millones, a ser integrado con aportes de los organismos multilaterales de crédito<sup>66</sup>. De esa cifra, “con la finalidad de mantener la continuidad y liquidez de la cadena de pagos”, el Banco Central podía utilizar hasta USD 420 millones para realizar adelantos sobre los saldos en las cuentas corrientes y cajas de ahorro en moneda extranjera de los bancos que estuviesen cerrados a la fecha de promulgación de la Ley<sup>67</sup>. El resto, estaba destinado a respaldar los saldos al 30 de julio de 2002 de los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorros en moneda extranjera en el BROU y BHU<sup>68</sup>. En cuanto a los depósitos a plazo fijo en ambos bancos estatales, su vencimiento se prorrogaba por hasta un año para el 25% de los depósitos, hasta dos años para el 35% y por hasta tres años para el 40% restante. La Ley establecía que estos depósitos debían remunerarse

---

<sup>62</sup> Ley N° 17.523 de 4 de agosto de 2002.

<sup>63</sup> También incluyó una “meta estructural”, dado el contexto de corrida bancaria prevaleciente, según la cual se debían divulgar los depósitos del sistema bancario con frecuencia semanal, con un máximo de una semana de retraso. Dicha meta no se cumplió. Al año siguiente, el FMI otorgaría una dispensa por incumplimiento, ya que se dio por satisfecho con la publicación mensual de los estados contables completos del sistema bancario que la SIIF comenzó a hacer en el segundo semestre de 2002.

<sup>64</sup> En la Cámara de Diputados, el proyecto contó también con los votos de los dos legisladores del sector Nuevo Espacio Independiente.

<sup>65</sup> El sábado 3 la mesa política del Frente Amplio resolvió votar en contra de la Ley. El senador de ese sector político Danilo Astori argumentó en el Parlamento a favor de ella, pero votó en contra aduciendo disciplina partidaria.

<sup>66</sup> El capital del FESB terminó siendo, en realidad, de USD 1.378 millones, provenientes del FMI, el Banco Mundial y el BID.

<sup>67</sup> Artículo 9 de la Ley 17.523 de 4 de agosto de 2002, inciso segundo. Los adelantos efectuados por el Banco Central fueron convertidos posteriormente en pagos con subrogación en virtud de lo dispuesto por el artículo 28 de la Ley N° 17.613 de 27 de diciembre de 2002.

<sup>68</sup> No estaban cubiertos por el FESB los aumentos en los saldos o nuevas cuentas en moneda extranjera abiertas en el BROU y BHU con posterioridad al 30 de julio de 2002.

con una tasa mayor al promedio del mercado, la que sería fijada por el Directorio del BROU por unanimidad<sup>69</sup>.

Cumpliendo con la otra condicionalidad previa establecida en la Carta Intención, el 4 de agosto el Directorio del Banco Central resolvió sumar a la suspensión de actividades del Montevideo-Caja Obrera la de los bancos Comercial y Crédito, así como la cooperativa de intermediación financiera CAYCU. A fines de julio, los depósitos en estas instituciones todavía representaban alrededor de la mitad de los del sistema bancario privado. Su cierre hubiese provocado un impacto de grandes proporciones en la cadena de pagos de no haberse contado con los recursos del FESB, para el caso de los depósitos en dólares, y de la autorización otorgada al Banco Central respecto de las cuentas en moneda nacional (mecanismo conocido informalmente como FESB en pesos)<sup>70</sup>.

A diferencia del malhadado FFSB, el FESB tuvo éxito en detener la corrida, lo que se debió principalmente a tres razones. Primero, el FESB ofrecía una cobertura total de los activos financieros del sector privado que se comprometía a respaldar, los cuales estaban explícitamente definidos. En cambio, el FFSB ofrecía la cobertura parcial de un monto de depósitos relativamente incierto. Segundo, el fondeo del FESB estaba disponible desde su constitución; no estaba sujeto a desembolsos futuros de multilaterales sometidos a diversas condicionalidades. Tercero, el FESB fue erigido como un patrimonio de afectación independiente, con un destino específico que no podía desviarse a otros menesteres, minando su cobertura. Esta última propiedad otorgaba cierto grado de defensa a las reservas internacionales del BCU frente a una situación de corrida en los bancos públicos, pues la devolución de los depósitos anteriores al 30 de julio se haría con cargo al FESB y no sus depósitos en el BCU<sup>71</sup>.

Además de la creación del FESB, otro elemento clave del Plan de agosto de 2002 fue la separación entre instituciones “sanas” y aquellas en problemas. Las primeras continuarían funcionando. Las del segundo grupo, como los bancos Comercial, Crédito y Montevideo-Caja Obrera y la cooperativa CAYCU, se cerrarían para pasar a un proceso de resolución posterior. La SIIF efectuó un cuidadoso análisis de la situación de liquidez y patrimonial de todas las instituciones financieras privadas a efectos de determinar cuáles estaban en condiciones de reabrir el lunes 5 de agosto y cuáles no. Ninguna institución con patrimonio insuficiente de acuerdo con la normativa vigente fue autorizada a reabrir. Para los casos de instituciones con patrimonio suficiente, que cumplían los requisitos de encaje, pero podían ser vulnerables a un recrudecimiento de la corrida, el Directorio del Banco Central aprobó por unanimidad una asistencia

---

<sup>69</sup> Artículos 3, 4 y 5 de la Ley 17.523 de 4 de agosto de 2002. La tasa de interés fijada inicialmente fue del 6% anual. Por resolución unánime de los Directorios del BROU y el BCU podía anticiparse el calendario de liberación de los depósitos.

<sup>70</sup> Artículo 9 de la Ley 17.523 de 4 de agosto de 2002, inciso primero.

<sup>71</sup> Esto marcó una diferencia con lo ocurrido con el FFSB, cuya integración pasaba por la incorporación previa de los desembolsos de los multilaterales a los activos de reserva. De esa forma pudo visualizarse cómo los activos de reserva se incrementaban primero y se desmoronaban después. Con el FESB, en cambio, la Ley exigió que el Banco Central abriera una cuenta especial, separada de sus activos de reserva.

financiera para mejorar su liquidez. Cualquier evaluación errónea en este sentido podía comprometer el éxito de la operación<sup>72</sup>.

El FESB fue integrado el 5 de agosto mediante el “puente” de USD 1.500 millones obtenido tras el Acuerdo de Estabilización Cambiaria firmado entre el Departamento del Tesoro y el gobierno de Uruguay, con la Reserva Federal de Nueva York y el Banco Central del Uruguay actuando como respectivos agentes financieros<sup>73</sup>. La operación, que en rigor era un *swap* de monedas, debía cancelarse el viernes 9, luego que los Directorios del FMI y de los restantes multilaterales efectuaran los desembolsos acordados en el nuevo programa.

Pero el normal cumplimiento de la obligación con el Departamento del Tesoro norteamericano se vio afectado por un nuevo episodio. El miércoles 7 de agosto la actividad en el mercado financiero uruguayo estaba paralizada por un paro dispuesto por el gremio bancario, AEBU, al que le preocupaba la pérdida de puestos de trabajo involucrada en el destino de los bancos suspendidos. Para el Directorio del Banco Central era una jornada oportuna para instrumentar, junto a la SIIF, el complejo mecanismo por el que se otorgarían los adelantos sobre las cuentas a la vista en los bancos suspendidos, así como el procedimiento a seguir con los cheques librados contra esas cuentas y que aún no habían sido presentados para su compensación. Pero esa mañana el Jefe de Misión para Uruguay del FMI, Marcelo Figuerola, se comunicó con el Gerente de Política Económica del BCU para informarle que el programa de Uruguay no sería presentado en el Directorio al día siguiente como estaba previsto. El motivo era que la magnitud de la caída de reservas internacionales del lunes 5 implicaba la no observancia de la meta asociada.

La novedad implicaba que el Estado uruguayo incumpliría con su obligación con el Tesoro estadounidense el viernes siguiente. Pero además era extraño, ya que la disminución de activos de reserva del lunes había estado dentro de lo previsible, sin contar con que se había revertido al día siguiente<sup>74</sup>. Además, en la nueva Carta Intención había desaparecido la mención al “límite continuo” en la caída de reservas: lo único a evaluar a efectos del cumplimiento del programa sería el nivel al 30 de setiembre en comparación con el del 30 de junio, sin importar lo que pasara en el medio<sup>75</sup>.

---

<sup>72</sup> En el correr de agosto, la SIIF actualizaría la información sobre los estados contables de las instituciones de intermediación financiera, para mejorar la información del público sobre la diferente realidad de las entidades que habían sido suspendidas y el resto.

<sup>73</sup> Contrariamente a la leyenda instaurada en torno a los USD 1,5 mil millones, éstos no llegaron físicamente a Uruguay, sino que fueron transferidos a la cuenta del BCU en el Fed de Nueva York. Casualmente, ese 5 de agosto sí llegaron a Uruguay en avión los últimos millones con que el BCU contaba como fondos de trabajo antes de llegarse a un acuerdo con el Departamento del Tesoro. El Directorio del BCU había dispuesto el envío de esos fondos durante el feriado bancario, a sugerencia del Gerente General, Gualberto De León, previniendo el peor resultado de las negociaciones.

<sup>74</sup> Los activos de reserva cayeron USD 48 millones el lunes 5 y aumentaron USD 68 millones el martes 6.

<sup>75</sup> La explicación estaba en la particular definición de las reservas “según programa”, de acuerdo con la cual debían deducirse de los activos de reserva las obligaciones en moneda extranjera con residentes y no residentes *con plazo original menor a un año*. Para fortalecer la posición de liquidez de los bancos frente a la reapertura del 5 de agosto y prevenir cualquier inconveniente ante una demanda de los clientes que podía resultar masiva, el Banco Central había descontado los certificados de depósito con más de un año de plazo que las instituciones bancarias habían constituido en el BCU. Si bien los fondos no fueron utilizados en su

Las autoridades del Banco Central intentaron explicar el asunto y tranquilizar al FMI sin mayor éxito<sup>76</sup>. En el Fondo se especulaba con que los bancos privados extranjeros en Uruguay estaban utilizando el rescate provisto por los multilaterales para cancelar sus obligaciones con sus casas matrices. El FMI pretendía que los bancos reconstituyeran los certificados de depósito el mismo miércoles, como condición previa para tratar el programa en el Directorio al día siguiente. El Banco Central intentó explicar que eso era imposible, dado que ese día en Uruguay había un paro en la banca. Lo cual además era una suerte, pues no parecía adecuado inmovilizar activos bancarios por más de un año con una corrida todavía en curso. El asunto se zanjó finalmente con una carta dirigida por el Presidente del BCU al Director Gerente del FMI, Horst Köhler, por la que se comprometía a reconstituir los certificados de depósito en los días siguientes. Salvado ese escollo, el nuevo programa para Uruguay fue finalmente aprobado por el Directorio del FMI el jueves 8 de agosto de 2002<sup>77</sup>.

Culminaba así un dramático período de negociaciones y ahora quedaban ver sus resultados. El 5 de agosto, tras un feriado bancario de cuatro días, los depósitos en moneda extranjera cayeron USD 132 millones. Al día siguiente cayeron otros USD 114 millones. Desde ese momento hasta fin de mes, la caída promedio diaria fue de menos de 9 millones de dólares y durante setiembre fue de un millón<sup>78</sup>. En octubre comenzó un tímido proceso de aumento. Los depósitos de residentes se estabilizaron encima de USD 4.900 millones en setiembre, mientras que los de no residentes encontrarían un piso de USD 1.270 millones en octubre<sup>79</sup>. En cuanto a los activos de reserva, alcanzarían su mínimo del año 2002 una semana después de salir del feriado bancario, el 14 de agosto<sup>80</sup>, para comenzar una gradual recuperación.

---

mayor parte y continuaban depositados en el BCU, desde el punto de vista contable se había transformado un pasivo a más de un año en uno a la vista. De esa forma, aunque los activos de reserva no habían tenido grandes cambios, las “reservas programa” habían sufrido un descenso.

<sup>76</sup> Durante ese día se sucedieron varias conversaciones entre autoridades del BCU y del FMI (el Director Ejecutivo por la silla del Cono Sur, el también chileno Guillermo LeFort, el Director del Departamento de Hemisferio Occidental (WHD), Anoop Singh).

<sup>77</sup> El episodio hizo que el Banco Central recurriera a la particular definición de “reservas programa” en su beneficio. De la misma forma que el descuento de los certificados de depósito significó una pérdida de “reservas programa” el lunes 5, su reconstitución tuvo el efecto contrario. Por eso el Banco Central hizo uso del recurso contable en los dieciocho meses siguientes para cumplir con holgura las metas de reservas mediante la transformación de la liquidez excedente en moneda extranjera de los bancos en certificados de depósito a 370 días (incluso se lo llegó a establecer como un componente del encaje). A fines de 2003, cuando ya las circunstancias no justificaban que el BCU tuviera esa forma de financiamiento por parte de los bancos, se propuso al FMI cambiar la definición de “reservas programas” en el *Technical Memorandum of Understanding* (TMU) de modo de restar de los activos de reserva todos los pasivos con residentes, indiferentemente de su plazo.

<sup>78</sup> Esta es una medición punta a punta en el mes. En realidad, el comportamiento de los depósitos durante setiembre registró oscilaciones en torno a lo que podía considerarse un “valle” situado algo por debajo de los USD 6.300 millones.

<sup>79</sup> El año había comenzado con casi USD 7.500 millones de depósitos de residentes y USD 6.200 millones de no residentes, un total cercano a USD 13.700 millones de depósitos en moneda extranjera. El mínimo de depósitos totales en moneda extranjera se alcanzó el 9 de octubre (USD 6.239 millones). Los depósitos de no residentes alcanzaron su piso del año el 24 de octubre (USD 1.276 millones) mientras que para los de residentes eso ocurrió el 2 de octubre (USD 4.938 millones). En ambos casos el comportamiento había dejado de ser uniformemente decreciente en setiembre.

<sup>80</sup> Con un saldo de USD 554 millones.

La corrida bancaria se había, finalmente, detenido. Otra etapa, con otros problemas, se iniciaba.

#### 4

El éxito del Plan de Agosto de 2002 abría una agenda con muchos temas complejos, aun circunscribiéndose al ámbito específico de las competencias del Banco Central. En primer lugar, la suspensión de los bancos Comercial, Montevideo, Caja Obrera y de Crédito y de la cooperativa CAYCU detenía la sangría que estaban experimentando en sus depósitos, pero había que decidir qué venía después. Había quedado bajo la responsabilidad del Banco Central una masa de activos considerable que podía deteriorarse rápidamente si no se lo manejaba teniendo en cuenta el alto componente de intangibles que soportan el valor de un banco<sup>81</sup>. Por parte del Poder Ejecutivo tampoco se quería descartar la posibilidad de un acuerdo con los socios privados en el Banco de Crédito y en el Banco Comercial que permitiera una nueva capitalización por parte de ellos (el Estado ya no tenía recursos para ello). Debía articularse un trabajo conjunto entre el Banco Central y el Ministerio de Economía y Finanzas para maximizar el valor de estos bancos en beneficio del derecho que el Estado tenía sobre sus activos por el apoyo financiero otorgado y de la expectativa de recuperación por parte de los ahorristas de recuperar su capital.

En efecto, el cierre de los bancos con problemas de liquidez y solvencia había dejado a miles de ahorristas en una situación de incertidumbre, en particular aquellos que tenían depósitos a plazo o eran titulares de las obligaciones negociables emitidas por los bancos Comercial y Montevideo, pues no estaban comprendidos en el rescate con cargo al FESB<sup>82</sup>. Algunas de estas personas iniciaron acciones judiciales contra el Banco Central del Uruguay, atribuyéndole responsabilidades por lo ocurrido durante la crisis financiera, por lo que de la noche a la mañana la institución se vio inundada de demandas civiles en las que se reclamaba la devolución de sus ahorros. En algunos casos, los damnificados buscaron por la vía penal un mecanismo indirecto para constituir evidencia en su demanda civil, presentando denuncias contra autoridades de organismos del Estado y personal superior. Esto implicó una rápida movilización de los recursos del Departamento Jurídico del Banco Central, cuyos abogados debieron

---

<sup>81</sup> Las autoridades económicas uruguayas habían reemplazado en las acciones previas del nuevo programa con el FMI la expresión “cierre de los bancos insolventes y comienzo de su liquidación”, propuesta por Figuerola, por la de “comienzo de su resolución”. Tanto en español como en inglés el término “resolución” o “*resolution*” pueden significar “liquidación”, pero también admiten una interpretación más amplia. Como una pauta de lo que para las autoridades uruguayas significaba “resolución”, el Banco Central buscó durante y después del feriado bancario un acuerdo con los sellos Visa y MasterCard para que las tarjetas de los clientes de los bancos suspendidos siguieran estando activas, con el objeto de preservar el valor de este segmento del negocio bancario con miras a una posterior venta. Ello se complementó con una decisión de la SIIF que levantó la suspensión de actividades de estos bancos específicamente para otorgar créditos dentro de las líneas ya aprobadas, sin aumentarlas ni crear nuevas cuentas. Un procedimiento similar se aplicaría en 2005 con las tarjetas de crédito emitidas por COFAC.

<sup>82</sup> Tampoco estaban comprendidos en el rescate quienes tenían depósitos u otros instrumentos registrados en el exterior, en instituciones colaterales de los bancos suspendidos, como en el caso del Trade & Commerce Bank (TCB) de Islas Caimán.

multiplicarse para efectuar contestaciones que, al principio, se radicaron en juzgados de todo el país<sup>83</sup>.

Más allá de lo que se reflejaba en el impulso litigante de los damnificados, el BCU había experimentado un golpe en su reputación, posiblemente de mayor envergadura que el sufrido en 1971 o 1982. Había una confianza a reconstruir en el ámbito político, entre los usuarios del sistema financiero y en la opinión pública en general. Eso exigía acciones concretas, cualquiera fuera su significación, que fueran demostrando no sólo hacia afuera sino también internamente que el BCU tenía lecciones que aprender de la crisis, de las cuales emanarían mejoras hacia el futuro. Esto aplicaba especialmente a la SIF, que estaba en la primera línea de críticas por supuestas faltas de controles que habrían estado en la génesis de la crisis.

El Directorio del BCU dispuso la realización de una reunión especial para recibir del Superintendente Barrán y toda la plana mayor de la SIF su visión de lo que había ocurrido en el 2002, de las lecciones que podía extraerse de ello y las acciones que la Superintendencia pensaba encarar hacia el futuro. Durante la crisis de 2002, los controles internos de los bancos en los que tuvieron lugar fraudes fallaron. Debido a ello, los controles externos, a cargo de SIF, los auditores externos y las propias calificadoras de riesgo, enfrentaron dificultades para advertir los riesgos en curso. De todos modos, en la exposición efectuada en esa reunión por Barrán, el Gerente de Supervisión, Jorge Ottavianelli y el Gerente de Regulación, Juan Pedro Cantera, no se escudaron en las limitaciones del enfoque tradicional de la supervisión bancaria, sino que anunciaron el propósito de la SIF de evolucionar hacia una supervisión basada en el conocimiento de los riesgos asumidos por las entidades bancarias.

No sólo se gestaba en el BCU un cambio en el modelo de supervisión bancaria edificado durante los noventa. Los avatares vividos hasta julio también habían dejado por el camino un esquema de política monetaria-cambiaría que había servido bien en la década anterior para llevar a la inflación por debajo del 10% anual por primera vez desde la década del cincuenta. Situados en agosto de 2002, había dos cosas claras. La primera es que por más que se lamentase el abandono de la banda de flotación, era un esquema al que ya no se podía volver, al menos en un horizonte cercano. La segunda es que debía construirse una alternativa.

No había mucho de dónde elegir. Sin un nivel de reservas internacionales suficiente como para dar un respaldo creíble a cualquier compromiso en materia cambiaria que se hiciera, el recurso del ancla cambiaria estaba descartado<sup>84</sup>. El alto grado de dolarización de la economía y la consiguiente escasa profundidad del mercado de pesos, sumado a

---

<sup>83</sup> El área jurídica del Banco Central, además de actuar en defensa de la institución, también debía llevar adelante las investigaciones sobre el personal superior de los bancos fallidos, especialmente el Comercial y el Montevideo, a efectos de iniciar las acciones que correspondieren en los ámbitos administrativo, concursal o incluso penal. En este contexto, también lideró las investigaciones conducentes a identificar activos que pudieran afectarse a la recuperación patrimonial de los bancos afectados por fraudes.

<sup>84</sup> Por otra parte, hubiese abierto otro frente de oposición con el FMI, habiendo ya demasiados. Además de la nota confidencial sobre la deuda, las autoridades habían firmado otra que reiteraba una restricción ya introducida en la Carta Intención de junio, cuando se decidió la flotación, en cuanto a que el Banco Central no vendería dólares por un acumulado de más de USD 50 millones hasta setiembre.

la poca experiencia en el pasado con el uso de instrumentos financieros en moneda nacional tornaba al uso de la tasa de interés como meta operativa de la política monetaria en una estrategia azarosa. Con la poca credibilidad que ofrecía el Banco Central en ese momento, no parecía sensato involucrarse en el manejo de un instrumento cuyos efectos eran impredecibles. El establecimiento de una meta operativa sobre un agregado monetario no escapaba a las restricciones impuestas por el grado de dolarización. Pero su ventaja como instrumento frente a la tasa de interés estaba en que mientras la cantidad de dinero, definida como fuere, siempre constituye un ancla sobre el sistema de precios<sup>85</sup>, la fijación de una tasa de interés, ausente toda otra referencia a la política monetaria, deja el nivel de precios indeterminado<sup>86</sup>.

Decantada la elección hacia el uso de un agregado monetario, quedaba por definir cuál. Aquí intervino nuevamente la necesidad de reconstruir la confianza del público en el Banco Central. Si a algo se podía comprometer el Banco Central en la segunda mitad del año 2002 era a una meta sobre sus propios pasivos monetarios. Poca cosa más, y aún con grandes incertidumbres. De allí surgió la decisión de anunciar metas sobre el valor de la base monetaria a lo largo de un horizonte futuro, con una trayectoria que se suponía consistente con una cierta inflación que se pretendía alcanzar, pero sin asumir ningún compromiso explícito con relación a esa tasa de inflación. Había muchos imponderables que el BCU no podía controlar como para seguir arriesgando su golpeada reputación. Entre una meta sobre la base monetaria y un resultado en la inflación hay dos fuentes de “ruido” que en 2002 podían ser (y efectivamente fueron) importantes. En primer lugar, los verdaderos creadores de dinero en la economía a través de la formación de depósitos y créditos son los bancos. En tiempos normales, los pasivos monetarios del Banco Central son el pivote a partir del cual se genera ese proceso de creación de dinero. Pero en 2002 los bancos no estaban creando depósitos y créditos, sino que la corrida los había puesto en el proceso contrario. Por lo tanto, no estaba claro si los movimientos que el Banco Central estableciera sobre la base monetaria no terminarían siendo neutralizados por variantes en el muy volátil nivel de liquidez de los bancos.

En segundo lugar, el uso de agregados monetarios presume la existencia de una demanda de dinero estable, que independiza el comportamiento de ésta de las decisiones sobre la oferta de dinero que toma el Banco Central. En el segundo semestre de 2002 se contaba con una estimación de la demanda de dinero con buenas propiedades estadísticas<sup>87</sup>, pero no podía descartarse un nuevo cambio estructural ante los cambios que estaba viviendo la economía<sup>88</sup>.

Finalmente, por encima de un saneamiento del sistema bancario que lo dejara libre de instituciones insolventes y la adopción de un nuevo paradigma de la supervisión, más

---

<sup>85</sup> Suponiendo una mínima estabilidad en la demanda de dinero.

<sup>86</sup> Véase Sargent y Wallace (1981) y McCallum (1978 y 1981)

<sup>87</sup> Véase Bucacos y Licandro (2003).

<sup>88</sup> Aún con una estimación consistente de los parámetros de la demanda de dinero, la proyección de variables tales como el nivel de actividad cuando se podía estar frente a un cambio en la dirección del ciclo económico tenía un alto margen de error.

allá del diseño e implementación de una nueva forma de hacer política monetaria, estaba la solución al problema del financiamiento externo, especialmente el del sector público. El tono de las discusiones con los funcionarios del FMI a partir del 1° de agosto mostraba que sería muy difícil para Uruguay acceder a nuevos desembolsos de los multilaterales hasta que sus autoridades lograran imponer su punto de vista o se ciñeran al enfoque de solución de crisis que preconizaba parte del *staff* del organismo. Las discusiones en el seno del Comité Financiero Internacional durante la Asamblea de Gobernadores del FMI y el Banco Mundial de setiembre de ese año 2002 mostrarían a las autoridades uruguayas el impulso que había ganado la iniciativa de la primera Subdirectora Gerente Anne Krueger sobre el Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM, por su sigla en inglés). Tanto Steneri en Washington como el equipo económico en Montevideo tenían fundados temores de que Uruguay fuese utilizado como caso insignia, un conejillo de indias, en el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional.

Pero para resistir y encontrar un camino propio, hacía falta tiempo. La planilla que diariamente elevaba el Gerente de Operaciones, Ariel Fernández, a la presidencia del BCU con la proyección “pasiva” (sin adoptar acciones correctivas) de los fondos de trabajo con que contaba la institución, mostraba que la cesación de pagos era un evento inminente.

## 5

De toda esta agenda, la “resolución bancaria” era el tema más urgente para el Banco Central del Uruguay. En primer lugar, debía cumplirse con la previsión de la Ley de Fortalecimiento del Sistema Bancario respecto de las cuentas corrientes y cajas de ahorro en moneda nacional y extranjera que habían quedado “atrapadas” en los bancos suspendidos. En lo que tiene que ver con el mantenimiento de la “continuidad y liquidez de la cadena de pagos”, había que resolver el tratamiento a dar a los cheques librados contra cuentas en los bancos suspendidos. Si estaban suspendidos, no podían participar de la compensación y recibir cheques librados contra ellos. Si se los reabría, aunque más no fuese a esos efectos, tendrían que estarlo por un período prolongado, dados los plazos para presentación de los cheques, lo que generaba derivaciones que escapaban al control del Banco Central<sup>89</sup>. Se optó por devolver los cheques, pero eso implicaba un cambio legal, pues había que incluir el estado de suspensión de un banco entre las causales para la devolución de un cheque en la cámara compensadora. El Vicepresidente del BCU, Miguel Vieytes, se comunicó con el senador Alberto Brause para que, con el apoyo del Gerente de Regulación de la SIIF, Juan Pedro Cantera, redactara lo que terminó siendo la Ley N° 17.542 de 21 de agosto de 2002. Esta Ley, cuya vigencia se

---

<sup>89</sup> Por ejemplo, la suspensión podría haber evitado que las cuentas libradas no tuviesen fondos ya que suficientes ya que su titular también se había visto impedido de cubrir sus faltantes, lo que implicaba que no sólo se tenía que autorizar el débito de los cheques presentados contra los bancos suspendidos sino también hacer depósitos y, eventualmente, autorizar sobregiros. La probabilidad de esos encadenamientos aumentaba por el hecho de ser varios los bancos suspendidos, todos con un tamaño considerable para las características de la plaza uruguaya.

estableció en conjunto con la de Fortalecimiento del Sistema Bancario, extendió también los plazos de validez de los cheques para que mantuvieran su carácter de título ejecutivo y facilitaran a sus tenedores reclamar al librador su pago o sustitución por cheques contra otros bancos<sup>90</sup>. Por engorroso que pareciese, el procedimiento fue exitoso y la casi totalidad de los cheques devueltos, librados contra cuentas en los bancos suspendidos, fueron cubiertos por los libradores<sup>91</sup>.

Otro tema a resolver era el de las transferencias ordenadas desde y hacia las cuentas en los bancos suspendidos. El marco legal existente no tenía previsiones al respecto y el Banco Central debió dictaminar aplicando principios generales de Derecho decidiendo, por ejemplo, que las transferencias aceptadas hasta el momento de la suspensión de actividades debían terminar de cumplirse en su totalidad<sup>92</sup>. Toda la casuística generada en esta materia en torno a la suspensión de los bancos serviría de insumo años después para su incorporación en la Ley de Sistemas de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores<sup>93</sup>.

El paso siguiente fue hacer operativo para los clientes de los bancos suspendidos el ejercicio de su derecho de retirar con cargo al FESB los saldos de sus cuentas corrientes y en caja de ahorro en los bancos suspendidos. Para esto no había otro procedimiento más expeditivo que autorizar el levantamiento de la suspensión de los bancos Montevideo-Caja Obrera, Crédito, Comercial y la cooperativa CAYCU para que los clientes retiraran mediante efectivo o letras de cambio los saldos cubiertos por el FESB<sup>94</sup>. La operación implicó, además, una negociación con el gremio de empleados bancarios. Éste rechazaba la idea de pagar los depósitos de los bancos suspendidos con cargo al FESB, por la pérdida de clientes que, según los bancarios, ello implicaba.

Finalmente se fue llevando a cabo en etapas, con una intensa dedicación por parte de los funcionarios del Banco Central en cuanto al control de que sólo los saldos de las cuentas autorizadas por la Ley de Fortalecimiento del Sistema Bancario fueran retirados con cargo al FESB.

Superada la etapa de la preservación de la cadena de pagos, había que ingresar en la “resolución de los bancos suspendidos” propiamente dicha. El marco legal vigente habilitaba la liquidación en sede administrativa de instituciones financieras a cargo del Banco Central; es decir, en materia de bancos el BCU desempeñaba la función que normalmente se atribuía a un Juez en la quiebra de entidades no financieras<sup>95</sup>. Los

---

<sup>90</sup> En comunión con esta Ley, el Banco Central dictó la Circular N° 1803 de 4 de agosto de 2002.

<sup>91</sup> Incluso en los casos en que, por haber sido endosados, había que retroceder varios pasos en la cadena.

<sup>92</sup> Si emanaban de una cuenta corriente o caja de ahorros en los bancos suspendidos se podían cubrir con cargo al FESB.

<sup>93</sup> Ley N° 18.573 de 30 de setiembre de 2009.

<sup>94</sup> Cuando se notificó al FMI esta decisión saltaron nuevamente alarmas en el organismo, frente a lo que consideraban una maniobra de las autoridades uruguayas para reabrir los bancos suspendidos. Inicialmente, su intención era que migraran los sistemas de gestión de cuentas de los bancos suspendidos al Banco República, para que la cobertura con cargo al FESB se hiciera efectiva allí, lo que hubiera demandado meses.

<sup>95</sup> El artículo 593 de la Ley N° 14.189 de 30 de abril de 1974 había dispuesto que el BCU asumiera la tarea de liquidador de entidades bancarias con las mismas facultades que las Comisiones Liquidadoras creadas por la Ley N° 13.892 de 19 de octubre de 1970 (artículos 474 y siguientes). Posteriormente, el artículo 41

amplios poderes de administración que la Ley otorgaba al Banco Central sobre la masa de activos de la liquidación no eran suficientes, sin embargo, para asegurar un rápido proceso de resolución que preservara su valor en beneficio de los ahorristas y el propio Estado uruguayo.

No hay duda de que la mejor manera de maximizar el valor de los activos de los bancos suspendidos era mediante una reapertura, precedida de una capitalización e inyección de liquidez que los hiciera no sólo viables sino también creíbles frente a la comunidad financiera. Por eso se comenzó por recorrer el camino de la negociación con los socios del Estado en el Banco de Crédito y en el Banco Comercial.

Por su parte, la cooperativa de intermediación financiera COFAC había iniciado gestiones ante el BCU para absorber a la cooperativa CAYCU, proyecto que estaba a estudio de la SIIF. Pero sin perjuicio de estas aproximaciones, que en el mejor de los casos dejaban fuera de la solución a los bancos Montevideo y Caja Obrera, entre el Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central se comenzó a trabajar en otra alternativa, para el caso que las ofertas de grupos privados no prosperaran. En el Banco Central se estaba evaluando una salida que combinaba elementos de la resolución de la crisis bancaria en el sudeste asiático a fines de los noventa con los utilizados en Argentina tras la crisis del “tequila” en 1995. En el primer caso, se puso la gestión de los activos de las entidades bancarias en liquidación en manos de empresas administradoras (AMC, *Asset Management Companies*), de una forma que emulaba la que efectuaría una empresa en marcha. En el segundo, los patrimonios bancarios se incorporaban en fideicomisos con amplios poderes de administración, donde los acreedores de la masa en liquidación eran cuotapartistas de esos fideicomisos. Los títulos representativos de las cuotapartes se registraban en la Comisión de Valores y podían ser transados en mercados formales, lo que les otorgaba liquidez.

El ministro Atchugarry planteó al Directorio del BCU que “si a una AMC se le permite tomar depósitos, es un banco”. Si bien era necesario mucho más que eso, se dispuso aprovechar la experiencia que el Directorio anterior había intentado llevar adelante con el Montevideo-Caja Obrera, separando al banco “bueno” del “malo”.

Se comenzó por contratar, por un procedimiento abreviado, a una consultora especializada en la evaluación de carteras de bancos. Resultó adjudicada la firma ING Consulting, cuyo mandato fue explorar diversas alternativas sobre los bancos suspendidos<sup>96</sup>. Esas alternativas incluían la viabilidad de cada uno en forma

---

del Decreto-Ley N° 15.322 de 17 de setiembre de 1982, incorporado por el artículo 3 de la Ley N° 16.327 de 11 de noviembre de 1992, estableció la liquidación en sede administrativa, por parte del BCU, de las empresas integrantes del sistema de intermediación financiera y sus colaterales.

<sup>96</sup> Su trabajo se concentró en los bancos Comercial, Montevideo y Caja Obrera, pues el Banco de Crédito estaba siendo analizado por cuerda separada con el Grupo de la Unificación. Además, en las proyecciones efectuadas por la SIIF el Banco de Crédito “restaba” en cualquier hipótesis de consolidación con los demás bancos. En cambio, aun cuando no se llegase a un acuerdo de reestructura con el Grupo de la Unificación, con los recursos que ya habían aportado el Estado y dicho Grupo en el Banco de Crédito se podía asegurar un recupero razonable para sus depositantes.

independiente, los resultados de una liquidación lisa y llana y la agrupación de partes de cada uno de ellos en una entidad bancaria ya existente o una nueva.

ING brindó un primer informe de sus conclusiones el 18 de octubre de 2002, las que fueron ampliadas en un segundo informe final entregado el 11 de noviembre. Resultaba claro del análisis que el Banco Comercial, Montevideo y Caja Obrera ya no eran entidades viables en forma independiente y que si se reflataba alguna de ellas el costo para el Estado y la sociedad de la liquidación de las otras dos sería mayor que si se consideraba una solución conjunta para las tres. Con ese diagnóstico, ING comenzó a diseñar el modelo de gestión y el plan de negocios de una nueva entidad, creada a partir de los “activos buenos” del Comercial, Montevideo y Caja Obrera. Desde el punto de vista financiero, el estudio logró demostrar que podía conformarse una masa de activos suficiente como para que su contrapartida fuera un capital en manos del Estado suficiente según la normativa de la SIF y un conjunto de derechos de depositantes de los tres bancos y el Estado que, apropiadamente redistribuidos, aseguraban a cada uno de aquellos un recupero mínimo de USD 100 mil. De esa forma, más de un 95% de los depositantes de los bancos Comercial, Montevideo y Caja Obrera recuperaban la totalidad de sus depósitos<sup>97</sup>.

La asistencia otorgada por el Banco Central a los bancos suspendidos durante la corrida estaba respaldada por la cartera de mejor calidad de éstos. Por lo tanto, si el Estado adquiría del Banco Central el derecho de éste contra el Comercial, Montevideo y Caja Obrera, podía utilizar esos créditos privilegiados para constituir el capital del Nuevo Banco.

Mientras el Banco Central y sus asesores trabajaban sobre la viabilidad financiera y comercial del Nuevo Banco, el ministro de Economía y Finanzas, Alejandro Atchugarry, procuraba determinar el mejor blindaje jurídico para la nueva institución frente a los juicios que ya estaban iniciando contra los bancos suspendidos y los que podrían devenir en el futuro. El trabajo con las asesorías jurídicas del MEF y el BCU permitió diseñar tres líneas de defensa entre el Nuevo Banco y los acreedores de los bancos fallidos. En primer lugar, se dispondría por parte del BCU la liquidación de los bancos Comercial, Montevideo y Caja Obrera. De esta forma, las reclamaciones contra la masa de activos recaerían en primer lugar sobre las entidades en liquidación. En segundo lugar, se conformarían con los activos de los bancos en liquidación patrimonios de afectación independientes, utilizando la legislación existente en aquel momento sobre fondos de inversión<sup>98</sup>. Los acreedores de las empresas bancarias en liquidación recibirían cuota partes de esos fondos de inversión, a prorrata de sus créditos. Por último, la adquisición de los activos del Nuevo Banco debía resultar de una subasta pública convocada por los administradores de los fondos de inversión, con lo que se saneaba el proceso de compra de las pretensiones que terceros litigantes tuvieran sobre esos activos<sup>99</sup>.

---

<sup>97</sup> Aunque ello representaba aproximadamente un 60% de los depósitos del sector privado no financiero en los tres bancos.

<sup>98</sup> Ley N° 16.774 de 27 de setiembre de 1996 y modificativas.

<sup>99</sup> Los medios de pago a utilizar por el Nuevo Banco para adquirir activos de los Fondos de Inversión serían certificados de depósitos emitidos por esa institución, amortizables en cinco años y que pagarían un interés

Era preciso presentar al Parlamento una Ley que autorizara al Banco Central a constituir fondos de inversión (que se denominarían Fondos de Recuperación del Patrimonio Bancario, FRPB) con los activos de las entidades en liquidación. La Ley debía también autorizar al Poder Ejecutivo a constituir una sociedad autorizada a funcionar como banco y debía habilitar la concentración a favor del MEF de todos los créditos otorgados por la Corporación Nacional para el Desarrollo y el Banco Central del Uruguay a las instituciones financieras suspendidas. Asimismo, se establecería que los adelantos a los depositantes en los bancos suspendidos otorgados en cumplimiento de la Ley de agosto se convertirían en pagos con subrogación y se autorizaría al Estado a compensar a los ahorristas con los propios derechos que le correspondían de la liquidación de modo de cubrir sus depósitos hasta USD 100 mil.

La Ley introduciría además nuevas facultades para la SIIF en materia de supervisión y regulación de instituciones financieras. Un hito histórico para el Banco Central sería la autorización que la Ley le conferiría para sancionar a los bancos estatales. A treinta y cinco años de su fundación, el BCU quedaba finalmente habilitado a ejercer sus potestades de supervisión respecto de los bancos estatales con el mismo alcance que para el resto de las instituciones<sup>100</sup>. La negociación de la Ley en el Parlamento llevó a que se le incorporara la creación de la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario como dependencia desconcentrada en el Banco Central del Uruguay. Esta Superintendencia tendría a su cargo la gestión de un sistema de seguro de depósitos y se encargaría de la administración del patrimonio de las empresas financieras en liquidación<sup>101</sup>.

El ministro Atchugarry tejió acuerdos políticos para lograr una aprobación de la Ley por parte de todos los partidos políticos y lo consiguió. El proyecto fue aprobado por unanimidad en el Senado y por 81 de 82 diputados presentes<sup>102</sup>. Fue promulgado por el Poder Ejecutivo el 27 de diciembre.

El 31 de diciembre de 2002 el Banco Central del Uruguay resolvió liquidar los bancos Montevideo, Caja Obrera y Comercial por lo que, en aplicación de la Ley N° 17.613 recién aprobada, quedaron constituidos de pleno derecho los FRPB de los tres bancos. Debía procederse ahora a la convocatoria a la subasta de los activos de los tres fondos, en la que participaría la nueva institución autorizada a funcionar como banco, que recibiría el nombre de Nuevo Banco Comercial (NBC). El estudio de la consultora ING y los análisis efectuados por el personal gerencial del Banco Comercial (que continuaría trabajando en el Nuevo Banco) habían identificado las carteras a adquirir, pero a sugerencia de los

---

del 2,5% anual. De Brun ejemplificó la participación del Nuevo Banco en la subasta evocando una imagen de *Frankenstein* (RKO, 1931): una criatura tendida en una camilla, que levanta el brazo y dice “compro”. El Vicepresidente Vieytes sonrió y le pidió que le explicara el verdadero procedimiento. “Te lo acabo de decir”, le respondió De Brun.

<sup>100</sup> Artículo 6 de la Ley N° 17.613 de 27 de diciembre de 2002.

<sup>101</sup> Esta sección de la Ley estaba basada en un proyecto elaborado por el ex Abogado Asesor del BCU, Pablo Cajarville.

<sup>102</sup> No la votó el diputado nacionalista Jaime Trobo. El diputado por el Movimiento 26 de Marzo, Raúl Sendic, votó a favor para respetar “la unidad política” de la izquierda, pero fue crítico con la creación del Nuevo Banco. No concurrieron a sala los diputados del MPP (Búsqueda, N° 1.183, 31 de diciembre de 2002)

funcionarios del MAE del FMI, Chee Sung Lee y Steve Seelig, se le otorgó a al adquirente NBC una opción de venta (*put*) a los FRPB de hasta un cierto monto por determinado plazo de aquella cartera que identificara como con menor cobrabilidad que la prevista.

Una vez realizada la subasta, el paso siguiente fue la contratación del personal del NBC, para la cual se había contratado a KPMG para una evaluación del personal y asignación de puntajes en función de ciertos criterios predefinidos. Con el gremio bancario se había acordado la preservación en el Nuevo Banco de los porcentajes de personal sindicalizado que tenían en promedio las tres instituciones liquidadas, por lo que la lista final sugerida por KPMG fue repasada exhaustivamente entre el Vicepresidente del BCU, Miguel Vieytes, y el presidente de Banca Privada de AEBU, Juan José Ramos. Criterios de asignación similares se seguirían con el personal que permanecería trabajando en los FRPB. Para los funcionarios de los bancos liquidados que no permanecían ni en el Nuevo Banco ni en los FRPB, la Ley N° 17.613 previó la creación de un seguro de desempleo para los empleados del sector.

Ya estaba todo listo para que el NBC comenzara sus actividades, lo que finalmente ocurrió el 24 de marzo de 2003. Antes de eso, el Grupo de la Unificación había desistido de capitalizar al Banco de Crédito, por lo que el Banco Central dispuso su liquidación. En este caso también se procedió con la constitución de un FRPB. El ministro Atchugarry promovió la realización de acuerdos con los ahorristas del Banco de Crédito para maximizar el recupero de sus depósitos<sup>103</sup>, por medio de los cuales el Estado subordinaba sus derechos crediticios en la institución y los ahorristas aceptaban el rescate de sus cuotapartes en los FRPB por títulos de deuda pública a valor nominal. Este mecanismo hizo más eficiente la gestión de cobranza del FRPB del Banco de Crédito ya que permitió que la recuperación de cartera se hiciera aceptando títulos de deuda que todavía cotizaban con un fuerte descuento en el mercado secundario. De esta manera las quitas a los deudores, o al menos parte de ella, eran cubiertas por quienes vendían los títulos de deuda pública por debajo de su valor par<sup>104</sup>.

Por otro lado, el 23 de diciembre la Justicia homologó el concordato entre Banco Galicia y sus depositantes, por el que se ofrecía a éstos el pago del 3% de sus depósitos en efectivo y el resto en obligaciones negociables o certificados de depósito amortizables anualmente, a nueve años de plazo, con la garantía de Banco Galicia Buenos Aires. En el caso de CAYCU, el Banco Central aprobó su absorción por parte de COFAC. El Directorio presidido por César Rodríguez Batlle ya había decidido la liquidación de la institución financiera externa Compañía General de Negocios, también propiedad de los hermanos Rohm y sus socios.

---

<sup>103</sup> Utilizando el artículo 36 de la Ley N° 17.613 de 27 de diciembre de 2002. La aprobación por una mayoría que representara más de la mitad de los créditos contra la entidad en liquidación hacía el acuerdo extensible para todos.

<sup>104</sup> La liquidación del Banco de Crédito generó un nuevo conflicto por fuentes de trabajo entre el BCU y el gremio bancario. El ministro Atchugarry promovió una solución, según la cual por cada tres vacantes en los bancos estatales se convocaba a un llamado por un ex empleado del Banco de Crédito (acuerdo conocido como el “3x1”).

A ocho meses del inicio del feriado bancario de 2002, el sistema bancario daba sus primeros pasos hacia la normalización. Pero quedaban aún créditos a gestionar y damnificados en busca de soluciones.

## 6

Encaminada por cuerda separada la “resolución de los bancos insolventes”, las autoridades uruguayas imaginaron una salida de la crisis en tres fases: frenar la corrida bancaria, estabilizar el tipo de cambio y reestructurar la deuda en una ventana de tiempo en la que hubiese una baja concentración de vencimientos. Logrado el primer objetivo, la atención se volvía hacia la evolución del tipo de cambio. Saliendo del feriado bancario el 5 de agosto con una cotización de \$ 22,50, tras haber cerrado el lunes anterior a \$ 25, el dólar había comenzado a transitar por una senda ascendente que lo puso en \$ 28,80 a fines de agosto y que continuaría en los primeros días del mes siguiente. El día 10 de setiembre el dólar cerró en el mercado interbancario en \$ 32,35 - \$ 32,40, un valor que no volvería a registrarse hasta catorce años después. La inflación, por su parte, había sido del 5,8% en agosto, acumulando un 20% en los últimos doce meses.

Las autoridades consideraban crítico estabilizar el tipo de cambio en torno a su nuevo equilibrio antes de iniciar discusiones sobre la reestructura de la deuda, ya que, debido a su dolarización, la abrupta devaluación ocurrida entre junio y agosto había hecho saltar el ratio de deuda a producto hasta el entorno del 90%. Una de las principales cuestiones que explicaban la diferencia entre las proyecciones de sostenibilidad efectuadas por el FMI y las perspectivas del equipo económico uruguayo, en especial las formuladas por la Asesoría Macroeconómica del MEF, estaba en el supuesto que se adoptara con relación al comportamiento del tipo de cambio real. Si la depreciación del peso que vivía Uruguay entre el segundo y el tercer trimestre era una sobrerreacción en la búsqueda de un nuevo equilibrio, entonces el ratio de deuda a producto podía reducirse en forma significativa en un horizonte de tiempo de cinco años o menos. Si, en cambio, era sólo el primer paso hacia una depreciación aún más acentuada, entonces la ratio de deuda a producto se iría por encima del 100% y la carga de los intereses dificultaría su reducción posterior, haciendo la trayectoria de la deuda más inestable<sup>105</sup>.

La caída del dólar en Uruguay luego del feriado bancario se debió a que éste generó condiciones naturales de iliquidez en la plaza que obligaron a varias instituciones bancarias a vender parte de su posición en moneda extranjera el día de la reapertura de los bancos. Pero en los días siguientes hubo dos factores que impulsaron una fuerte inyección de liquidez por parte del Banco Central. Uno fue el pago de las cuentas corrientes y cajas de ahorro en pesos en los bancos suspendidos (el “FESB” en pesos).

---

<sup>105</sup> Las proyecciones del FMI incorporaban otros supuestos que hacían la trayectoria de la deuda insostenible: mantenimiento de un *spread* en el retorno requerido superior a los 700 puntos básicos por varios años, una recuperación del nivel de actividad que suponía que la caída del 15% sufrida desde 1998 era un fenómeno permanente y, consistentemente con ello, una mejora en la recaudación de impuestos muy modesta.

Otro fue el incremento de los adelantos al Estado hasta el tope de lo permitido por el artículo 48 de la Carta Orgánica<sup>106</sup>. Para contener el primero, el BCU estableció un encaje marginal equivalente al 75% del incremento de los depósitos en moneda nacional con relación al nivel al 29 de julio. De esa forma se devolvería al BCU buena parte de los fondos correspondientes a las cuentas en pesos que salían de los bancos suspendidos hacia el resto del sistema<sup>107</sup>. Pero la expansión monetaria dedicada al financiamiento del gobierno central sólo podía ser revertida mediante la colocación de Letras de Tesorería en pesos, lo cual fue haciendo gradualmente el Banco Central a lo largo de agosto y setiembre, sin poder evitar que el dólar siguiera fortaleciéndose frente al peso uruguayo.

Era necesario un choque sobre las expectativas, especialmente sobre la conducta del BROU, que en un mercado con pocas transacciones aparecía como el principal comprador. Su posición en moneda extranjera, con un saldo comprado que no llegaba a USD 100 millones, le impedía atender las necesidades de divisas de los entes públicos sin acudir al mercado de cambios. Era una situación similar a la de enero de 1982, que al igual que en aquel momento requería de una rápida intervención del BCU. De allí que en la tarde del martes 10 de setiembre el Banco Central le ofreciera al BROU la celebración de contratos de venta de dólares a término, bajo una modalidad de liquidación de la diferencia cambiaria al vencimiento, sin entrega de divisas (NDF, *non-delivery forwards*). De esta forma el BROU podía vender dólares a clientes del Estado u otros, sin tener que cubrir su posición comprando en el mercado. Las reservas internacionales del BCU tampoco quedaban comprometidas en la operación, ya que al vencimiento del contrato no se entregaban los dólares, sino que la parte que correspondiera pagaba la diferencia entre el precio pactado en la operación a término y el tipo de cambio de ese día<sup>108</sup>.

---

<sup>106</sup> El feriado bancario y las medidas adoptadas el 4 de agosto habían dejado a la Dirección General Impositiva con un importante volumen de cheques contra cuentas en los bancos suspendidos, lo que afectó negativamente la recaudación de los impuestos con vencimiento cercano al fin de mes.

<sup>107</sup> También se estableció un encaje marginal equivalente al 100% del incremento de depósitos en moneda extranjera, con el fin de mantener como colchón de liquidez local los fondos del FESB que se aplicaban al rescate de las cuentas en dólares de los bancos suspendidos, en la medida que se transformaran en depósitos en otros bancos del sistema. Dado su fuerte efecto distorsionante, el encaje marginal se adoptó como medida transitoria. Al mes siguiente se lo sustituyó por un encaje promedio más elevado, tanto para moneda nacional como para moneda extranjera.

<sup>108</sup> Como en todos los contratos a término celebrados en esa época entre el BCU y el BROU el tipo de cambio *forward* terminó siendo mayor al valor de mercado del dólar en la fecha de terminación, el pago de la diferencia corrió por cuenta del BROU al Central. De todos modos, el BROU tenía esa “pérdida” cubierta por la inversión en Letras de Tesorería (o de Regulación Monetaria emitidas por el BCU) que efectuaba con los pesos que no destinaba a comprar dólares “contado” el día del contrato, ya que la cotización *forward* se determinaba en base al interés pagado por una Letra con igual término.

El uso de los contratos a término entre el BCU y el BROU no le agradaba de los integrantes de la misión del FMI. Es cierto que existían antecedentes, como el de la crisis brasileña de 1999, en los que el banco central sufrió fuertes pérdidas por operaciones a término realizadas para intervenir en el mercado de cambios. Sin embargo, en el caso de Brasil, la cotización *forward* no guardaba relación con el valor de arbitraje dado por tipo de cambio contado y el diferencial de tasas de interés entre la moneda nacional y el dólar, cosa que sí ocurría en las operaciones entre el BCU y el BROU.

El mecanismo eludía, pero no violaba, el compromiso de la *side letter* del 4 de agosto, que establecía que “el BROU conducirá todas sus transacciones en moneda extranjera a través del mercado de cambios, sin

La desaparición del BROU como comprador a partir del miércoles 11 revirtió la tendencia alcista del dólar. Su precio caería a algo más de \$ 27 a lo largo de la semana siguiente, mientras el Banco Central presionaba sobre la liquidez existente colocando Letras a tasas que llegaron a ser del orden del 160% anual.

Con el dólar estabilizado, el Banco Central inició su primera etapa en la transición a un nuevo esquema de política monetaria. Fue un período experimental, que abarcó el cuarto trimestre de 2002, en el cual se evaluó la capacidad del BCU de cumplir una meta preestablecida de base monetaria para el trimestre, que no se anunció públicamente<sup>109</sup>. La ejecución del programa de evolución de la base monetaria durante el trimestre con un grado razonable de precisión, en un contexto donde, además, la inflación se desplomaba de 71,5% anualizada en el tercer trimestre a 11,1% en el cuarto, dio impulso al Banco Central para anunciar públicamente la aplicación del nuevo régimen monetario en el año 2003<sup>110</sup>.

La política monetaria aplicada por el Banco Central durante el año 2003 entra en la categoría de “reglas fijas sobre instrumentos”, es decir, se aplicó una meta operativa sobre una variable sobre la que el Banco Central tenía un alto grado de control (la base monetaria, definida de cierta manera) al punto de poder ser considerada un instrumento de política<sup>111</sup>. Se trataba de una regla “fija”, pues la evolución de la base monetaria se preanunciaba cada tres meses con un horizonte de un año sin admitir ajustes durante el trimestre siguiente en función del comportamiento de otras variables económicas, como el nivel de actividad o la inflación<sup>112</sup>. Como se dijo, el objetivo del Banco Central era construir credibilidad en torno a su capacidad de conducción de la política monetaria y por lo tanto no se hizo compromiso sobre nada que el Banco Central no tuviese una expectativa razonable de cumplir<sup>113</sup>.

---

recurso a las reservas internacionales del Banco Central”, ya que la operación se realizaba bajo la modalidad *non-delivery*, liquidándose la diferencia a favor de la parte acreedora en moneda nacional.

<sup>109</sup> Se utilizó una definición de base monetaria “restringida”, que deduce de los pasivos monetarios del BCU las cuentas del gobierno central y Banco de Previsión Social en el BROU. Como estas cuentas debían tener un encaje del 100%, se las consideraba como si estuviesen depositadas en el Banco Central, reduciendo los depósitos a la vista del BROU en el Banco Central en un monto por el cual no podía disponer libremente.

<sup>110</sup> El nuevo régimen de política monetaria fue anunciado por el Presidente del BCU en oportunidad del tradicional foro organizado por la Asociación Cristiana de Dirigentes de Empresa (ACDE), el 27 de diciembre de 2002. Su anuncio fue seguido de una presentación ante periodistas por parte de Umberto Della Mea.

<sup>111</sup> El instrumento de política es, en realidad, la colocación o amortización de Letras de Tesorería o de Regulación Monetaria.

<sup>112</sup> Terminado el primer trimestre de 2003, se resolvió aumentar las metas de base monetaria para el resto del año respecto de la proyección anunciada a fines de 2002 debido al aumento en la demanda de dinero observado en el período. Para el resto del año se privilegió el objetivo de estimular el desarrollo del mercado de moneda nacional, bajando los encajes sobre depósitos en pesos hasta que fueran sensiblemente menores a los aplicados sobre los depósitos en moneda extranjera. Se dispusieron cuatro rebajas de encaje durante el año, desde julio a octubre. El encaje sobre depósitos a la vista (y plazos menos a treinta días) bajó en ese lapso de 27,5% a 17%, con movimientos acordes en el resto, especialmente para los plazos menores a 180 días.

<sup>113</sup> De hecho, la meta de crecimiento de base monetaria para 2003 se estableció en 15,9%, lo que se estimaba consistente con una inflación del 27%. La meta de base se cumplió, pero la inflación terminó siendo del 10,2%.

La introducción del régimen de metas de base monetaria supuso un esfuerzo de coordinación y trabajo conjunto de las gerencias de Investigaciones Económicas, Operaciones y Política Monetaria.

## 7

Como se intentó reflejar en la *side letter* que acompañaba la Carta Intención firmada el 4 de agosto, la intención de las autoridades uruguayas era mantenerse al día con sus compromisos con los tenedores títulos de deuda pública hasta que pudiera acordarse un “reperfilamiento” de la deuda<sup>114</sup>. Por ello era deseable implementar la transacción en las ventanas de tiempo que no concentraban grandes servicios de deuda. La más inmediata era entre octubre y noviembre de 2002, entre los vencimientos de las series 28 y 29 de Bonos del Tesoro con tasa variable locales, cuyo circulante era un poco mayor a USD 65 millones cada una. La otra, inmediatamente luego de febrero de 2003, tras el vencimiento del Bono Previsional 2003, cuyo circulante era de USD 160 millones. Este último aparecía en el horizonte como una valla difícil de sortear, lo que hacía conveniente lanzar la operación antes de fin de 2002.

Pero las condiciones no eran del todo propicias. Internamente se había alcanzado una frágil estabilidad en los depósitos y en el mercado de cambios, que cualquier anuncio sobre la deuda que fuera mal recibido por el mercado podía romper. Los últimos datos disponibles sobre la situación fiscal no eran buenos y la actividad mostraba una caída de dos dígitos<sup>115</sup>. El riesgo país había descendido por debajo de los 2000 puntos básicos luego de la aprobación del paquete de ayuda a Uruguay, pero las noticias de los fuertes atrasos con proveedores de la Administración Central en que se había incurrido en agosto generaron nuevamente caídas en los precios de los bonos. Además, el inminente triunfo de Lula en las elecciones en Brasil que tenía una elevada concentración de vencimientos de deuda en el corto plazo y que enfrentaba niveles de riesgo país similares a los de Uruguay, provocaba una elevada incertidumbre y un sentimiento adverso hacia los países emergentes en los mercados.

En cuanto al FMI, las distintas visiones presentes en su Directorio sobre los mecanismos de solución de crisis financieras dificultaban un rápido apoyo del organismo a una estrategia como la promovida por Uruguay. Las sillas europeas seguían reclamando un mayor involucramiento del sector privado en el costo de la salida de las crisis. En cambio, la mayoría de las sillas de los países emergentes eran más proclives a continuar usando el “enfoque catalítico”. Su postura, debilitada tras la crisis argentina de 2001, se había visto fortalecida por los primeros resultados favorables del Plan de Agosto en Uruguay.

Estados Unidos mantenía una postura ambivalente: contrario a los rescates como los de la era Clinton, pero dispuesto a una acción guiada por sus intereses geopolíticos. Por un lado, la propuesta de la Subdirectora Gerente, Anne Krueger, que en un principio

---

<sup>114</sup> Anglicismo no reconocido por la Real Academia que se constituiría en el nombre oficial de la operación.

<sup>115</sup> Al menos, en la versión preliminar con base 1997. Los datos revisados, con base 2005, mostrarían una caída menor.

reflejaba la visión de la Administración norteamericana sobre los mecanismos de resolución de deuda soberana, recibía un espaldarazo en la reunión del Comité Financiero Internacional de setiembre de 2002. Pero por otro, el Subsecretario del Tesoro, John Taylor, había presentado en abril de ese año su propuesta de inclusión de las cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda soberana, describiéndola como la “visión de Estados Unidos” del problema (Taylor, 2002).

En el MEF, la OPP y el BCU sabían que Uruguay debía prepararse para algo que parecería un largo asedio. La tesitura del FMI no sólo implicaría una demora en la aprobación de la Segunda Revisión del programa, prevista para octubre, sino también retrasos en los desembolsos de los demás multilaterales: el BID y el Banco Mundial. Para poder defender su estrategia para la solución al problema de la deuda, era vital estirar al máximo los recursos existentes. El FESB, descontados los casi USD 400 millones destinados al rescate de las cuentas a la vista en los bancos suspendidos, se erguía como un árbol cuyo fruto estaba prohibido para nada que no fuera respaldar los saldos en cuenta corriente y caja de ahorro en el BROU y BHU existentes a fines de julio. Para los movimientos posteriores, el respaldo disponible no era más que el que las instituciones financieras ofrecen en tiempos normales. Si los depósitos en el sistema bancario se estabilizaban o, mejor aún, aumentaban, parte de ello se vería reflejado en las reservas internacionales del BCU. Esto mejoraría las condiciones de liquidez y, eventualmente, podría contribuir a reducir el riesgo país, facilitando otras alternativas de financiamiento. Con un dólar contenido en base a una férrea contracción monetaria, las esperanzas de las autoridades del Banco Central estaban puestas en el aumento estacional de la demanda por pesos uruguayos que normalmente se produce en los últimos meses del año, especialmente diciembre. Si fuera así, el Banco Central podría tentar una nueva incursión en el mercado de cambios y reponer los dólares que hubiese vendido al gobierno central para pagar obligaciones. Esto daría margen para alcanzar un acuerdo con el FMI sobre el tema de la deuda antes del 10 de febrero de 2003, fecha en que los USD 160 millones de circulante del Bono Previsional 2003 se elevaban como un obstáculo infranqueable.

Alejar cualquier perturbación que afectara el comportamiento de los depositantes era, por lo tanto, la primera preocupación del BCU. El clima político no era favorable, pues en setiembre el Directorio del Partido Nacional dio por terminada la coalición que hasta el momento había asegurado mayoría parlamentaria al gobierno de Batlle, retirando sus representantes en el gabinete ministerial. Una fuente inmediata de ruido era el vencimiento previsto para el 10 de setiembre de la Serie 28 de Bonos del Tesoro, emitida localmente, con un circulante del orden de los USD 60 millones. Diversos analistas alertaban sobre el impacto que dicha emisión tendría sobre la evolución de las reservas internacionales y la reacción que los depositantes podrían tener frente a ello. Los depósitos de residentes cayeron USD 19 millones entre el jueves 5 y el martes 10 de setiembre. El riesgo país, que a partir de la ayuda internacional al Plan de Agosto había caído de casi 3000 puntos básicos a menos de 1800, durante los primeros días de setiembre había vuelto a acercarse a 2000 puntos.

Por otra parte, en cumplimiento de lo dispuesto por la Ley de Fortalecimiento del Sistema Financiero el BHU debía traspasar al BROU todos sus depósitos en moneda extranjera. Por las cuentas corrientes y cajas de ahorro, la Ley preveía que, en contrapartida, el BROU recibiría un crédito contra el FESB. Se decidió efectuar el traspaso de esas cuentas en una primera etapa, que involucraba algo más de USD 90 millones, en fecha coincidente con la de amortización de la Serie 28 de Bonos del Tesoro. El Banco Central dispuso que con los fondos recibidos del FESB por el BROU se constituyera un certificado de depósito a 370 días, lo que implicaba contablemente una mejora tanto de los activos de reserva publicados diariamente como de las “reservas programas” utilizadas para evaluar el acuerdo con el FMI.

La Serie 28 estaba documentada, en más de un 90% de su circulante, en láminas físicas que se pagaban al portador en el mostrador al público del Banco Central, en la planta a la que se ingresa por la Diagonal Fabini. Desde una media hora antes de la apertura al público a las 10 de la mañana, una cola de tenedores de bonos había comenzado a formarse en la entrada. Para la hora 10, la cola había sobrepasado la Diagonal y doblaba la esquina con la calle Florida.

La superposición de la transferencia del BHU al BROU con la amortización de la Serie 28<sup>a</sup> anuló el efecto negativo que ésta hubiese tenido en las reservas internacionales. Al día siguiente el Banco Central difundió el dato de que, lejos de la caída esperada en el mercado, los activos de reserva habían aumentado a USD 819 millones el martes 10, contra USD 773 millones al cierre del lunes 9. Durante el mes de setiembre, el Banco Central efectuó pagos por cuenta del gobierno central en concepto de amortizaciones intereses de deuda pública del orden de los USD 120 millones<sup>116</sup>, pero logró mostrar un aumento de los activos de reserva de USD 55 millones<sup>117</sup>. En el último trimestre del año los activos de reserva aumentaron otros USD 38 millones<sup>118</sup>.

Huérfano de ese apoyo de los multilaterales, el sector público había seguido buscando formas de financiarse. La colocación de Letras de Tesorería en pesos fue el recurso más normal, pero eran de corto plazo y con un alto costo financiero, más allá que la tasa promedio de las licitaciones fue cayendo de valores superiores al 150% anual a

---

<sup>116</sup> Además de la amortización final de la Serie 28, el Banco Central debió afrontar en setiembre amortizaciones parciales de otras series. Los bonos locales emitidos hasta fines de los noventa solían otorgar al tenedor la opción de solicitar anualmente la amortización, a valor nominal, de un porcentaje del circulante de la Serie. En los tiempos del grado de inversión esos bonos cotizaban sobre la par y no era conveniente, por lo tanto, ejercer la opción de rescate. Pero durante 2002 ese derecho fue ejercido sistemáticamente por los bonistas, por la porción correspondiente a ese año.

<sup>117</sup> La posición en moneda extranjera, sin embargo, sufría un deterioro pues los activos de reserva se sostenían contrayendo obligaciones en moneda extranjera contra el sistema bancario. Eso era una fuente potencial de inestabilidad en el sistema que, llegado el momento, debía corregirse comprando dólares en el mercado.

<sup>118</sup> Ello ocurrió habiéndose pagado USD 230 millones de amortizaciones de Letras de Tesorería emitidas en la segunda mitad del año 2000, alrededor de USD 68 millones por la amortización final de la Serie 29 de Bonos del Tesoro en diciembre, más otras amortizaciones parciales de bonos locales, intereses e incluso servicios de deuda con los organismos multilaterales, que habían dejado de hacer desembolsos para Uruguay desde agosto. Incluso, el FMI cobró casi USD 40 millones por recompras de pesos uruguayos por DEG en setiembre y diciembre.

comienzos de setiembre hasta un nivel un poco por debajo del 70% anual a fines de diciembre.

El BCU dio el primer paso en el intento de desarrollar un mercado para los instrumentos en pesos con ajuste por inflación al licitar el 25 de setiembre una Letra de Regulación Monetaria en unidades indexadas (UI) a tres años de plazo, por un valor nominal de 48 millones de unidades indexadas<sup>119</sup>. A diferencia de las Letras de Tesorería licitadas semanalmente, por las que el Banco Central asignaba a cada oferente letras por el precio propuesto (licitación discriminatoria), en estas nuevas Letras en UI se utilizó por primera vez el mecanismo de subasta “holandesa”, por el cual todas las ofertas ganadoras eran remuneradas por el mayor rendimiento aceptado (tasa de corte)<sup>120</sup>.

El 17 de octubre los gerentes de Política Económica y de Operaciones, Umberto Della Mea y Ariel Fernández, presentaron en la Bolsa de Valores de Montevideo una Letra en Unidades Indexadas, con plazo de un año e interés del 8% más la inflación, cuyo retorno medido en dólares no podía ser menor a la tasa Libor a un año más 2%, pero la iniciativa fue recibida con desinterés y el título nunca pudo ser colocado<sup>121</sup>. El episodio fue una muestra de la reticencia imperante en el mercado para otorgar financiamiento al sector público a un plazo más largo que unos pocos meses.

Las dificultades en obtener financiamiento por vías normales en el mercado obligaron a las autoridades a ser más creativas. En noviembre el ministro Atchugarry llegó a un acuerdo con las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional para efectuar un canje según el cual éstas adquirirían un Bono en unidades indexadas a diez años, que pagaría un cupón del 7% anual. En la operación, por USD 173 millones, la Serie 1 de Bonos en UI fue integrada por USD 36 millones en efectivo, USD 91 millones en valores públicos con vencimientos menor a un año y USD 46 millones de colocaciones de las AFAPs en los bancos Comercial, Montevideo y Caja Obrera<sup>122</sup>. Días después se concretó otra

---

<sup>119</sup> La unidad indexada había sido creada por el Decreto N° 210/002 de 12 de junio de 2002. Es una unidad de cuenta cuyo valor inicial al 1° de junio de 2002 era de \$ 1, que se va ajustando diariamente en función de la variación de precios al consumo en el mes anterior. Por Ley N° 17.761 de 12 de mayo de 2004 esta unidad de cuenta y su mecanismo de ajuste adquirió rango legal. A la fecha de emisión de esta Letra, la UI valía \$ 1,1321, por lo que el producido fue equivalente a poco más de \$ 56 millones.

<sup>120</sup> En rigor, estas “Letras” que pagaban un cupón semestral no debían llamarse tales, ya que esa denominación suele reservarse para instrumentos a descuento. Posteriormente el BCU ajustaría la terminología, denominando “Letras” a los instrumentos a descuento y “Notas” a los que prevén pagos de cupón, amortizables o no, con un plazo máximo de cinco años. Para plazos mayores se utilizaría el término “Bonos”.

<sup>121</sup> Los corredores de Bolsa, a los que se ofreció una comisión por la colocación del título, valoraban el rendimiento prometido como “muy bajo”, pues comparaban la protección en dólares con el rendimiento de un título emitido en esa moneda. En realidad, de haberse colocado, el título hubiese otorgado a sus compradores un rendimiento en dólares del 15% anual. Por otra parte, reclamaron a Della Mea y Fernández que el gobierno diera “garantías” por honrar una obligación del propio gobierno (Búsqueda N° 1.173, 24 de octubre de 2002).

<sup>122</sup> La gerente de Mercado de Valores y Control de AFAPs del Banco Central, Rosario Patrón, actuó como mediadora en la negociación. La valuación, efectuada por el funcionario Adolfo Sarmiento, permitió demostrar que las AFAPs recibían por el nuevo instrumento en UI una remuneración acorde a las condiciones de mercado. Esto descartaba tanto posibles observaciones del Tribunal de Cuentas, en cuanto a que se trataba de una transacción que rescataba sin respaldo legal la inversión de las AFAPs en los bancos suspendidos, o de las calificadoras de riesgo, que podían considerarla un canje “forzoso”, lo que hubiese puesto a toda la deuda uruguaya en *default*. Sarmiento analizó también la distribución del bono entre las

operación de canje de títulos con vencimiento en el corto plazo por un instrumento con plazo mayor con el Banco de Seguros del Estado (BSE).

La presión sobre la liquidez permitió al Banco Central del Uruguay estabilizar el tipo de cambio entre \$ 27 y \$ 27,50 en el último tercio del año, lo que facilitó que realizara intervenciones compradoras por un monto de alrededor de USD 100 millones entre octubre y diciembre, las tres cuartas partes de los cuales fueron realizadas en el último mes. Con un aumento de USD 139 millones en los depósitos del sector privado en moneda extranjera durante diciembre (USD 62 millones de residentes y USD 77 millones de no residentes), la corrida bancaria parecía cosa del pasado. Pero en el equipo económico tenían claro que diciembre era una roca de la que deberían saltar, en medio de un mar embravecido sin tierra a la vista. Extremando la tensión sobre la posición en moneda extranjera del BCU, se había ganado tiempo en la pulseada con el FMI, pero la hora de las definiciones se acercaba.

## 8

Uruguay buscó cumplir rápidamente, aunque más no fuera en lo formal, con los compromisos asumidos en la *side letter* de la deuda el 4 de agosto. A fines de agosto se contrató a Deutsche Bank y Merrill Lynch para que actuaran como agentes financieros de la operación de “reperfilamiento”, mientras que el asesor jurídico de la República sería, como era habitual, el estudio CGS&H. La Asamblea Anual del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, celebrada ese año en Washington entre el 25 y el 29 de setiembre, fue la oportunidad para que la delegación uruguaya tuviera su primer encuentro con el segundo Vicedirector Gerente del FMI, Eduardo Aninat, y el Director de WHD, Anoop Singh, luego de la agitada negociación de fines de julio y comienzos de agosto.

Con relación al tema de la deuda, los representantes uruguayos se limitaron a anunciar que se había contratado a los asesores financieros y que se estaba trabajando en una propuesta, que muy pronto se pondría a consideración del FMI. Se aprovechó la oportunidad para describir como “frágil” a la estabilidad alcanzada en los depósitos del sistema bancario, advirtiendo que cualquier anuncio que pudiera interpretarse como “agresivo” en cuanto a la deuda podía quebrar la poca confianza recuperada y disparar otra corrida. Aninat entendió el mensaje implícito (nada de *default*) y requirió a los miembros del *staff* presentes que tomaran nota de la inquietud, con el fin de tener una respuesta para esa eventualidad.

La reunión de setiembre fue el escarceo característico entre duelistas que miden sus fuerzas antes de iniciar el combate. Durante los dos meses siguientes se desarrolló la discusión sobre la propuesta de Deutsche Bank y Merrill Lynch. Esta era simple. Según su diagnóstico, Uruguay sufría de un problema de liquidez que debía resolverse con una rápida operación en la que los bonos de vencimiento más cercano (en el horizonte 2003-

---

AFAPs, a efectos de lograr la mayor uniformidad posible en el devengamiento de los resultados en cada fondo previsional.

2006) lo extendieran en unos cinco años, en promedio. Para incentivar la participación sin incrementar los pagos de cupón, se ofrecía a los bonistas un pequeño incentivo de caja inicial. Los asesores presentaron un sólido caso en el que Uruguay ganaba tiempo para esperar el desarrollo de los acontecimientos en Brasil y cómo el mercado asimilaba el triunfo de Lula en ese país. Siempre había tiempo para una cirugía más profunda si la operación no tenía el éxito esperado inicial<sup>123</sup>.

Al FMI no le agradó la propuesta de Uruguay. No sólo no tenía la reducción en su peso como porcentaje del PBI que el organismo esperaba, sino también se le solicitaba al Fondo que financiara la caja inicial, o *sweetener*, a ofrecer a los bonistas. La conclusión fue un rechazo a la propuesta, que dejaba en suspenso la aprobación de la Segunda Revisión del programa.

Otras condicionalidades del Programa venían registrando avances importantes. La salida “a la uruguaya” del problema de los bancos, la particular interpretación del alcance del término “resolución” en la Carta Intención, estaba siendo analizada con atención por los funcionarios del MAE, Steve Seelig y Chee Sung Lee. Ellos comenzaron a trabajar codo a codo con Barrán y el personal de la SIIF para dar una estructura sólida y creíble al banco que resurgiría de las cenizas del Comercial, Montevideo y Caja Obrera. También dedicaron tiempo a estudiar con ahínco las distintas propuestas de capitalización del Banco de Crédito, dando su visto bueno a las exigencias planteadas por Barrán y su equipo.

No había pues otra objeción posible a la marcha del programa del FMI con Uruguay que la cuestión de la reestructura de la deuda soberana.

Durante una reunión en diciembre en las oficinas centrales del FMI, que involucró al equipo económico en pleno, el Subdirector Gerente Eduardo Aninat concluyó que la propuesta presentada por los asesores financieros era “totalmente insuficiente”. Reconoció el derecho soberano de Uruguay a seguir su propio camino, pero sin contar con el apoyo del FMI. El ministro Atchugarry intentó mantener los puentes tendidos, pidió tiempo para reflexionar y advirtió: “aquí si nos equivocamos perdemos todos y por tanto tenemos que ayudarnos mutuamente”<sup>124</sup>.

Desde el punto de vista de las autoridades uruguayas, se sabía que la propuesta presentada al Fondo era mejorable. La preocupación radicaba en que, en ninguna de las

---

<sup>123</sup> “Para qué amputar la pierna sin probar antes tratamientos menos severos”, fue la frase con que se ejemplificó la estrategia (Steneri, 2011)

<sup>124</sup> Steneri (2011). En la reunión participó Matthew Fisher, un cercano colaborador de Anne Krueger en el diseño del SDRM. Éste presentó la esencia de lo que debía ser el procedimiento de reestructura de la deuda, en la visión de los partidarios de un enfoque estatutario para la solución de los problemas de coordinación entre acreedores. Un punto destacado de su argumento era la necesidad de que Uruguay dejase de pagar sus servicios de deuda, lo que se inscribía en la línea de algunos funcionarios del FMI que no veían otra forma de inducir la participación de un número elevado de acreedores en la reestructura (Krueger, 2003 y Fisher y Krueger, 2003). Para evitar posibles impactos negativos del anuncio de la reestructura en la confianza del público en el sistema financiero, Fisher también recomendó “acompañar la cesación de pagos con una congelación de las cuentas bancarias del sistema, hasta que se llegue a un acuerdo con los acreedores”. La sugerencia de aplicar controles a los movimientos de capital, a través de restricciones en el mercado de cambios o congelamiento de cuentas bancarias es común en documentos del FMI de la época. Véase, por ejemplo, FMI (2000).

reuniones con representantes del FMI éstos habían revelado qué esperaban recibir de parte de Uruguay.

A finales de 2002 el presidente Batlle solicitó a Carlos Steneri que visitara al Vicepresidente de Citigroup, William Rhodes, para consultar su visión sobre las tratativas de Uruguay con el FMI y, de paso, sondear la posibilidad de integrar al Citi al grupo de asesores financieros de la República. El prestigio ganado por Bill Rhodes desde las negociaciones en la crisis de la deuda de los ochenta podía ayudar a reforzar el apoyo del sector privado y la atención del sector oficial a la postura de Uruguay. Eso se volvió más imperativo a comienzos de enero de 2003, cuando el gobierno uruguayo recibió señales del Departamento del Tesoro de que en esta oportunidad debería resolver por sí solo sus diferencias con el *staff* del FMI. Sólo con una nueva propuesta de reestructuración de la deuda podría Uruguay volver a reclamar la atención del Departamento del Tesoro y solicitar su apoyo en las instancias decisivas de la negociación.

A finales de enero, con el propósito declarado a la prensa de revisar diversos aspectos de los contratos de préstamos del BID y el Banco Mundial, Isaac Alfie y Ariel Davrieux viajaron a Washington para convencer a éstos de la lógica de la estrategia de Uruguay y solicitar su respaldo frente al FMI. También participaron junto con Steneri y David Vogel en la presentación de la nueva propuesta de reestructura delineada por Citigroup y Deutsche en las oficinas del FMI, el 30 de enero. Sin estar del todo convencidos, pues aún diferían en los supuestos utilizados para la sostenibilidad de la deuda, los funcionarios del FMI, liderados por Markus Rodlauer, reconocieron un avance en la propuesta de Uruguay y quedaron en tener una nueva instancia de conversaciones en los días siguientes.

Mientras tanto, seguían los esfuerzos del Banco Central en la búsqueda de financiamiento para el gobierno central, con la mira puesta en el vencimiento del Bono Previsional 2003 en febrero. En los primeros días de enero se logró colocar a través de la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA) una Letra de Tesorería en dólares, a treinta días. Pese a lo modesto del monto y lo breve del plazo, era tan grande el contraste con el rechazo recibido frente a una iniciativa similar unos meses atrás que la colocación fue celebrada como un éxito. En las semanas siguientes se seguirían haciendo nuevas colocaciones que en febrero serían renovadas con alargamiento de los plazos a dos y tres meses.

Pero las demoras en la aprobación por parte del FMI de la Segunda Revisión del programa, cuando ya se había pasado la fecha de la Tercera, alimentaban las especulaciones sobre la interrupción del apoyo del Fondo a Uruguay. El motivo no podía ser otro que el de la deuda soberana, ya que todos los compromisos asumidos y hechos públicos por Uruguay en la Carta Intención de agosto de 2002 tenían un razonable grado de cumplimiento. Ni siquiera la estrategia de resolución “a la uruguaya” de los bancos suspendidos podía seguir utilizándose como justificativo del retraso por parte de las autoridades (como se hizo hasta fines de 2002), pues con la aprobación de la Ley de diciembre ése era ya un proceso encaminado.

De esta forma los rumores sobre un posible *default*, seguido de la congelación y pesificación de los depósitos empezaron a ganar fuerza en la plaza financiera local, conforme se acercaba la fecha de vencimiento del Bono Previsional 2003. Con escasa oferta de dólares provenientes del turismo, debido al complicado panorama económico en Argentina, el dólar se valorizó un 2,1% respecto del peso uruguayo en el promedio de enero respecto a diciembre y 4,3% comparando fines de mes. La ausencia de vendedores dificultaba al Banco Central continuar con sus compras de dólares como lo había hecho en diciembre de 2002.

Por razones diversas, que iban desde las órdenes de ventas de bonos uruguayos dispuestas por un banco de inversión hasta supuestas presiones políticas sobre el BROU para refinanciar las deudas con el sector agropecuario, la tensión local alcanzó su clímax el jueves 30 de enero, cuando a las tres de la tarde el público comenzó a agolparse en los mostradores del Banco República primero y de todos los demás bancos después, solicitando retiros de sus depósitos. Siendo verano, las agencias de los bancos en las zonas balnearias abrían al público hasta más tarde en la noche, por lo que luego del horario normal en Montevideo un tránsito numeroso colmó la ruta hacia Punta del Este, para poder efectuar retiros allí.

Para las autoridades del Banco Central era la oportunidad de testear las aún precarias barreras de defensa edificadas luego de agosto de 2002. Antes que exponerse a otro largo proceso de retiros como el del primer semestre del año anterior, que podía echar por tierra toda la estrategia que se estaba montando para “reperfilar” la deuda, se consideró preferible dejar eclosionar el pánico ofreciendo al público todos sus depósitos, si eso lo tranquilizaba<sup>125</sup>. Al mismo tiempo se ponía a disposición del BROU el acceso al FESB para compensar sus retiros de depósitos de modo de minimizar el impacto de la corrida sobre el dato de reservas internacionales que se divulgaría al día siguiente<sup>126</sup>.

Entre el jueves 30 de enero y el lunes 3 de febrero se retiraron depósitos por casi USD 300 millones, una intensidad comparable a la de los peores días de la corrida del año anterior. Pero merced al uso del FESB como “cortafuegos” se pudo mostrar una variación nula de activos de reservas el jueves 30 y caídas de sólo USD 20 millones el viernes 31 y el lunes 3, que en comunicados a la prensa se aclaró que correspondían a pagos de servicios de deuda.

---

<sup>125</sup> El presidente del BCU llegó a consultar a algunos gerentes de bancos privados y directores del BROU si consideraban que el motivo de la corrida era el temor sobre el cumplimiento del pago del Bono Previsional 2003, en cuyo caso estaba dispuesto a anunciar la posibilidad de rescatarlo anticipadamente, con el correspondiente descuento del cupón. Las personas consultadas sopesaron la propuesta, pero finalmente sugirieron que dado que los motivos de la corrida eran tan vagos, era mejor no alterar los procedimientos normales.

<sup>126</sup> Para el caso de los bancos privados, se había acordado un mecanismo según el cual éstos afectaban una parte de sus recursos de Tesorería como si estuvieran depositados en el Banco Central, los cuales eran precintados adecuadamente y auditados por personal del BCU. De esta forma se los computaba como activos de reserva, aunque físicamente no estuviesen en el Tesoro del Banco Central. El Gerente General del BCU, Gualberto De León, prodigó sus llamadas a los gerentes generales de los bancos privados al cierre de los días 30 de enero y siguientes para maximizar los “depósitos” constituidos de esa forma en el BCU.

La eficacia con que las entidades bancarias públicas y privadas respondieron a la avalancha de retiros, su prácticamente nulo impacto en el dato divulgado diariamente sobre las reservas internacionales y la aparente indiferencia de las autoridades del BCU sobre el fenómeno se combinaron para quitar fuerza a la corrida. Entre el martes 4 y el jueves 6 los retiros se redujeron a USD 20 millones diarios y el viernes 7 ya aumentaron los depósitos. Se había ganado la batalla, pero fue una victoria pírrica. Se había quebrado la tendencia ascendente de los depósitos y el riesgo país había vuelto a dispararse por encima de los dos mil puntos. Las defensas de la Ley de Fortalecimiento del Sistema Bancario habían funcionado, pero habían quedado debilitadas y ahora se venía, además del vencimiento del Bono Previsional 2003, una seguidilla de pagos de servicios de deuda hasta fines de marzo.

A mediados de enero, con Citigroup incorporado al equipo de asesores<sup>127</sup>, había comenzado a delinearse junto con Deutsche Bank y el estudio jurídico CGSH una nueva propuesta de reestructura, más amplia que la presentada en octubre, que en líneas generales extendía el vencimiento del 75% a 90% del valor nominal de los bonos originales en cinco años, conservando los intereses pactados, mientras que el 10% a 25% restante se incluía en bonos a tasa fija a diez, quince o veinte años. Inicialmente no se incluía en el “reperfilamiento” a las series con vencimiento original en 2021 o 2027. Los pormenores de la propuesta se discutieron con una misión del FMI en Montevideo durante una reunión celebrada el 9 de febrero en las oficinas del BCU. El encuentro estaba precedido de algunos hechos alentadores. Tras un periplo de Alfie y Davrieux por las oficinas del BID y el Banco Mundial en enero, estos organismos habían resuelto efectuar, cada uno por su lado e independientemente del FMI, su propio análisis sobre la sostenibilidad de la deuda uruguaya.

Sus conclusiones fueron transmitidas en Montevideo por los responsables de los respectivos estudios, el Director del Banco Mundial para Argentina, Chile, Paraguay y Uruguay, Axel Van Trotsenburg, y el Asesor Económico del Banco Interamericano de Desarrollo, Eduardo Fernández-Arias, al Jefe de la misión del FMI en Uruguay, Gilbert Terrier. Sus resultados se apartaban sensiblemente de las proyecciones que manejaba el FMI y se aproximaban a los números defendidos por el ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay. Tanto Fernández-Arias como Van Trotsenburg coincidieron en manifestar a Terrier que ni el BID ni el Banco Mundial compartían la tesitura del Fondo Monetario respecto de la reestructura de la deuda uruguaya. El propio Terrier mostraría en los próximos días su reconocimiento de que el diferimiento de pagos de capital incluido en la propuesta de Uruguay operaba como una reducción de la deuda en valor presente neto, si se la descontaba a las tasas de mercado vigentes (con un riesgo país del orden de los 2.000 puntos)<sup>128</sup>.

Pese a que permanecían las diferencias de enfoque, las posiciones parecían comenzar a converger. Con ese contexto comenzó la reunión del domingo 9 de febrero en la sala de

---

<sup>127</sup> A través de la unidad de banca de inversión Salomon Smith Barney (SSB). Este nombre dejaría de utilizarse en octubre de 2003.

<sup>128</sup> Las autoridades uruguayas comenzarían a recibir planteos del FMI en cuanto a reducir la tasa de interés, además de postergar el pago de capital, a lo que se negaron.

Directorio del Banco Central entre la delegación del FMI y los miembros del equipo económico y sus asesores. La mañana fue dedicada a revisar la proyección de caja del sector público en el corto plazo la que, según el FMI, aún con el corrimiento de vencimientos de la deuda quedaba una brecha de financiamiento de unos USD 100 millones. Davrieux y Alfie explicaron diversas medidas fiscales que el gobierno estaba procurando llevar adelante. Con ellas se proyectaba cerrar el *gap* financiero de corto plazo.

Aparentemente superada esa etapa, la discusión pasó a la propuesta de la reestructura de deuda. El FMI quería mayores explicaciones sobre los mecanismos jurídicos que Uruguay pensaba incorporar en la transacción para promover la participación de los acreedores. Asimismo, comenzaron a evaluarse alternativas para lograr, a los ojos del FMI, una mayor reducción en el valor presente de la deuda. Cerca del final de la larga jornada, el ministro Atchugarry comenzó a exigir de parte de la misión del FMI una definición sobre la propuesta uruguaya, pues aspiraba a tener una definición sobre el tema coincidentemente con la amortización del Bono Previsional 2003, que se haría al día siguiente, lunes 10. Terrier y el representante residente del FMI en Uruguay, Andreas Bauer, hacían llamadas a Washington, solicitando instrucciones. Finalmente, el director de WHD, Annop Singh, envió una nota al ministro de Economía, reconociendo que la nueva propuesta uruguaya era un avance en la dirección correcta, pero sugería continuar introduciendo mejoras para asegurar el cierre de la brecha financiera y una mayor reducción del peso de la deuda en el largo plazo.

Con el cierre de las negociaciones con el FMI aún pendiente, se realizó el pago del Bono Previsional 2003. El impacto de su amortización sobre las reservas internacionales fue inicialmente moderado, con relación a su circulante de USD 160 millones, cayendo USD 25 millones del viernes 7 al lunes 10<sup>129</sup>. Pero en los días siguientes los servicios de deuda superaron las colocaciones de Letras de Tesorería en moneda extranjera que el Banco Central procuraba realizar cada semana y las compras de dólares que podía efectuar en un mercado de cambios en el que el dólar se aproximaba a los \$ 29 en el interbancario. La suerte estaba echada y se jugaba toda en una reunión prevista para el viernes 21 de febrero en Washington, luego que la misión del FMI completara su trabajo en Montevideo durante la semana del 10 al 17.

Los abogados del MEF y el Banco Central, Fernando Scelza y Daniel Artecona, respectivamente, y el gerente de Operaciones del BCU, Ariel Fernández, viajaron a Nueva York para participar, el martes 11 de febrero, de una reunión en las oficinas del estudio CGS&H en las que se discutirían los aspectos legales y operativos de la reestructura de deuda uruguaya, un proyecto que había recibido el nombre *Sunrise*<sup>130</sup>.

---

<sup>129</sup> Una idea del grado de incertidumbre imperante en el mercado respecto del pago del Previsional 2003, la ofrece una transacción efectuada el viernes 7 en la Bolsa de Valores de Montevideo a un precio (sin cupón corrido) de 99%, o sea, 1% de descuento sobre el valor nominal de la deuda a pagar tres días después, lo que implicó un retorno anualizado (bruto de comisiones) para el comprador del... ¡235%!

<sup>130</sup> Además de los funcionarios del MEF y el BCU nombrados, estuvieron presentes en la reunión Carlos Steneri, por la Agencia Financiera de Uruguay; Lee Buchheit, Andrés de la Cruz, Jeremiah Pam y Natalia Rauchberger, por CGS&H; Carlos Mendoza y Michael Dooley por Deutsche Bank; Roy Ellis, Christopher Gilfond, Nazareth Festekjian y Andrea Menez por Salomon Smith Barney; Antonia Stolper por Shearman

Citigroup y Deutsche estimaban que para que la operación fuese exitosa se requería un porcentaje de participación de al menos el 85%, por lo que en la reunión se discutió la viabilidad de alcanzar tal porcentaje en un canje voluntario, en particular entre los bonos emitidos localmente. El abogado de CGS&H, Lee Buchheit, planteó la utilización de los “consentimientos de salida” como una forma de desestimular la conservación de los “bonos viejos”, ya que, si bien éstos mantendrían las condiciones de pago del principal, intereses y plazo, quedarían en situación desventajosa frente a los bonos “nuevos” en cuanto a sus posibilidades de ejercer su derecho a cobrar y verían menguado su acceso al mercado secundario<sup>131</sup>.

Como otra manera de estimular la participación, CGS&H propuso la búsqueda de un canal de comunicación con los acreedores para plantearles “el caso económico” de Uruguay y la necesidad de llevar adelante la transacción sin que los bonistas la percibieran como una imposición unilateral de parte del deudor.

El estudio CGS&H también planteó que los nuevos bonos incluirían cláusulas de acción colectiva, que permitirían en el futuro, de ser necesario, implementar una reestructura con la aprobación de una mayoría especial de acreedores que obligaría a todos los demás, evitando así para el futuro el problema de los *holdouts*<sup>132</sup>.

Tras el regreso a Washington de la misión del FMI, Alfie, Davrieux, De Brun y Della Mea partieron el miércoles 19 para Nueva York, a fin de terminar de redondear la propuesta de la deuda y definir la estrategia a seguir en el FMI junto con los asesores legales y financieros. En la reunión del jueves 20 en las oficinas de CGS&H, donde los esperaba Carlos Steneri, acordaron que la propuesta de canje de deuda estaría precedida por un “período de consulta”, tras el cual se definirían los términos precisos de la transacción. También se definió que los bonos nuevos incluirían cláusulas de acción colectiva, con una innovación respecto de las prácticas en el mercado hasta el momento: además de prever que la modificación de cualquier cláusula “reservada”<sup>133</sup> del contrato de deuda requeriría una mayoría especial que representara al menos el 75% del monto en circulación, se estableció que en caso que dichas modificaciones afectaran

---

Sterling y Nicolás Herrera (en conferencia telefónica) por Guyer & Regules. Estos dos últimos estudios jurídicos asesoraban a los asesores financieros en Estados Unidos y Uruguay, respectivamente.

<sup>131</sup> Buchheit y Gulati (2000). Los “consentimientos de salida”, o *exit consents*, son modificaciones a cláusulas no fundamentales de un bono (entendiendo por tales las que no refieren al valor nominal, plazo o tasa de interés) que, según antecedentes jurisprudenciales en Estados Unidos, pueden ser aprobadas por bonistas que representen más de la mitad del circulante de la emisión. Éstos votan por esas modificaciones como un último acto antes de “salir” del bono “viejo” y aceptar su canje por el bono “nuevo” o reestructurado. Esas modificaciones, como la eliminación de la renuncia a la inmunidad soberana, de la prohibición al Estado de constituir gravámenes que garanticen la deuda pública, de la obligación de listar el instrumento en una bolsa de valores o la no aplicabilidad de la aceleración (hacer el bono exigible de inmediato) y el *default* cruzado (arrastrar al *default* a una serie de bonos cuando se produce un incumplimiento en otra), tienden a debilitar al bono “viejo” en poder de los *holdouts* y subordinar los pagos asociados a la disponibilidad de fondos suficientes para servir los “nuevos”. Buchheit había introducido con éxito los consentimientos de salida en el canje de Ecuador del año 2000.

<sup>132</sup> Memorandum de 14 de febrero de 2003 elevado por Daniel Artecona y Ariel Fernández a la presidencia del BCU.

<sup>133</sup> Se entiende por tal el capital adeudado, la tasa de interés, el plazo de la operación o la moneda de pago, por ejemplo. Las estipulaciones no reservadas requieren una mayoría especial de dos tercios del circulante del bono.

simultáneamente a más de una serie de bonos, su aprobación requeriría el voto conforme de una mayoría que representara el 85% del circulante de todas las series afectadas y dos tercios de cada una de ellas<sup>134</sup>.

En cuanto al uso de los *exit consents*, en una conferencia telefónica con el ministro Atchugarry éste manifestó su preocupación sobre la reacción que en los tenedores de bonos podía generar su imposición junto con la aceptación del canje (como se había procedido en la reestructura de Ecuador). Propuso entonces que la entrega del bono “viejo” para el canje no tuviera implícita la votación por los *exit consents*, sino que éstos fueran objeto de un voto separado. La variante de Atchugarry resultaría siendo bien recibida en el mercado, considerada un gesto de respeto de Uruguay por la opinión de los acreedores<sup>135</sup>.

Estaba todo listo para una nueva instancia del debate con el FMI al día siguiente, viernes 21. A los uruguayos que llegaban desde Nueva York se les sumó David Vogel, que los esperaba en las oficinas del organismo multilateral. Iban acompañados de Lee Buchheit de CGS&H, como asesor legal, y de Chris Guilfond y Nazareth Festekjian de Citigroup y Marcelo Blanco y Ariel Segal de Deutsche Bank, como asesores financieros. Del otro lado, además de los habituales integrantes de la misión para Uruguay, liderados por Gilbert Terrier, a los que se sumaba el representante residente Andreas Bauer, estaban el director adjunto responsable por el programa de Uruguay, Markus Rodlauer, el gerente del Departamento de Mercado de Capitales, Gerd Hausler, y el Director del Departamento de Políticas y Desarrollo (PDR), Timothy Geithner<sup>136</sup>. Entre otros funcionarios, también estuvo presente en algunos momentos Matthew Fisher, de PDR, y el Director de WHD, Anoop Singh.

Fstekjian y Blanco expusieron los términos generales de la propuesta, indicando la extensión en cinco años de los plazos de vencimiento para todos los títulos en moneda extranjera, locales e internacionales, incluyendo los Brady, con plazo inicial de vencimiento mayor a un año<sup>137</sup>. Aclararon que eso era un supuesto válido

---

<sup>134</sup> El problema de “agregación”, es decir, cómo reestructurar mediante cláusulas de acción colectiva más de una serie de bonos simultáneamente y lograr equidad entre acreedores, era considerado en esa época una de las principales objeciones a la propuesta de Taylor (Boorman, 2002; Krueger, 2003).

<sup>135</sup> Desde el punto de vista operativo, se incluía una celda en la que el tenedor del bono “viejo” debía tildar para indicar que no votaba por los consentimientos de salida.

<sup>136</sup> Pocos meses después, en octubre, sería designado presidente de la Reserva Federal de Nueva York. En esa función, le tocaría enfrentar la Crisis de las Hipotecas de 2008. Durante la presidencia de Barack Obama pasó a ocupar la Secretaría del Tesoro. Su papel durante la crisis de 2008 fue interpretado por el actor Billy Crudup en *Too Big to Fail* (HBO, 2011).

<sup>137</sup> Esto dejaba fuera de la propuesta de canje las Letras de Tesorería en moneda nacional, los títulos en unidades indexadas y las Letras de Tesorería en dólares emitidas en el último mes, que habían sido el sostén financiero del sector público desde agosto de 2002.

La inclusión de los Bonos Brady en la propuesta de canje fue una cuestión controversial. En primer lugar, correspondían a una deuda que ya había sido reestructurada, por lo que su exclusión no vulneraba ninguna cuestión de equidad entre acreedores. En segundo lugar, era una deuda a cargo del Banco Central: el planteo de su reestructura podía afectar la reputación de la autoridad monetaria, contaminándola con la suerte que corriera el gobierno central en el canje. Tercero, era una deuda con capital y algunos pagos de intereses garantizados por bonos cupón cero emitidos por el Tesoro americano, lo que podía hacer poco atractiva su participación, afectando el porcentaje de adhesión global (lo que efectivamente ocurrió). La realidad es que su inclusión era un buen negocio, más allá de la adhesión que se obtuviera. Luego del *default* de los Bonos Brady de Ecuador en 1999 y su reestructura del 2000, pese a la existencia del colateral, la cotización de

exclusivamente para los ejercicios de proyección financiera, pues el punto de partida de la estrategia de negociación uruguaya era la apertura de un período de consulta.

Luego Lee Buchheit expuso sobre la utilización de los consentimientos de salida y la inclusión de las cláusulas de acción colectiva en los nuevos bonos, con la innovadora fórmula de agregación. En un organismo cuyo Directorio había debatido hacía apenas dos meses las posibles características del SDRM<sup>138</sup>, la propuesta de Uruguay irrumpía en la trama como una vuelta de tuerca inesperada. De allí que la presentación de Buchheit captara de inmediato la atención de los presentes, que dejaban a un lado sus notas sobre ejercicios matemáticos de sostenibilidad de deuda para concentrarse en los aspectos jurídicos de la propuesta.

La reunión entró luego en una ida y vuelta de preguntas, respuestas, críticas, defensas, dudas, aclaraciones<sup>139</sup>. Tim Geithner inquirió sobre cómo alcanzaría Uruguay un porcentaje de adhesión mayor al 85%. Más allá de las proyecciones financieras, ésta era una de las cuestiones de mayor preocupación para el FMI, donde imperaba la idea de que, sin la presión de un *default*, existían incentivos para que cada bonista individual aspirara a quedar fuera del canje, esperando cobrar la deuda en sus términos originales<sup>140</sup>. Se le explicó que Uruguay anunciaría un umbral alto para aceptar la propuesta de canje, del 90% de participación, rechazando la transacción si la participación era menor al 80%, lo que lo empujaría al *default*. Con un porcentaje entre 80% y 90%, Uruguay se reservaría el derecho de aceptar o no las ofertas de canje. El objetivo era sembrar entre los bonistas el sentimiento de que el fracaso era muy probable, lo cual era un aliciente a participar en la expectativa de que aún en una situación de *default*, el “colaborador” podría recibir un trato preferencial. La utilización de los consentimientos de salida reforzaba, precisamente, la disposición de las autoridades uruguayas a practicar, llegado el caso, ese ejercicio de discriminación<sup>141</sup>.

---

mercados de todos los Brady había sufrido generando una oportunidad de arbitraje entre el precio del bono Brady garantizado, el de un bono soberano no garantizado común y el valor del colateral. Por pequeña que fuese la participación de los Brady en el canje, Uruguay obtenía un beneficio por su sustitución por otro bono no colateralizado y la venta de los bonos cupón cero en garantía.

<sup>138</sup> *IMF Board Discuss Possible Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, Public Information Notice N° 03/06, de 7 de enero de 2003.

<sup>139</sup> El FMI había contratado y puesto a disposición de la delegación de Uruguay los servicios de una traductora, que casualmente también era uruguaya. Insólitamente, se compenetró a tal punto con el debate que intercalaba su traducción con expresiones de aliento para los funcionarios uruguayos.

<sup>140</sup> Es una idea sobre la que Anne Krueger insistía y que la percibía como la principal traba a una resolución colectiva del problema de la deuda. Constituye una versión de lo que en Teoría de Juegos se conoce como “dilema del prisionero”. Para cada acreedor que se considera “marginal”, el cumplimiento de la deuda en sus términos originales le representa un mayor valor que la participación en la reestructura, siempre y cuando el resto de los acreedores participe. Por lo tanto, su estrategia dominante es la no participación. Si cada uno razona igual, el equilibrio no cooperativo conduce a que todos reciben el peor resultado, que es el de *default*. Bajo una acción coordinada, como la del SDRM, se podría llegar a un equilibrio superior, que es el de reestructura.

<sup>141</sup> De Brun y Della Mea (2003) plantean que la presentación del problema de la reestructura voluntaria bajo el esquema tradicional del “dilema del prisionero” ignora que en caso de fracaso de la operación (porque la mayoría decide no participar), la estrategia dominante del acreedor marginal es participar, en la expectativa de que su propuesta sea aceptada y reciba el valor de reestructura y no el de *default*. Si cada uno cree que el canje va a fracasar, y por ello participa, se obtiene el equilibrio cooperativo de reestructura. La cuestión se reduce a la probabilidad de recibir el pago de los bonos originales dado que la transacción

En paralelo, aprovechando cortes en la reunión, se mantenían conversaciones con el Tesoro explicando los detalles de la propuesta. También se hacían consultas entre los diversos departamentos del FMI, en espera de una definición. Finalmente, Geithner transmitió que la Gerencia del FMI estaba dispuesta a acompañar la iniciativa de Uruguay. Dio por terminada la reunión, dejando a Anoop Singh con la delegación uruguaya para resolver los detalles, que no eran menores.

Reunidos ahora en un salón de cursos del FMI, Anoop Singh y sus inmediatos colaboradores se acomodaron en unos pupitres de espaldas a un pizarrón. Los uruguayos, habiendo liberado ya a sus asesores legales y financieros, hicieron lo propio frente a ellos. La estrategia de Uruguay planteaba algunas dificultades para los procedimientos del FMI. En primer lugar, para aprobar la revisión del programa y autorizar nuevos desembolsos, el *staff* del Fondo debía proveer al Directorio de las “seguridades financieras” respecto de la recuperación del capital aportado. Pero, en rigor, ello no sería posible hasta la culminación del canje, lo que era inaceptable para Uruguay. Además, en principio, el *staff* no podía elevar al Directorio los términos de la propuesta de Uruguay, pues eran tentativos. Las condiciones definitivas se darían a conocer recién después de terminado el período de consulta. Si trascendía que el Directorio había considerado una cierta propuesta de reestructura, los inversores considerarían que la consulta era un mero trámite y perdería el efecto buscado de alinear los intereses del bonista con los de Uruguay. Y como si fuera poco, se requería en forma urgente un desembolso, para reponer las exhaustas reservas ante cualquier reacción negativa que pudiera despertar el anuncio del canje, sobre todo en el comportamiento de los depositantes.

En definitiva, lo que Uruguay pretendía era que el Directorio del FMI aprobara una transacción a tapa cerrada, pues la oferta no existía, habilitando un desembolso, para luego esperar a la culminación del período de consulta, cuando serían dados a conocer los términos definitivos de la propuesta. Luego se iniciaría una nueva espera hasta el cierre de la transacción, donde se solicitaría otro desembolso al FMI.

Anoop Singh no creyó que tal cosa fuera viable. Pero luego comenzó a proponer constructivamente. Habría una comunicación inmediata sobre el acuerdo alcanzado entre Uruguay y el FMI sobre la marcha del programa, sin hacer referencia a la reestructura de la deuda<sup>142</sup>. Luego, el ministro de Economía y Finanzas y el presidente

---

es un éxito, comparada con la probabilidad de recibir el pago reestructurado dado que la transacción fracasa. La diferencia entre el valor original y el reestructurado y de ambos con el valor de *default* también es muy relevante. De Brun y Della Mea (2003) muestran que para los valores que adquirió la deuda uruguaya con posterioridad al canje, para que la estrategia dominante del bonista fuera la de no participar debía asignar una probabilidad mayor al 80% de que se le pagaría en tiempo y forma un bono con vencimiento relativamente cercano, como el Global 2003. No es necesario, por lo tanto, partir de una situación de estrés para lograr altos porcentajes de participación. La comparación entre los casos de Uruguay y Argentina (cuando en esta última se consideran sólo los tenedores de bonos que podían libremente decidir entre participar o no) es una buena aplicación de este análisis. Pese a que Argentina partía de una situación de *default*, el bajo valor agregado en términos de mejora sobre el nivel de *default* ofrecido en aquel momento a los acreedores generó una participación menor que la de Uruguay.

<sup>142</sup> En rigor, para poder iniciar el período de consulta y ofrecer luego el canje debían cumplirse ciertas formalidades ante la *Security Exchange Commission* (SEC). Por eso no podían hacerse todavía anuncios públicos sobre la reestructura.

del BCU firmarían una Carta Intención, en la que tampoco se haría mención a la operación sobre la deuda pública<sup>143</sup>. Una vez cumplidas las formalidades requeridas por los reguladores del mercado de valores norteamericano, Uruguay anunciaría el inicio del período de consulta, lo que motivaría un adicional a la Carta Intención<sup>144</sup>. Se elevaría el programa de Uruguay al Directorio, donde las proyecciones financieras serían repartidas entre los Directores, pero luego retiradas. El informe del *staff* sobre la Segunda Revisión del programa se divulgaría luego del lanzamiento de la propuesta de canje propiamente dicha. El cierre de la transacción daría lugar a una nueva revisión del programa.

Quedaba por resolver la cuestión del desembolso que seguiría al anuncio del período de consulta. Según la Carta Intención firmada el 4 de agosto de 2002, la aprobación de la Segunda Revisión daba lugar a una entrega de unos USD 200 millones. Pero para febrero de 2003 ya debía estar en curso la aprobación de la Cuarta Revisión del programa, con lo que se estaba llegando a desembolsos pendientes del orden de los USD 600 millones. El presidente del Banco Central le indicó a Anoop Singh que la precaria situación de reservas hacía necesario un adelanto de no menos de USD 300 millones. Finalmente, el FMI cedió y desembolsó USD 300 millones en marzo. El cambio de posición del organismo se había dado<sup>145</sup>.

## 9

*“Tal como lo vemos, un deudor soberano que enfrenta severas dificultades financieras puede seguir dos caminos. Puede diferir por demasiado tiempo la adopción de medidas correctivas. La Historia muestra que esto puede conducir a una profunda crisis económica, política y social para el país deudor. También puede llevar, por supuesto, a una situación en la que el valor de los títulos de deuda del país se ve gradual e inexorablemente perjudicado. Impasividad e indecisión frente una crisis de deuda que se avecina es casi siempre fatal”.*

*“Hay un segundo camino. Es posible que uno se aproxime a sus acreedores antes que una situación económica difícil se vuelva irreparable. Debería ser posible proponer medidas correctivas moderadas mientras todavía son adecuadas para estabilizar la situación y hacer retornar el país a una senda sostenible.*

*“Creemos que podemos y debemos actuar preventivamente en esta materia. Nuestros objetivos son evitar un deterioro mayor de nuestras condiciones económicas y preservar el valor de sus inversiones en nuestro país (...) Cuando este difícil período haya*

---

<sup>143</sup> Tan sólo se incluiría una condición previa a la aprobación del programa que era una vaga “obtención y presentación al *staff* de seguridades” para cubrir el financiamiento del año 2003.

<sup>144</sup> De esta forma se evitaba el uso de *side letters*, a las que Atchugarry se negaba.

<sup>145</sup> Este cambio de posición es resumido por una anécdota que los protagonistas recuerdan bien. En medio de las conversaciones que siguieron a la reunión descrita, Anoop Singh escribió algo en un papel, se incorporó, recorrió el salón, se acercó a Alfie y a De Brun y, en silencio, les mostró el papel, que tenía un número escrito. Éstos se miraron, miraron a Anoop, y negaron con la cabeza. Anoop Singh volvió a su pupitre y simulando un aire resignado confirmó la cifra de USD 300 millones como desembolso en marzo. Con una sonrisa dijo “*IMF means I'M Flexible*”. “*We don't believe you*”, le respondió de inmediato Isaac Alfie. La carcajada que siguió fue tan representativa de un acuerdo como un apretón de manos.

*terminado, queremos que en el mercado se recuerde que nos comportamos, frente a una grave situación, con prudencia, moderación y madurez.*

*“(…) Pero nuestros esfuerzos requerirán el correspondiente grado de previsión y prudencia por el lado de nuestra comunidad de acreedores. Confiamos en que responderá positivamente a nuestro esfuerzo de detener cualquier deterioro adicional a la capacidad de pagos externos de Uruguay, antes que la situación se vuelva irreversible”.*

Con estas palabras del presidente del Banco Central del Uruguay se ponía en marcha, en la mañana del 14 de marzo de 2003, la segunda etapa del “proyecto *Sunrise*”. Se abrió el período de consulta con los bonistas del exterior mediante un desayuno de trabajo en el New York Palace de la calle Madison, en Nueva York. Había cierta ansiedad en la delegación uruguaya por cómo se recibiría la iniciativa. El lenguaje y los gestos eran importantes. Si se mostraba un tratamiento demasiado amistoso con los acreedores, la amenaza de un posible *default* no sería creíble y no habría motivación para adherir al “reperfilamiento”. Pero una actitud agresiva, que usara al *default* como amenaza, podría generar medidas cautelares por parte de los acreedores que frustrarían toda la transacción<sup>146</sup>.

Pese a los temores previos, la reunión transcurrió con tranquilidad. La audiencia siguió con interés la posterior presentación de Umberto Della Mea sobre la coyuntura por la que atravesaba Uruguay, en la que ponía especial énfasis en los aspectos fiscales y evolución de la deuda pública. Finalmente, Nazareth Festekjian de SSB Citigroup<sup>147</sup> puso en consideración diversos elementos de una eventual propuesta sobre los que Uruguay tenía interés en escuchar a los acreedores: la inclusión de las cláusulas de acción colectiva en los nuevos bonos, la reacción de los inversores al uso de “consentimiento de salida”, o las diversas combinaciones de extensión de plazos, reducción de cupones o quitas de capital. Pero hubo poca reacción de parte de los inversores en esa reunión. Antes que revelar preferencias delante de los demás, los inversores optaron por agendar reuniones bilaterales con los funcionarios uruguayos y sus asesores<sup>148</sup>.

---

<sup>146</sup> Esta cuestión preocupaba al BCU. Por eso se le pidió consejo al asesor legal Lee Buchheit sobre la actitud a asumir frente a los tenedores de bonos.

<sup>147</sup> Para ese momento, Salomon Smith Barney había quedado como único agente financiero de la transacción, ya que Deutsche Bank se había retirado aduciendo una recomendación de sus abogados en cuanto a que “la operación era demasiado agresiva para que los inversores la consideraran voluntaria” (Steneri 2011).

<sup>148</sup> La experiencia de las entrevistas “cara a cara” con los inversores mostrarían una gran diversidad de posiciones. Los que habían contratado “*credit default swaps*” (CDS) para cubrir el riesgo crediticio de Uruguay, preferían que la República suspendiera los pagos de deuda antes de invitar a la reestructura, ya que ello los habilitaba a ejercer la cobertura (la declaración de “*default selectivo*” por parte de las calificadoras de riesgo era irrelevante en ese sentido). Algunos que habían comprado deuda en el mercado secundario con fuertes descuentos, estaban más preocupados por la sostenibilidad en el mediano plazo y eran indiferentes a quitas en el capital. Otros, en cambio, rechazaban enfáticamente la idea de un “*haircut*” (corte de pelo, o quita) en el capital. Los que habían sufrido la reestructura de Ecuador miraban resignados la presencia de Lee Buchheit en el equipo de Uruguay y lo que ello implicaba en términos de los “consentimientos de salida”, aunque reconocían la delicadeza de que pudieran votarse independientemente de la participación en el canje. Incluso, un fondo de inversión que reprochó la decisión de haber incluido los bonos Brady en la operación señaló que, si bien iba a presentar sus propios “Par Bonds” en el canje, votaría por “no” a la aplicación de los *exit consents* en ellos.

Unos días antes, el 11 de marzo, se había completado con todos los requerimientos de la Comisión de Valores en Estados Unidos para iniciar la consulta. Eso permitió que el ministro de Economía y Finanzas, Alejandro Atchugarry, acompañado por el resto de los integrantes del equipo económico, comunicara oficialmente la disposición del gobierno uruguayo a realizar una operación de “reperfilamiento” de la deuda, cuyos términos se definirían una vez terminado el período de consulta en aproximadamente un mes. El anuncio se hizo en una conferencia de prensa en la Sala de Conferencias del Banco Central del Uruguay, a la que habían sido invitados gerentes de bancos, corredores de bolsa, gerentes de AFAPs, entre otros.

El anuncio permitió enviar al día siguiente, miércoles 12, un complemento de la Carta Intención del 24 de febrero, anunciando al Director Gerente del FMI, Horst Köhler, que Uruguay había finalmente iniciado la preparación del canje de deuda “comprehensivo”, al que se había obligado el 4 de agosto de 2002. Quedaba el camino despejado para que el 18 de marzo el Directorio del FMI aprobara la Segunda Revisión del programa y un desembolso de unos USD 303 millones, que se acreditaría en las cuentas del BCU el día 20. El 19 de marzo, los activos de reserva habían llegado a USD 462 millones<sup>149</sup>. El propósito de “mantener a Uruguay al día con todas sus obligaciones” mientras se proseguía la solución al problema de la deuda, también comprometido en la *side letter* del 4 de agosto, se había cumplido.

El temido pánico de los depositantes ante el anuncio de la reestructura finalmente no se produjo, aunque las calificadoras de riesgo pusieran inmediatamente a la deuda uruguaya en la categoría de las “C” y anunciaran ya que, de confirmarse una propuesta de canje, la clasificarían como “*default selectivo*”. Pero el mercado financiero permaneció en calma, con depósitos bastante estables en el total, pero con un comportamiento dispar entre los residentes y los no residentes<sup>150</sup>. La tranquilidad en la plaza también se reflejó en el tipo de cambio, cuya cotización promedio osciló en torno a \$ 28,70 permitiendo compras del BCU sin mayores presiones. También se pudo seguir adelante con la colocación semanal de Letras de Tesorería en dólares, cuyo monto en circulación a fines de marzo había aumentado en respecto a febrero. También continuó la colocación de Letras en pesos.

Luego de la presentación en Nueva York, continuaron entre el 14 y el 19 de marzo las reuniones con quienes se habían identificado como los principales tenedores de bonos uruguayos, cubriendo la costa Este, Oeste y Chicago<sup>151</sup>. Aprovechando la circunstancia

---

<sup>149</sup> La decisión del Directorio del FMI destrabó los programas de préstamos acordados con el BID y el Banco Mundial, lo que habilitó en las semanas siguientes nuevos desembolsos. A comienzos de mayo de 2003, los activos de reserva volverían a situarse por encima de los mil millones de dólares.

<sup>150</sup> Cayeron USD 41 millones en marzo, con aumento de USD 154 millones en los depósitos de residentes y caída de USD 185 millones en los de no residentes.

<sup>151</sup> Carlos Steneri se reunió con el resto de la delegación en Nueva York luego de venir de Japón, donde junto con Lee Buchheit habían tenido reuniones con funcionarios del Ministerio de Finanzas y del Bank of Tokio-Mitsubishi (que era el agente fiscal de los bonos *Samurai* que Uruguay había emitido bajo legislación japonesa).

El *Samurai*, con vencimiento en 2006, era un bono estratégico pues representaba un 5% del circulante total (con lo que su participación era decisiva para alcanzar el 90%) y contenía, por haber sido calcado su contrato de emisión del de los registrados bajo jurisdicción londinense, una cláusula de acción colectiva que requería

de que la Asamblea Anual del Banco Interamericano de Desarrollo se celebraría ese año en Milán, lo que como es habitual atraería la presencia de numerosos participantes del mercado financiero internacional, las autoridades uruguayas establecieron dicha ciudad como base de operaciones para el *road show* europeo a partir del 21 de marzo. Las entrevistas con bancos y fondos de inversión continuarían en Ámsterdam y Londres, hasta el regreso de la delegación a Montevideo el 28 de marzo.

Mientras se desarrollaba el proceso de consulta a inversores en Estados Unidos y Europa, en Montevideo los directores del BCU Miguel Vieytes y Andrés Pieroni realizaban un trabajo similar con los bancos, administradoras de fondos de ahorro previsional y corredores de bolsa. Una de las principales preocupaciones del equipo económico era la de mantener un discurso sin fisuras frente a los inversores del exterior y los operadores locales, pues el principal *feedback* que habían dejado las entrevistas con los primeros fue su preocupación de que existiese un trato privilegiado para los bonos emitidos bajo legislación uruguaya y los tenedores de bonos en Uruguay<sup>152</sup>.

A fines de marzo comenzó la preparación de los términos de la propuesta a presentar a los acreedores. En base a las conversaciones mantenidas con los inversores, era posible identificar dos grupos con objetivos bien distintos. Por un lado, los tenedores de bonos minoristas eran reacios a aceptar quitas de capital o intereses. Sin embargo, para muchos de ellos su posición en bonos era vista como una inversión a largo plazo, por lo que el corrimiento de plazos era una alternativa aceptable, en tanto se siguieran cobrando cupones. En cambio, para los inversores institucionales la liquidez era una cuestión más decisiva. Su principal crítica a la composición de la deuda uruguaya era su extrema fragmentación en múltiples bonos con circulante relativamente pequeño, lo que le daba poca profundidad al mercado secundario de la deuda uruguaya. Sugerían que emisiones con un circulante mayor a USD 500 millones ayudarían a incluir la deuda uruguaya en los índices que utilizaban como referencia los administradores de portafolios de renta fija<sup>153</sup>, haciéndola imposible de ignorar.

En base a estas consideraciones, la propuesta de canje se estructuró en base a dos opciones ofrecidas a los inversores. La primera era una opción extensión, en la que se mantenía capital, tasa de interés y moneda de la emisión original, modificando solamente el plazo de vencimiento que, en general, se corría cinco años respecto del

---

una mayoría simple del circulante para modificar sus términos en forma obligatoria para todos los tenedores del bono. Pero no había antecedentes de la aplicación de esa cláusula por parte de un emisor soberano en Japón y había quienes dudaban de su legalidad.

El planteo uruguayo fue finalmente aceptado por las autoridades japonesas, beneficiado en cierta medida por el contraste entre la postura preventiva de Uruguay presentada por Steneri y la estela de indignación y sentimiento de ultraje que había dejado entre los bonistas japoneses una muy reciente visita del secretario de Finanzas argentino, Guillermo Nielsen.

<sup>152</sup> El proceso de consulta se realizó sin mayores inconvenientes, excepto por el debate político suscitado en Uruguay tras manifestaciones del candidato del principal partido político de oposición, el Encuentro Progresista-Frente Amplio, contrarias a la propuesta de “reperfilamiento”. El debate perdió fuerza a fines de marzo, tras alguna intervención conciliadora de parte del ministro de Economía y Finanzas, Alejandro Atchugarry.

<sup>153</sup> Como el *Emerging Markets Bond Index* (EMBI) elaborado por JP Morgan Chase. Antes de 2003, el único bono uruguayo incluido en este índice era el Global 2027.

prometido inicialmente<sup>154</sup>. La segunda era una opción liquidez, en la que se le ofrecía al inversor el canje de su título por algunos de los bonos definidos como de referencia o *benchmark*, en torno a los cuales se agrupaban distintos rangos de vencimientos. Se buscaba que los bonos de referencia globales alcanzaran un circulante mayor a los USD 500 millones<sup>155</sup>.

Además de las opciones de canje se introdujeron diversos “consentimientos de salida” según los cuales, a menos que los tenedores de bonos indicasen lo contrario, su decisión de aceptar los nuevos bonos implicaba también su aprobación a que a los valores remanentes no canjeados se les excluyera del beneficio del incumplimiento cruzado y aceleración cruzada con la deuda pública uruguaya, les fuera eliminada la obligación de estar listados en la bolsa de valores de Luxemburgo y les fuera aplicables la inmunidad de la República respecto de los pagos que realice en el exterior. También se suspendía la cotización de los bonos globales y locales en las bolsas en Uruguay y se los discriminaba en distintas disposiciones regulatorias en materia bancaria, de seguros y de mercado de valores<sup>156</sup>. Con estas modificaciones se procuraba dejar a los bonistas que no aceptaran entrar al canje en poder de títulos desvalorizados por sus peores condiciones jurídicas.

Los nuevos bonos contendrían, por su parte, cláusulas de acción colectiva según las cuales las materias reservadas en el contrato del título podrían ser modificadas por una mayoría especial que representara al menos el 75% del circulante de la serie. En caso de una reestructura que afectara varios títulos en forma simultánea, las modificaciones de las condiciones eran aplicables para todos los tenedores si recibía la aprobación de al menos un 85% del total del circulante, con un mínimo de dos tercios por serie afectada.

Finalmente, se establecería que Uruguay sólo estaría obligado a entregar los nuevos bonos si recibía una adhesión al menos igual al 90% de los USD 5,3 mil millones de títulos elegibles en circulación, siempre que ello incluyera una adhesión del 90% del circulante de la deuda con vencimiento antes del 31 de diciembre de 2003. Con una participación entre 80% y 90%, Uruguay se reservaba el derecho de aceptar o no la oferta. Con menos del 80% de adhesión, se devolverían a los tenedores de bonos las cartas de aceptación recibidas y quedaría sin efecto la propuesta.

El anuncio del “reperfilamiento” fue efectuado por el ministro de Economía y Finanzas, Alejandro Atchugarry, el 10 de abril de 2003 en la Bolsa de Valores de Montevideo.

---

<sup>154</sup> Las Letras de Tesorería en dólares emitidas antes del feriado bancario de 2002, que vencían a partir del 22 de mayo de 2003, así como los bonos locales y globales con vencimientos en 2003 tenían un componente de pago en efectivo de parte del valor nominal, mientras que al resto se lo incluía en bonos con vencimiento en 2006 o 2008. Ver el detalle de la oferta en De Brun y Della Mea (2003).

<sup>155</sup> Los bonos *benchmark* locales eran el 2010 tasa incremental, 2013 tasa incremental, 2018 tasa incremental y 2019 tasa fija 7,50%. Los bonos de referencia globales eran el 2011 tasa fija 7,25%, el 2015 tasa fija 7,5% y el 2033 tasa 7,875% PIK (*payment-in-kind*; entre 2003 y 2007 una parte del cupón se pagaba en efectivo y el resto con entrega de nuevos bonos 2033). Los bonos globales 2011, 2015 y 2033 incluían provisiones de constitución de un *sinking fund*, por el cual se buscaba desarmar la “torre” de vencimientos mediante operaciones activas de manejo de deuda (recompras o canjes) en los tres años previos a la maduración final.

<sup>156</sup> Entre otras, dejaban de ser computados como respaldo de asistencia financiera según los artículos 36 y 37 de la Carta Orgánica del BCU, debían ser previsionados en base a su riesgo, les eran aplicables normas de topes de cartera, no podían ser contabilizados por los bancos según el criterio de mantenerlos hasta el vencimiento y dejaban de ser inversiones permitidas para las compañías de seguros.

Acompañado por los demás integrantes del equipo económico, Atchugarry señaló que “el diferimiento en los vencimientos de capital que esta oferta contempla, si es aceptada por un alto porcentaje de acreedores, devolverá a Uruguay un perfil de deuda sostenible en el mediano plazo. Un canje exitoso de los instrumentos de deuda, junto con el fuerte apoyo que estamos recibiendo de las instituciones financieras internacionales y las significativas medidas de ajuste económico que se están tomando en el país, nos pondrán de regreso en la senda de crecimiento económico”<sup>157</sup>.

Anunciada la operación de canje por parte de Uruguay, el FMI quedaba habilitado para hacer su movimiento, de acuerdo con la estrategia acordada con Anoop Singh el 21 de febrero. El mismo 10 de abril el Director Gerente Horst Köhler envió una carta a la comunidad financiera internacional señalando que “adicionalmente al continuado apoyo de las instituciones financieras internacionales, el éxito del programa (...) dependerá de la participación de los acreedores privados de Uruguay”. Insistió luego en que “el éxito en el canje de deuda requiere una alta participación para que el programa siga adelante y **la próxima revisión se complete**”<sup>158</sup> (destacado nuestro). Con dos breves expresiones, Köhler daba respuesta a una inquietud planteada a los delegados uruguayos durante el período de consulta, que era la disposición de los multilaterales a seguir financiando a Uruguay, pero también advertía que Uruguay se quedaba sin programa con el FMI en caso de no obtenerse una alta participación en el canje.

El FMI quedaba habilitado, además, a hacer público el informe de la Segunda Revisión del programa vigente, en el que se había recomendado al Directorio del organismo continuar con el programa el pasado 17 de marzo. La publicación quedó disponible en la página web del FMI y del BCU a partir del 25 de abril. El informe ponía énfasis en que la situación política y social había permanecido en calma pese a las privaciones causadas por la recesión, lo que atribuía a la existencia de una relativamente amplia red de seguridad social y destacaba el esfuerzo del gobierno de excluir del ajuste al gasto social prioritario. Con relación a la oferta de canje de deuda, el *staff* señalaba que la “operación estaba sujeta a riesgos sustanciales”, sin perjuicio de la cual era considerada un “intento audaz e innovador para solucionar la brecha financiera de Uruguay y encarar la cuestión de la sostenibilidad a través de un enfoque cooperativo con los acreedores”<sup>159</sup>. Respecto de este punto, el informe del *staff* reflejaba una posición totalmente distinta a la de agosto del año anterior. El análisis de sostenibilidad de deuda del FMI de abril de 2003 proyectaba un aumento del peso de la deuda sobre el PBI a 100% en 2003, para luego bajar gradualmente hasta 53% en 2012.

El gobierno uruguayo utilizó la proyección de deuda del FMI como una confirmación por parte de un evaluador independiente de que el problema que enfrentaba el país era de liquidez y no de solvencia. Sobre esa base, la comunicación de las autoridades puso

---

<sup>157</sup> *Uruguay anuncia oferta de canje de deuda*, Comunicado de Prensa, 10 de abril de 2003.

<sup>158</sup> *IMF Managing Director Issues Statement on Uruguay*, Comunicado de Prensa del FMI, 22 de abril de 2003.

<sup>159</sup> *Uruguay: Second Review Under the Stand-By Arrangement, Requests for Modification and Extension of the Arrangement, and Waiver of Nonobservance and Applicability of Performance Criteria, and Exchange System -- Staff Report; Staff Supplements; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Uruguay*. IMF, 25 de abril de 2003.

especial énfasis en la necesidad de eliminar las necesidades residuales de financiamiento hasta el año 2007 inclusive y en que, por lo tanto, las metas de reservas internacionales establecidas por el FMI eran muy exigentes al punto de no dejar margen alguno para pagar los bonos que no adhirieran al canje. Como la prioridad del programa era el respaldo al sistema financiero, las reservas disponibles debían estar afectadas a viabilizar las etapas siguientes en la solución de la crisis de 2002, como ser la de afrontar la primera cuota de los depósitos reprogramados en el BROU y BHU, prevista para agosto de 2003. Durante este período los directores del BCU señalaron repetidamente en entrevistas con la prensa y con inversores locales y extranjeros que la institución no comprometería su respaldo al sistema bancario ni el cumplimiento del programa con el FMI desviando activos de reserva para el pago a los acreedores no participantes.

Además, se decidió no publicitar el avance en la suscripción al canje<sup>160</sup>, manteniendo una incertidumbre constructiva con la que, tanto en el nuevo *road show* por Europa y Estados Unidos, se hacía sentir a los inversores que el margen de error era muy pequeño y que cada adhesión era importante. La estrategia uruguaya se vio beneficiada por un *rally* en el mercado de emergentes en abril de 2003, que hizo reducir el riesgo país. El aumento en el precio de los bonos uruguayos reducía la ganancia del no participante en el supuesto de que el canje fuera exitoso y se pagara a los *holdouts* en las fechas previstas. Incrementaba, en cambio, el valor de un bono “reprogramado” en comparación con el valor en caso de *default*. En las presentaciones a los inversores, Nazareth Festekjan de Citigroup ejemplificaba esto con el Bono Global 2003, que vencía en noviembre de ese año, destacando la asimetría entre el escaso margen de USD 11 por cada USD 100 de valorización que implicaba quedarse con el Bono y no participar, con la abultada desvalorización de USD 64 por cada USD 100 que suponía quedarse con un bono en *default*<sup>161</sup>.

Pero este razonamiento debe complementarse con una alta probabilidad de que la transacción fracase y el inversor sienta más inminente el riesgo de quedar con un título con incumplimiento de pago. En esto también Uruguay recibió una ayuda de los informes que los bancos de inversión distribuyen a sus clientes. Éstos consideraban, en general, que el 90% era un porcentaje de adhesión muy difícil de alcanzar y esperaban que al menos se lograra el 80% que permitía que Uruguay optara por cerrar el canje (comentario que, de alguna forma, inducía a participar y “cruzar los dedos”)<sup>162</sup>.

La fecha límite para la recepción de ofertas de canje de títulos se estableció en el 14 de mayo para las letras y bonos emitidos en Uruguay y el 15 de mayo para los emitidos en

---

<sup>160</sup> De todos modos, como era de esperarse, la adhesión al canje recién adquirió volumen en las últimas horas.

<sup>161</sup> A principios de mayo, un bono con vencimiento en 2008 se compraba a un precio sin cupón de aproximadamente 88% del nominal. Suponiendo que nada cambiara hasta noviembre, el inversor que participara recibiría USD 5 por cada USD 100 de valor nominal más el 95% de un título cuyo valor de mercado era 88%, todo lo cual daba un valor un poco menor a USD 89 por cada USD 100 de valor nominal. Festekjan contrastaba entonces una ganancia de USD 11 por cada USD 100 de valor nominal en caso de un inversor que no participe en el canje, *siempre que se le pague el bono al vencimiento*, con la pérdida en que resultaría por quedarse con un título que en situación de *default* podía caer a USD 25 por cada USD 100 de valor nominal.

<sup>162</sup> *I see the stick, where is the carrot?* UBS newsletter, mayo de 2003.

el exterior. Además, estaba prevista para el 15 de mayo la asamblea de bonistas del *Samurai 2006* en Tokio. El ritmo de adhesión fue muy lento hasta aproximarse la fecha de vencimiento. El 14 de mayo se aceleró la recepción de propuestas de canje de parte de los intermediarios autorizados o de los propios inversores que tenían bonos físicos en su poder y acudían a las ventanillas del Banco Central. En la tarde, la Gerencia de Operaciones comenzó a notificar en intervalos cada vez más breves el porcentaje de adhesión, conforme éste superaba el 90%, luego pasaba el 95% y finalmente llegaba sobre la hora 17:00 al 98%. Seis series de Letras de Tesorería y dos de Bonos del Tesoro habían alcanzado un porcentaje de participación del 100%. El canje local había sido un éxito.

Por las diferencias de horario con Tokio, el paso siguiente era conocer el resultado de la asamblea de bonistas. Estuvieron presentes, representando a la República, el director del BCU Andres Pieroni, acompañado por Carlos Steneri y Lee Buchheit. Los funcionarios del agente fiscal, Bank of Tokio-Mitsubishi, habían requerido a Uruguay el alquiler de un teatro con capacidad para tres mil personas para celebrar la asamblea. Pocos minutos antes de la hora prefijada para el comienzo, unas pocas decenas de personas comenzaron a tomar asiento, varios de avanzada edad. Cuando se dio comienzo a la asamblea, poco más de cincuenta personas ocupaban el amplio local, pero hicieron sentir sus protestas ante la oferta. Pieroni, Steneri y Buchheit resistieron estoicamente los reproches, que de todos modos iban dirigidos fundamentalmente a los asesores de inversión que habían colocado el título. La votación entre los presentes en la sala estaba dividida, pero el partido no se jugaba allí, sino por las líneas telefónicas. Los inversores institucionales, entre ellos algunos que en los días previos habían emitido órdenes de compra del *Samurai 2006*, atraídos por la posibilidad de canjearlo luego por el *benchmark 2015* de tasa fija en dólares, apabullaban en el cómputo de votos minimizando la influencia de los pequeños bonistas presentes en la asamblea. Finalmente, la reestructura del *Samurai* fue aprobada por el 98% de participantes de la asamblea, asegurando otro bono incluido en el canje sin *holdouts*.

Quedaba por conocer la participación en el resto de los bonos globales, que evidentemente se llevaba la parte del león en cuanto al resultado final del canje. Hasta el 14 la adhesión venía siendo muy baja. La noticia se filtró en la prensa, que ese jueves 15 de mayo ofreció titulares en los que se reflejaba un temor al fracaso por la baja participación de los bonos externos. Ello actuó como acicate, ya que en la tarde la Gerencia de Operaciones empezó a recibir un aluvión de cartas de transmisión electrónica en las que se presentaban bonos a canjear. Ariel Fernández transmitía los resultados, que acumulados con los de los bonos locales y el *Samurai* mostraban un porcentaje que crecía lentamente, mientras los minutos parecían volar hacia la hora 16:00, establecida como límite de recepción.

Poco antes de las 15:00, la noticia de que se había superado el 80% fue recibida como un gol de Uruguay en el Banco Central, el ministerio de Economía y Finanzas, la Oficina de Planeamiento y Presupuesto, en Washington, en Tokio y hasta en Sevilla, España, donde el presidente del Banco Central había presentado el caso de Uruguay en un seminario sobre resolución de problemas de deuda soberana. Al cierre de la recepción

de ofertas, el porcentaje de adhesión arañaba el 90%, lo cual abría una serie de posibilidades que el equipo económico evaluó en una conferencia telefónica con CGS&H y Citigroup. Una era simplemente dar por aceptada la propuesta de canje. Otra era aceptarla, pero extender el plazo de adhesiones hasta el 22 de mayo, manteniendo el cierre de la operación el día 29. La tercera era no aceptarla todavía, extender el plazo de adhesión hasta el 22 y no pagar el cupón del Bono Global 2003 que se hacía exigible el 18, como forma de inducir temor e incitar una mayor participación<sup>163</sup>.

Se optó por la segunda alternativa, por dos razones. Se estaba ya muy cerca del porcentaje del 90% y un trabajo adicional de persuasión con algunos bonistas, especialmente los titulares de un par de bonos europeos con baja participación que claramente habían quedado fuera de la cobertura del *road show*, podía perfectamente llevar a superar el límite impuesto. En segundo lugar, desde el punto de vista político la transacción ya era un éxito y no parecía razonable arriesgarlo castigando a los tenedores de un bono que, de por sí, había superado el porcentaje de adhesión del 90%<sup>164</sup>.

Se aceptó entonces la propuesta de canje y se extendió el plazo de aceptación de títulos una semana más. En ese lapso la adhesión llegó al 93%, con un 99% de participación en los títulos de jurisdicción local y 90% en los externos<sup>165</sup>. El proyecto *Sunrise* había cumplido su etapa final. Un nuevo amanecer esperaba a la vapuleada economía uruguaya.

El “reperfilamiento” cambió drásticamente el acceso de Uruguay al mercado internacional de deuda. El *spread* pagado por los bonos uruguayos respecto de su similar estadounidense colapsó rápidamente en los meses siguientes. La evolución favorable de los precios incluso antes de la fecha límite de la recepción de ofertas ayudó a una mayor adhesión por la segunda opción, la de “liquidez”<sup>166</sup>. En los bonos globales, esto permitió que el 2015 y el 2033 alcanzaran un circulante suficiente como para quedar incluidos en el EMBI de JP Morgan, mientras que el 2011 superó los USD 500 millones merced a una ampliación de USD 50 millones que se hizo poco después de cerrado el canje.

---

<sup>163</sup> Los contratos de deuda suelen prever un período de treinta días en que se “cura” el *default*, pagando el servicio impago. En este caso, el pago se haría inmediatamente después del cierre de la operación.

<sup>164</sup> En las semanas siguientes también se plantearía la hipótesis de pagar o no los títulos que no adhirieron al canje. Por varias razones se decidió continuar al día con todas las obligaciones. La más importante fue que el cambio en el flujo de capitales fue tan radical que siempre hubo recursos suficientes para hacerlo. Una cosa es amenazar al *holdout* con que su bono va a ser el primer impago en caso de dificultades financieras, y otra muy distinta incurrir en un *default* simplemente como castigo al acreedor. En segundo lugar, al establecer un umbral de 90% de adhesión para obligarse a aceptar el canje, implícitamente Uruguay había admitido hasta un 10% de no participación. No se incumplía ninguna promesa, por lo tanto, si se continuaba pagando al menos del 10% que no sumó su adhesión. Por último, pero no menos importante, al ser consultadas las calificadoras de riesgo respondieron que de no pagarse los servicios de los bonos “viejos”, toda la deuda uruguaya quedaría calificada como en *default*, aun cuando se siguieran pagando regularmente los bonos “nuevos”. Esta hubiera sido una penalización totalmente innecesaria para los tenedores de bonos que habían adherido al canje. En esa cuestión, las calificadoras de riesgo mostrarían respecto a Uruguay una conducta totalmente discriminatoria con relación a la que aplicarían un tiempo más tarde con Argentina, donde si bien habría series de bonos impagos con nota de “*default*”, los “nuevos” bonos recibirían una calificación que durante mucho tiempo no fue mucho más baja que la de Uruguay.

<sup>165</sup> Si se excluye el caso particular de los Brady, cuya adhesión se sabía desde el principio que sería difícil, el porcentaje de participación en los bonos externos sube a 93% y la adhesión total se eleva a 95%.

<sup>166</sup> Un poco más de dos tercios del total. En el caso de los bonos externos esta opción superó el 70%.

Pero la operación más destacada en los meses siguientes al “reperfilamiento” fue la emisión del Bono Internacional en UI en octubre de 2006, por un equivalente en dólares a poco más de USD 190 millones, con cupón del 10,25% y plazo de tres años. Este bono, el primer global en ser emitido por un país emergente en su propia moneda desde los incumplimientos de la década del treinta en el siglo XX, constituyó un mojón fundamental en el proceso de construcción de un mercado de instrumentos en moneda nacional, que se había iniciado en 2002. A partir de ese momento, los rendimientos de las emisiones locales en unidades indexadas comenzaron a alinearse en torno a la referencia que otorgaba el Internacional UI 2006. Además, también contribuyó a posicionar la curva de rendimientos en pesos nominales al combinarse con las expectativas de inflación y la instancia de la política monetaria.

La normalización del acceso al financiamiento internacional modificó drásticamente el panorama económico y financiero local. El nivel de actividad dio muestras claras de recuperación, recibiendo ya no sólo el impulso de las exportaciones, que se venían beneficiando de la depreciación del peso uruguayo, sino también del consumo interno. En el sistema bancario se fue alejando el fantasma de la corrida con un aumento de los depósitos en moneda extranjera del 12,7% en todo el año 2003, pero concentrado en el período junio-diciembre (10,3%)<sup>167</sup>.

Los activos de reserva prácticamente se duplicaron entre mayo y diciembre, pasando de USD 1.049 millones al 30 de mayo (luego de pagar los cupones corridos y los adelantos de efectivo en los instrumentos que adhirieron al canje) a USD 2.087 millones al 31 de diciembre de 2003. Más significativa aún fue la mejora de la posición en moneda extranjera y las reservas propias del BCU.

## 10

Durante la reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional de setiembre de 2002 hubo manifestaciones de satisfacción por la discusión que, en el ámbito del G-10<sup>168</sup>, venía teniendo la adopción de cláusulas de acción colectiva y recomendó al FMI avanzar hacia una propuesta concreta sobre el “enfoque estatutario” del SDRM para ser presentada en ocasión de la reunión del Comité en la primavera (boreal) de 2003.

Llegado abril de 2003, el Comité se congratuló por la inclusión de cláusulas de acción colectiva en nuevas emisiones de deuda de países emergentes, como el caso de México. Pero respecto del SDRM, se limitó a agradecer las explicaciones realizadas por el Director Gerente, Horst Köhler y los esfuerzos intelectuales alcanzados<sup>169</sup>. Durante la reunión, el

---

<sup>167</sup> La diferencia está explicada por el comportamiento de los depósitos de no residentes, ya que los de residentes crecieron a un ritmo bastante uniforme durante todo el año (poco más de USD 60 millones por mes). Los depósitos de no residentes cayeron USD 166 millones hasta mayo (concentrados entre febrero y marzo) y subieron USD 212 millones de junio a diciembre, para cerrar el año con un aumento de USD 46 millones.

<sup>168</sup> Además de los países del G-7 lo integran Bélgica, Países Bajos, Suecia y Suiza (pese a su denominación, está conformado por once países)

<sup>169</sup> Comunicado de Prensa N° 03/50 del Comité Monetario y Financiero Internacional, 12 de abril de 2003.

Comité concluyó que no era viable seguir adelante con la propuesta del SDRM (Fisher y Krueger, 2003).

## 11

La Carta Intención del 24 de febrero de 2003 fue seguida muy rápidamente de otra, firmada el 27 de junio. Pero a diferencia de lo ocurrido en 2002, donde cada Carta Intención señalaba el fracaso de un programa y el inicio de otro, en la nueva Carta de junio se destacaba el éxito del canje de deuda y se introducían algunos ajustes en las metas comprometidas en la Carta anterior<sup>170</sup>. Tanto en la de febrero como la de junio, el Banco Central se comprometió a una amplia agenda de medidas que reclamaría su atención en los meses venideros.

Por un lado, se había sustituido la idea de divulgar depósitos en forma quincenal por la publicación mensual de los estados contables de las instituciones financieras, con un rezago máximo de dos meses. Ese objetivo ya había sido implementado por la SIIF, pero encontraba algunas dificultades por el lado del BROU, que estaba en proceso de ajuste de sus sistemas de información. Además, se había comprometido como meta estructural que ningún banco que no cumpliera con toda la normativa prudencial de la SIIF sería reabierto, lo que se había cumplido en el caso del NBC, que abrió, y del Crédito, que no reabrió. Pero venía a continuación una tarea más demandante para los recursos humanos del Banco Central: la gestión de los activos en los fondos de liquidación que no habían sido traspasados al NBC, a los que se habían sumado los del Banco de Crédito.

En la Carta Intención de febrero las autoridades uruguayas se habían comprometido a presentar un plan de acción con la estrategia a seguir respecto de la gestión de los activos en los FRPB. En la Carta de junio, ese plan de acción pasó a ser condición previa de la aprobación del programa por parte del Directorio del FMI y se introdujo como meta estructural la tercerización de la gestión de activos de los FRPB<sup>171</sup>. Otros compromisos incluían la realización de una auditoría sobre la utilización de los recursos del FESB, la concreción de un acuerdo sobre un plan de reestructura para el BROU y la presentación al Parlamento de un proyecto de Ley de Reforma de la Caja Bancaria.

La tercerización del recupero de activos por parte del BCU había sido autorizada en la Ley de Fortalecimiento del Sistema Bancario de agosto de 2002<sup>172</sup>. Pero el Banco Central encontraría dificultades para organizar la tarea de recuperación de activos en los FRPB debido a los problemas de información contable, las dificultades para hacer inventarios de las carpetas de créditos a cobrar y la resistencia política y sindical a la decisión de

---

<sup>170</sup> En realidad, durante los dos años siguientes cada revisión del programa estaría acompañada de una nueva Carta Intención.

<sup>171</sup> Para contribuir a mejorar la recuperación de activos en los FRPB, la SIIF emitió una normativa de “arrastre” de calificaciones de deudores en la Central de Riesgos. De esta forma se buscaba sancionar un comportamiento selectivo de parte de los deudores por el cual se diera prioridad a atender sus deudas con los bancos “activos” en desmedro de sus obligaciones frente a los bancos en liquidación. Con esta norma, el incumplimiento frente a los FRPB, o incluso el cumplimiento con quitas, disminuía la capacidad del deudor de encontrar financiamiento en el resto del sistema, o al menos incrementaba sus costos.

<sup>172</sup> Artículo 10 de la Ley N° 17.523 de 4 de agosto de 2002.

poner la cobranza en manos de terceros. Esto último se manifestó, incluso, en llamados a comisiones parlamentarias de los directores del BCU e interpelaciones al ministro de Economía y Finanzas.

No fue hasta la designación por parte del Directorio de José Antonio Licandro a cargo de la Administración de Patrimonios Bancarios y, por lo tanto, de la gestión de lo FRPB, que el Banco Central comenzó a lograr avances concretos en la recuperación de activos. El nombramiento de Licandro era considerado el paso previo a la organización de la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario, creada por la Ley N° 17.613 de 27 de diciembre de 2002.<sup>173</sup>

La crisis bancaria había dejado otros problemas para la resolución por parte del Banco Central. Durante el trámite parlamentario de lo que terminaría siendo la Ley 17.613, algunos legisladores incluyeron un artículo en el que se pretendía dar solución a los ahorristas del TCB, otorgándoles un trato análogo a los depositantes de los bancos Montevideo y Caja Obrera, bajo ciertas condiciones<sup>174</sup>. Esta disposición obligó al Banco Central a examinar cerca de mil quinientos casos de depositantes en el TCB, trabajo que fue controlado por una Comisión que la Ley creó a tal efecto.

Pero por encima de las medidas inmediatas de normalización del sistema bancario, el Banco Central tenía en curso su defensa frente a las causas judiciales iniciadas en su contra y de las imputaciones políticas por su presunta responsabilidad en la crisis financiera. Debía, además, realizar la autocrítica de lo ocurrido en 2002, identificando

---

<sup>173</sup> El empeño del BCU en recuperar activos de las instituciones financieras fallidas llegó a alcanzar ribetes novelísticos. Tras varios sondeos sobre las posibilidades de éxito en la contratación de agencias de investigación para rastrear bienes de los responsables de la conducción de los bancos Comercial y Montevideo, el ministro de Economía y Finanzas, Isaac Alfie y el vicepresidente del BCU, Miguel Vieytes, se reunieron en la ciudad de Buenos Aires a mediados de 2004 con representantes de la firma IFPC (International Fraud Protection Consultants), de lo cual surgió una propuesta para localizar a Juan Peirano, en aquel entonces prófugo, y proceder, luego de su detención, al rastreo de bienes que se incorporaran a la masa de la liquidación del Banco de Montevideo. El Directorio del BCU aprobó la propuesta de trabajo de IFPC en setiembre de 2004. Un mes después se logró localizar a Juan Peirano en Estados Unidos, por lo que se puso en marcha la activación del Tratado de Cooperación Jurídico Penal entre ese país y Uruguay. Insólitamente, el juez responsable de la causa erró en la presentación de la solicitud de detención de Juan Peirano en Estados Unidos y el procedimiento quedó inconcluso. La publicación de un libro por parte del periodista Carlos Paolillo (Paolillo, 2006) con detalles de la investigación reactivó la actividad judicial, lo que culminó con la detención de Juan Peirano en Estados Unidos en mayo de 2006. Sin embargo, la segunda parte de la estrategia, la búsqueda de activos, nunca se llevó a cabo.

<sup>174</sup> Artículo 31 de la Ley N° 17.613 de 27 de diciembre de 2002. Las condiciones (tres) eran que las personas damnificadas fueran i) ahorristas de los bancos Montevideo y Caja Obrera, ii) cuyos depósitos hubieran sido transferidos a otras instituciones y iii) sin mediar su consentimiento. La creencia entre los legisladores era que los depósitos de algunas personas simplemente habían desaparecido de los bancos Montevideo y Caja Obrera y habían ido a parar al TCB de Islas Caimán. Como era notoria la situación de otros ahorristas que habían sacado sus ahorros del sistema bancario uruguayo temiendo un “corralito”, la solución legislativa puso bajo responsabilidad del Banco Central el análisis caso a caso. Pero el asunto se complicó cuando se pudo constatar que la hipótesis que había motivado la redacción del artículo 31 no era cierta: la gran mayoría de los depositantes en TCB conocían su existencia y habían autorizado su transferencia de fondos hacia allí, o al menos habían firmado documentación que así lo acreditaba, y además recibían regularmente correspondencia que daba cuenta de sus inversiones en certificados de depósito de TCB. La cuestión derivó hacia organismos internacionales, como la Comisión de Derechos Humanos de la OEA, la cual dictaminó que, si bien había habido consentimiento para transferir los fondos a TCB, éste estaba viciado de nulidad por el engaño al que habían sido inducidos los ahorristas por las autoridades del Banco Montevideo.

las fallas ocurridas en el proceso de supervisión y evaluando las posibles sanciones a aplicar. La sutil línea que separa las fallas en procedimientos con imputaciones de dolo o negligencia volvía aún más delicado el examen de lo actuado en 2002.

El Directorio del Banco Central entendió propicio hacer su propia evaluación del desempeño de la institución durante la crisis, en ocasión de tener que resolver sobre la investigación administrativa realizada sobre los procedimientos aplicados por la SIF en el control del Banco Comercial y la Compañía General de Negocios. El Directorio del Banco Central expresó en la Resolución<sup>175</sup>:

- i) La investigación administrativa permitió comprobar la existencia de debilidades y demoras en los mecanismos de supervisión;
- ii) Sin perjuicio de lo anterior, no existe nexo de causalidad entre las carencias y debilidades detectadas en la supervisión y fiscalización de las instituciones financieras y el daño causado como consecuencia de la situación de insolvencia que determinó su liquidación;
- iii) Tampoco surge de la investigación administrativa desarrollada conducta dolosa de ningún funcionario o exfuncionario afectado a las tareas de supervisión y fiscalización;
- iv) En función de los dos puntos anteriores, debe descartarse toda responsabilidad del Banco Central del Uruguay capaz de resultar alcanzada por la previsión recogida en el artículo 24 de la Constitución de la República<sup>176</sup>. Sólo puede existir responsabilidad cuando ha habido una relación directa e inmediata entre el comportamiento de la Administración y el perjuicio sufrido, ligamen inexistente en las entidades financieras analizadas.
- v) La situación de insolvencia de las entidades financieras del caso bajo análisis tuvo como acto determinante el conjunto de actos y operaciones dolosas perpetrados en ellas.
- vi) “Existió un fraude, que fue el resultado de una larga e ingeniosa secuencia de acciones u omisiones, deliberadamente realizadas por las máximas autoridades de las entidades, actuando conjunta y coordinadamente mediante sofisticada organización, que a la postre determinó numerosos procedimientos y la prosecución de actuaciones penales” contra directivos y accionistas.
- vii) Las maniobras con relevancia penal, fueron articuladas mediante la participación de numerosas entidades de diversa naturaleza, nacionales y extranjeras de distintas jurisdicciones, y concebidas de tal modo de lograr su ocultamiento frente a los propios controles internos, a las auditorías externas y a la regulación y supervisión del BCU, lo que imposibilitó su detección y frustró toda posibilidad de prevención del delito y de sus perjuicios emergentes en tiempo hábil.
- viii) Estas afirmaciones no se sustentan solamente en la investigación administrativa efectuada sino también en la propia instrucción realizada por el Juzgado Letrado

---

<sup>175</sup> Resolución de Directorio de 1° de octubre de 2003. Por dicha Resolución se sancionó con observaciones en el legajo a algunos funcionarios y exfuncionarios. Ellos apelaron y lograron sentencia favorable en el Tribunal de lo Contencioso Administrativo.

<sup>176</sup> Prevé la responsabilidad civil del Estado por el daño causado a terceros en la ejecución de los servicios públicos confiados a su gestión o dirección.

de Primera Instancia en lo Penal de Cuarto Turno, corroborada por los peritos auxiliares.

- ix) La situación crítica que desembocó en la liquidación de las entidades financieras tuvo como causa coadyuvante de las expresadas operaciones dolosas a la crisis del sistema financiero de la República Argentina, las consecuencias de las medidas adoptadas por las autoridades de dicho país a fines del año 2001 y el retiro masivo de depósitos que se produjera en Uruguay de febrero a julio de 2002.
- x) El Banco Central ya ha introducido modificaciones normativas, así como cambios sustanciales en la estructura organizativa de las SIIF y en el modelo de supervisión aplicado por ésta, priorizando el control sobre el gobierno corporativo y de gestión de las instituciones, a la luz de los problemas sufridos y de las dificultades constatadas para enfrentarlos, todo lo cual pretende dotar al organismo supervisor de nuevos y más eficaces instrumentos en el marco de las potestades intensificadas que surgen de la Ley N° 17.613 de 27 de diciembre de 2002.

El último punto de este testimonio del Directorio hace referencia al otro desafío que tenía el Banco Central por delante: aprender de las lecciones de la crisis y reformular su modelo de supervisión.

Sin perjuicio de que las medidas adoptadas a partir de julio de 2002 por parte de la SIIF estaban dirigidas a mejorar el cumplimiento por parte de Uruguay de los Principios para una Supervisión Bancaria Efectiva emitidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en 1997 (BCBS, 1997)<sup>177</sup>, la estrategia adoptada también resultaría consistente con la preparación de la SIIF para el cumplimiento de las recomendaciones de regulación bancaria que dicho Comité emitiría en el segundo acuerdo de capital de julio de 2004 (Basilea II).

Si bien había desvíos evidentes en la normativa uruguaya respecto de los requerimientos de capital establecidos en Basilea I, especialmente en lo referido a la ausencia de requisitos de capital por riesgo de mercado u operativo, entre las autoridades del BCU y la SIIF estaba claro que la crisis de 2002 no había estado relacionada con insuficiencias de capital por esos motivos sino con problemas de gobierno corporativo en la instituciones financieras que la SIIF no estaba preparada para evaluar ni la propia legislación establecía facultades suficientes para poder realizar. Las leyes bancarias de agosto y diciembre de 2002 ampliaron las facultades del BCU y la SIIF en esa materia, por lo que ahora el regulador tenía la responsabilidad de estar preparado para actuar de acuerdo con esas mayores atribuciones.

De allí que la prioridad de la SIIF estuvo dirigida a fortalecer el proceso de supervisión, replanteando su organización de modo de ser capaz de evaluar la forma en que los bancos gestionan sus riesgos. Se puso en marcha la metodología CERT<sup>178</sup>, en procura de

---

<sup>177</sup> Revisiones de estos Principios por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea serían emitidas en octubre de 2006 y setiembre de 2012.

<sup>178</sup> La sigla hace referencia a *Corporate Governance, Economic and financial condition, Risks and Technology*.

disponer de indicadores sobre posibles debilidades de las instituciones financieras e identificar acciones correctivas. También se comenzó a delinear un marco transparente bajo el cual el BCU estuviera en condiciones de determinar en qué medida los bancos son capaces de evaluar la suficiencia de su capital en relación al perfil de riesgo de su negocio y de mantener adecuado ese capital (Primer Principio bajo el Pilar 2 de Basilea II). Este trabajo concluyó con la presentación a las instituciones de intermediación financiera de los “Estándares Mínimos de Gestión” en noviembre de 2006.

En julio de 2005 se presentó una nueva normativa relativa a requisitos de capital por riesgo crediticio y de mercado, que terminaría siendo completamente implementada un año después<sup>179</sup>. En líneas generales la normativa cumplía con los requerimientos de los métodos estándar sugeridos en el Pilar 1 de Basilea II, aunque con variantes dirigidas a internalizar los riesgos de operar en una economía fuertemente dolarizada como la uruguaya.

Tanto en la regulación del sistema financiero, como en la gestión de la deuda pública y como en el desarrollo de instrumentos de política monetaria el Banco Central mostró una estrategia coherente en todas sus áreas a partir del año 2002 para profundizar el mercado de operaciones en moneda nacional y enfrentar en mejor medida que en el pasado los riesgos de la dolarización.

También se fueron introduciendo medidas para impulsar la disciplina de mercado en las instituciones financieras. Ya en agosto de 2001 se había comenzado a exigir la calificación de riesgo de las instituciones bancarias. Desde agosto de 2002 se comenzó a difundir en forma mensual los estados financieros de las entidades del sistema<sup>180</sup>. En julio de 2007 la SIIF emitió un conjunto de principios de transparencia y conductas de mercado que se esperaba que fueran cumplidos por las entidades financieras, de modo de facilitar la evaluación por parte de terceros del compromiso de los órganos de dirección y control de dichas instituciones en cuanto a la divulgación de información cuantitativa y cualitativa relevante.

## 12

Los informes de política monetaria divulgados por el Banco Central del Uruguay durante el año 2003 traslucen cierto grado de satisfacción con el funcionamiento del nuevo régimen de política monetaria. Desde el punto de vista operativo, el BCU fue capaz de cumplir con su meta para el promedio del año con un desvío del 0,1%, siendo el mayor apartamiento el del segundo trimestre, del orden del 0,4%.

Las fuentes de creación de dinero mostraron diferencias muy marcadas entre el período anterior y el posterior al canje de deuda. Hasta el mes de abril de 2003, cuando el sector público enfrentó mayores problemas de liquidez, las ventas de dólares al gobierno

---

<sup>179</sup> Los requisitos de capital por riesgo operacional y riesgo sistémico se introducirían más tarde, en diciembre de 2012.

<sup>180</sup> Si bien ya existía un Boletín del Sistema Financiero que se publicaba desde la década anterior, en setiembre de 2001 se había suspendido la divulgación de estados contables de las entidades financieras.

fueron un factor contractivo de la base monetaria, que no se llegó a compensar por las compras de divisas por parte del BCU en el mercado. La expansión de la base monetaria provino, por su parte, de la reducción de las disponibilidades del gobierno central y Banco de Previsión Social en el BCU y el BROU<sup>181</sup>. La situación financiera del gobierno cambió en forma drástica luego del canje de deuda, en buena medida por el diferimiento de pagos de capital, pero también por la mejora en la recaudación que acompañó el crecimiento en la actividad<sup>182</sup>. Consolidada su situación superavitaria en moneda nacional, el gobierno salió a comprar los dólares necesarios para atender sus obligaciones en moneda extranjera en el mercado de cambios, recurriendo en mucho menor medida a las compras al Banco Central. De esa forma, el principal factor de incremento de la base monetaria fue la compra de dólares en el mercado para fortalecer la situación de reservas y mejorar la posición en moneda extranjera, que fue esterilizada por la colocación de Letras de Regulación Monetaria.

Sin embargo, la recuperación más rápida de lo esperado de la actividad y un cambio estructural en el comportamiento de la demanda de dinero, por el cual se revirtió un proceso de dolarización que prácticamente no tenía interrupción desde comienzos de los ochenta, hicieron que la oferta de moneda nacional fuera insuficiente en relación al crecimiento de la demanda. El ajuste se produjo mediante un pronunciado descenso en la tasa de inflación, que medida en períodos de doce meses bajó de un máximo de 28,5% en marzo a un entorno de 11% entre setiembre y noviembre de 2003, finalizando el año con un crecimiento de los precios al consumo del 10,2%.

Más allá que las autoridades del Banco Central de esa época manifestaran que sus preferencias no eran simétricas respecto del signo del desvío en la inflación y que la reducción de ésta por debajo de lo esperado durante 2003 fue bienvenida<sup>183</sup>, la experiencia de ese año fue un ejemplo de la ineficiencia que las reglas fijas sobre instrumentos tienen desde el punto de vista del mejor cumplimiento de objetivos tales como la estabilidad de precios o el nivel de actividad. Apoyado en la experiencia de 2003 el Banco Central estaba dispuesto a dar un paso hacia el uso de reglas contingentes, pero había que definir su marco de aplicación.

En la Carta Intención del 27 de junio de 2003 se manifestó que con esta política monetaria el gobierno uruguayo estaba preparando el terreno para una futura adopción de un régimen de metas de inflación. La cuestión es qué se entendía por tal. Uruguay no estaba en 2003 en condiciones de participar en una suerte de inclusión en listas de *"inflation targeters"*, como las de Schaechter, Stone y Zelmer (2000), Mishkin y Schmidt-Hebbel (2002), Corbo, Landerretche y Schmidt-Hebbel (2002) e IMF (2006), ni estaba interesado en formar parte de algún club. Con la situación de 2003, bien podría aplicársele la opinión de Groucho Marx sobre el deseo de pertenecer a un club donde

---

<sup>181</sup> Debe tenerse presente que la definición de base monetaria utilizada toma las cuentas del gobierno central y BPS en el BROU como si estuvieran en el BCU, ya que tenían que estar marginalmente encajadas al 100%.

<sup>182</sup> El superávit primario del sector público no financiero aumentó de 0,2% del PBI en 2002 a 3,2% del PBI en 2003.

<sup>183</sup> De Brun (2004)

se lo acepte como socio. Pero sí apuntaba a aplicar los aspectos esenciales del régimen, aunque más no fuera en forma imperfecta, adoptando un enfoque evolutivo como el que en definitiva siguieron todos los países que figuran en dichas listas.

Un pilar básico sobre el cual el Banco Central podía apoyarse era que la restricción en materia de adelantos financieros al Estado, establecida en el artículo 48 de la Carta Orgánica de 1995, le otorgaba un grado considerable de autonomía operativa como para comprometerse a cumplir un objetivo sobre una variable nominal<sup>184</sup>. Especialmente, el régimen legal uruguayo limitaba considerablemente los síntomas de dominancia fiscal que pudieran entorpecer la política monetaria.

El segundo elemento era la voluntad del Banco Central de no comprometerse con el nivel de ninguna otra variable nominal, además de la evolución del nivel de precios. La devaluación real experimentada por el peso uruguayo en 2002 ofrecía un colchón razonable como para que las sempiternas discusiones sobre el nivel adecuado del tipo de cambio estuviesen atenuadas por un tiempo. Pero había que transmitir una señal al respecto que, por más que no resultara creíble en un principio, documentara un cambio en las reglas de juego. Por esa razón, el Banco Central del Uruguay anunció públicamente a fines de 2003 cuál sería su volumen de compras de dólares en el mercado, necesarias para cumplir con las metas de reservas internacionales acordadas con el FMI y reponer las que perdía por el resultado negativo que le generaban las operaciones en dólares<sup>185</sup>.

Por otra parte, con las compras de moneda extranjera realizadas durante 2003 el BCU había cerrado considerablemente la brecha que tenía a comienzos de año en materia de posición en moneda extranjera, lo que limitaba su necesidad de intervenir en el mercado de cambios con ese propósito. El gobierno central sí tenía que hacerlo, pero en la segunda mitad de 2003 el Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central habían acordado que el primero cubriera sus necesidades de moneda extranjera comprando en el mercado a través del sistema bancario.

Pero contar con autonomía operativa y no comprometerse a un objetivo sobre el tipo de cambio no implicaban nada nuevo con relación a la política monetaria basada en una regla simple sobre agregados aplicada en 2003. El movimiento hacia un esquema distinto estaría caracterizado por el uso de la proyección de inflación del Banco Central como una meta intermedia de la política monetaria (Svensson, 1997)<sup>186</sup>. Como

---

<sup>184</sup> De acuerdo con Masson, Savastano y Sharma (1997), no sería un prerrequisito para la adopción de un régimen de metas de inflación una situación de independencia formal del Banco Central, en lo que tiene que ver con el proceso de designación de sus directores, la intervención del Poder Ejecutivo en la aprobación de su presupuesto, el mecanismo de solución de controversias entre el Poder Ejecutivo y el Banco Central y los límites al financiamiento del sector público.

<sup>185</sup> Durante 2004 y 2005 el Banco Central realizó diversas acciones para reducir sus pérdidas operativas en moneda extranjera. Entre ellas, redujo considerablemente el financiamiento de reservas dependiente del sistema bancario local al no renovar los certificados de depósito a un año (previa modificación del régimen de encajes y modificación de la definición de reservas netas en el programa con el FMI), estimular el retiro de los depósitos en dólares del sistema bancario en exceso del requisito de encaje pagando una tasa de interés menor a la internacional, efectuar operaciones de recompra de bonos Brady y cancelar anticipadamente obligaciones con el FMI, por la parte que correspondiera al Banco Central.

<sup>186</sup> En el año 2004 el Banco Central estaba en proceso de construcción de modelos de predicción macroeconómica, adaptados a una economía que funcionara con tipo de cambio flotante. De acuerdo con De Brun (2004), las herramientas de predicción de corto plazo preferidas por las autoridades de la época

mecanismo de control de las proyecciones manejadas internamente en el BCU, se comenzó a recopilar una encuesta de expectativas de inflación entre los analistas de coyuntura económica.

El ministro de Economía y Finanzas, Isaac Alfie<sup>187</sup>, el Director de OPP, Ariel Davrieux y el presidente del BCU, Julio de Brun, acordaron en una reunión de equipo económico el objetivo de hacer retornar a Uruguay a inflación de un dígito en 2004. En la presentación del equipo económico de las perspectivas económicas para 2004 en el Foro de ACDE, se anunció un rango objetivo de la inflación de 7-9% para ese año. En consonancia con ese objetivo, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central resolvió, en la reunión del 30 de diciembre de 2003, reducir la meta de base monetaria para el primer y segundo trimestre de 2004 que habían sido fijadas en la reunión de 15 de octubre, en vista de las presiones inflacionarias que habían comenzado a detectarse a fines de 2003.

Durante 2004, el COPOM modificó decisiones previas en materia de metas de base monetaria con mucha más frecuencia de lo hecho en 2003. En la reunión de 20 de febrero se volvió a reducir la meta de base para el trimestre en curso (la variación anual del IPC se había incrementado en enero de 2004 respecto a diciembre de 2003 y los indicadores de inflación subyacente mostraban indicios de inflación en ascenso). En la reunión de 2 de abril se sustituyeron las metas puntuales de base monetaria por un rango a fin de dotar de mayor flexibilidad a la política monetaria. Durante el segundo trimestre, pese a que la inflación en períodos de doce meses comenzaba a ingresar en la zona de un dígito, la base monetaria promedio se situó cerca del extremo inferior establecido por el COPOM.

En el año 2004 comenzaba a tomar fuerza el “súper ciclo” de *commodities* que beneficiaría a los países productores de materias primas a lo largo de la década. El aumento en los precios de las exportaciones e importaciones de Uruguay, en un momento en que las expectativas devaluatorias mantenían el tipo de cambio cerca de los \$ 30 ante la incertidumbre de un año electoral, volvió a generar presiones alcistas sobre el IPC. Su variación en doce meses regresó a niveles de dos dígitos en julio y agosto, pese a que, en el COPOM del 6 de julio, temiendo que se escapara la posibilidad de cumplir la meta de inflación para el año, se volvió a modificar a la baja el rango de variación de la base monetaria.

Un cambio importante en las expectativas económicas comenzó a procesarse a mediados de año. Uno de los desafíos que enfrentaba la política económica en 2004 era que ante la inminencia de un cambio en la orientación económica tras las elecciones de ese año el gobierno tuviera dificultades para cerrar su brecha de financiamiento. Una temprana evaluación de la capacidad del gobierno para financiarse fue el resultado de las licitaciones semanales de Letras de Tesorería en moneda extranjera, que a comienzos de 2004 ya se hacían con un horizonte de un año de plazo. El gobierno observó con gran expectativa los resultados de las primeras licitaciones realizadas en marzo de 2004, cuyo

---

eran modelos univariados de la inflación y la descomposición de las variaciones en el Índice de Precios al Consumo por el método de componentes principales.

<sup>187</sup> Había reemplazado a Alejandro Atchugarry en agosto de 2003.

vencimiento acaecería con una nueva Administración. Afortunadamente, no mostraron cambios significativos en los montos y tasas colocados con respecto a las de las semanas previas. Luego llegaría el *upgrade* en la calificación de la deuda por parte de Fitch y Standard & Poor's, lo que permitió descensos en las tasas requeridas en las emisiones de deuda local, que animarían a las autoridades a extender el plazo de las colocaciones a dieciocho meses. A esto se sumarían las ampliaciones del Bono Global en Unidades Indexadas y la colocación del primer título en pesos nominales en el mercado global (con cláusula de protección por la devaluación)<sup>188</sup>.

De este modo, el sector público no financiero aparecía en julio de 2004 cubriendo todas sus necesidades de financiamiento hasta entrado el año, a lo que se sumaba que el Banco Central ya había completado las compras de divisas necesarias para todo el año anunciadas a fines de 2003. En el mercado internacional, el dólar perdía pie pese a que gradualmente la Reserva Federal ajustaba al alza la tasa de interés. Desde el punto de vista político, el anuncio por parte del candidato por el Encuentro Progresista, Tabaré Vazquez, de que su ministro de Economía sería, en caso de ganar las elecciones, el en ese entonces senador Danilo Astori, transmitió seguridades en cuanto a que no se producirían cambios de significación en la política macroeconómica cualquiera fuera el triunfador en los comicios de octubre y noviembre.

Todas estas circunstancias se acumularon para que en el último cuatrimestre la tendencia inflacionaria se quebrara y convergiera rápidamente a la meta propuesta para el año 2004<sup>189</sup>, de la mano de un valor del dólar frente al peso uruguayo que caía del entorno de \$ 29,50 hasta situarse entre \$ 27 y \$ 27,50. La caída de la inflación fue tan abrupta que obligó al Banco Central a un rápido cambio en la instancia monetaria. En el COPOM del 28 de setiembre se mantuvo el rango de base monetaria para los trimestres siguientes que se había establecido en el de julio. Pero dentro de la flexibilidad que ofrecía dicho rango, el Banco Central intentó dar señales de que comenzaba a darse un relajamiento en la política monetaria. Es en ese momento que, sin anuncios explícitos al público, se comienza a experimentar con el uso de la tasa de interés en moneda nacional como instrumento de política<sup>190</sup>.

---

<sup>188</sup> La Devaluation-Protected Note (DPN) de julio de 2004, por USD 250 millones.

<sup>189</sup> El año 2004 terminó con una inflación del 7,6% anual.

<sup>190</sup> Mientras el Banco Central bregaba por hacer descender la inflación desde el nivel superior al 10% en que se había asentado en los primeros ocho meses del año, la tasa promedio en las licitaciones de Letras de Regulación Monetaria había subido de 9% a 20% anual. En setiembre el Banco Central preguntó al Banco República sobre sus criterios adoptados para fijar su "tasa básica", que era la que servía de referencia para todas sus líneas de crédito. El BROU informó que la fijaba a comienzos de cada mes directamente vinculada a los resultados de las licitaciones de las LRM con plazo de noventa días del mes anterior. A raíz de ello, el Banco Central comenzó a actuar de modo que los resultados de las licitaciones de Letras a 90 días tuvieran en cuenta, además del cumplimiento de la meta de base monetaria y una configuración "razonable" de la curva de rendimiento de las LRM para distintos plazos, los efectos que éstas tenían sobre la tasa básica del BROU. Debido a ello, en los meses siguientes la tasa de las LRM a 90 días fue moviéndose a la baja, lo que fue seguido de movimientos en el mismo sentido por la "tasa básica" del BROU y, con algún rezago, por las tasas activas por operaciones en pesos en el resto del sistema bancario. Se esbozaba así la presencia de un canal de transmisión de la política monetaria a través del uso de la tasa de interés pagada por las LRM, cuya implicancia en términos de volumen de crédito y demanda agregada requeriría estaba lejos de ser clara.

En el COPOM del 28 de setiembre también se resolvió reducir el objetivo de inflación para los próximos doce meses al rango de 6-8%. La decisión generó cierto escepticismo en el mercado, teniendo en cuenta que se estaba a un mes de la primera vuelta electoral. Conocido el triunfo del Encuentro Progresista en octubre de 2004 y confirmado que Danilo Astori sería el ministro de Economía y Finanzas a partir del próximo 1° de marzo, el Directorio del Banco Central lo invitó a discutir diversos temas relativos al período de transición previo a la asunción de las nuevas autoridades. Entre ellos estaba la participación del futuro presidente del Banco Central en la reunión del COPOM de diciembre, en la que se decidiría el rango de inflación para el año 2005. El Directorio del BCU consideraba imprescindible desde el punto de vista de la consolidación institucional del nuevo régimen monetario que el horizonte de proyección del COPOM se mantuviera sin perjuicio del cambio en la Administración, postura que fue compartida por Danilo Astori. Éste confirmó, además, que Walter Cancela sería propuesto para la presidencia del BCU y que desde ese momento el Directorio debería tratar las cuestiones relativas a la transición con él.

De esta manera, en un contexto de caída de los indicadores de inflación subyacente y con las expectativas de inflación relevadas en la Encuesta del Banco Central finalmente convergiendo al rango objetivo en los próximos doce meses, el COPOM del 29 de diciembre de 2004 resolvió una nueva reducción en el rango de inflación objetivo para el año 2005, situándolo en 5,5-7,5%. Este objetivo, así como las metas operativas sobre base monetaria vinculadas contaron con la aprobación del futuro presidente del BCU, Walter Cancela, presente en la reunión<sup>191</sup>.

La tónica vendedora en el mercado de cambios durante el verano de 2005 y la caída en las tasas de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) a 6% en diciembre y 5% en marzo son reveladoras de la calma con que el mercado financiero local procesó el cambio de autoridades. Un resultado inimaginable un año atrás para una transición entre un gobierno del Partido Colorado y uno del Frente Amplio que, al menos en parte, se puede atribuir a la convalidación política de un esquema de política monetaria nacido en medio de muchas incertidumbres poco más de dos años atrás.

### 13

La somnolencia del mercado financiero en el verano de la transición hacia el primer gobierno de un partido político distinto a los tradicionales Colorado y Nacional no se vio alterada siquiera por la crisis experimentada por la cooperativa de intermediación financiera COFAC. Es difícil sostener que se tratara de un lejano eco de la crisis financiera de 2002. Durante el primer semestre de 2002 la cooperativa tuvo un porcentaje de retiro de depósitos relativamente bajo en comparación con el promedio del sistema, resultado en el que influyeron la particular forma jurídica de su mecanismo de captación de ahorro público, la ausencia de depósitos de no residentes y la relativa mayor participación de

---

<sup>191</sup> Cancela tuvo voz, pero no voto, en la reunión. De todos modos, la decisión del COPOM contempló el supuesto sobre inflación que los integrantes del nuevo equipo económico estaban manejando en sus proyecciones (6%).

operaciones en moneda nacional en comparación con el resto de instituciones financieras privadas. Con sus principales competidores en el segmento minorista del mercado en proceso de reestructura, como el BROU, en liquidación, como los bancos de Crédito y Caja Obrera, o experimentando una ingeniería de renacimiento, como el Nuevo Banco Comercial, COFAC tenía una oportunidad de expansión que diversas debilidades internas no permitieron aprovechar.

Problemas en la gestión de créditos y excesivos costos operativos determinaron resultados económicos desfavorables que ya en el tercer trimestre de 2004 demandaron una recapitalización de la institución, que a último minuto frenó una decisión de intervención ya tomada por el Directorio del BCU y la SIIF. Pero la recomposición patrimonial lograda en setiembre de 2004 se esfumó en los tres meses siguientes y el Superintendente Fernando Barrán solicitó a las autoridades de COFAC un plan de adecuación patrimonial.

La propuesta de COFAC fue recibida en la SIIF el 31 de enero de 2005. Tras un análisis exhaustivo de la situación, Barrán explicó al Directorio del BCU que el plan de adecuación presentado por COFAC no ofrecía ninguna certeza en cuanto a sus resultados. Además, introducía una hipótesis de capitalización por parte del gobierno que asumiría el 1° de marzo. Barrán informó al Directorio que la auditoría de TEA Deloitte & Touche no estaría pronta hasta fines de marzo, por lo que recomendó trabajar con balances no auditados dado el riesgo de la situación.

El Directorio decidió convocar a Walter Cancela para discutir la situación y consultarle acerca de la opinión del nuevo gobierno sobre la capitalización que COFAC proponía de parte del Estado. El ministro Isaac Alfie, todavía en funciones, ya había indicado que no estaba en condiciones de tomar medida alguna antes del 1° de marzo sin contar con los balances auditados de la institución, por lo que la última palabra la tenía el ministro entrante, Danilo Astori.

Cancela informó a los Directores del BCU que en el Frente Amplio no había una decisión tomada con respecto a COFAC<sup>192</sup>. La SIIF entendió que la capitalización inmediata de COFAC era imprescindible dado su incumplimiento mostrado en el pasado a los planes de adecuación. El Directorio del BCU resolvió que la SIIF continuara con los procedimientos respecto de la cooperativa, lo que dio lugar a que el 28 de febrero se le comunicara a COFAC que el 15 de marzo debía dar cumplimiento al requisito de capital mínimo.

El 2 de marzo Barrán informó al Directorio que el balance de COFAC al 31 de enero mostraba un patrimonio ligeramente positivo, aún con los ajustes establecidos por la SIIF. Esa sería la información que ese día se colgaría en la *web* del BCU<sup>193</sup>. Se recibió una nota de COFAC indicando que se estaban realizando gestiones con el banco argentino Credicoop para una capitalización. El presidente del BCU, Julio de Brun, dio cuenta en el Directorio que ese día se había comunicado con el ministro de Economía y Finanzas,

---

<sup>192</sup> Acta N° 2646 A de 25 de febrero de 2005.

<sup>193</sup> Al 31 de enero de 2005 COFAC tenía un patrimonio de USD 71 mil, una Responsabilidad Patrimonial Neta (RPN) de USD 8.2 millones y debía alcanzar una RPN Mínima de USD 25 millones.

Danilo Astori, indicándole que, si bien el dato del patrimonio positivo publicado permitía mantener el compás de espera hasta el 15 de marzo, si llegaba a producirse una corrida de depósitos en COFAC, se la intervendría inmediatamente.

La corrida se disparó al día siguiente, en el que además se supo que Credicoop no participaría de la capitalización. El 4 de marzo, el Directorio del BCU invitó a Walter Cancela para informarle que la situación de COFAC ameritaba la inmediata suspensión de actividades, la que se haría efectiva desde la hora 13 de ese día<sup>194</sup>. También se le mostró una nota de las propias autoridades de la cooperativa indicando que dado el nerviosismo en la plaza ponía en conocimiento del Superintendente la situación para que se “dispongan las mejores decisiones en favor del ahorro público”. El ministro Astori también había sido puesto en antecedentes y envió una nota al BCU en la que manifestó su interés en que se realice el pago de sueldos y pasividades pendientes en COFAC por hasta \$ 3.000 por persona que serán reembolsados por el Fondo de Garantía de Depósitos de inminente reglamentación<sup>195</sup>.

En los días siguientes, mientras la SIIF analizaba la propuesta de capitalización que le había acercado la cooperativa el 7 de marzo, el MEF seguiría autorizando al BCU a ampliar los adelantos sobre los sueldos y pasividades que debía pagar COFAC. El plan de capitalización preveía un acuerdo colectivo entre socios de la cooperativa por el cual se realizaban aportes equivalentes a un cierto porcentaje de sus depósitos. El Poder Ejecutivo promovió ante el Parlamento la aprobación de una Ley por la cual se autorizaba la celebración de acuerdos con cláusulas de acción colectiva entre los acreedores de una cooperativa de intermediación financiera suspendida por el Banco Central del Uruguay. De acuerdo con la Ley, una adhesión de una mayoría simple de acreedores que representaran la mayoría de los créditos de una cierta categoría hacía obligatorio el acuerdo para todos los créditos de ese grupo<sup>196</sup>. Las autoridades de COFAC aspiraban a lograr una capitalización de USD 40 millones mediante este procedimiento.

El mismo día que Poder Legislativo aprobaba esta Ley, De Brun y Vieytes ponían fin a su ciclo en el Banco Central del Uruguay, siendo reemplazados por Walter Cancela en la presidencia del instituto y César Failache en la vicepresidencia. Para el primero implicaba un regreso a la institución donde comenzó su actividad laboral. Iniciaba, además, un ciclo de funcionarios o ex funcionarios del Banco Central a cargo de la presidencia de la institución. Andrés Pieroni continuaría actuando como director hasta el 11 de abril, fecha en que el Partido Nacional, ante la falta de acuerdo entre el gobierno y la oposición sobre la integración de los entes autónomos, requirió a todos sus representantes en los Directorios que presentaran su renuncia.

La Ley aprobada el 10 de marzo habilitó la convocatoria por parte de COFAC a sus socios ahorristas para capitalizar parte de sus depósitos adhiriendo al “Acuerdo Colectivo de Capitalización y Reprogramación de Depósitos de COFAC”. El 15 de marzo el

---

<sup>194</sup> Resolución de Directorio N° 99/2005 de 4 de marzo de 2005.

<sup>195</sup> El Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios y la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario creados por la Ley N° 17.613 de 27 de diciembre de 2002 fueron en definitiva reglamentados dos semanas después por el Decreto N° 103/005 de 17 de marzo de 2005.

<sup>196</sup> Ley N° 17.863 de 10 de marzo de 2005.

Superintendente Barrán informó al Directorio que COFAC había alcanzado las mayorías requeridas para el acuerdo de capitalización. Se había logrado una integración de partes sociales por depósitos a la vista, a plazo y subordinados por USD 34 millones, a los que se sumaban una integración adicional de Credicoop, de créditos de la Corporación Nacional para el Desarrollo y una ganancia por el rescate de obligaciones negociables de COFAC al 70% del valor nominal, lo que llevaba el total del incremento patrimonial a USD 39 millones. El Banco Central resolvió levantar la suspensión de actividades y autorizar una operación de *repo* para otorgar liquidez a la cooperativa.

Lamentablemente no se repitió en el caso de COFAC la historia de éxito que había permitido la liberación adelantada de los depósitos reprogramados en el BROU y el surgimiento del Nuevo Banco Comercial. La cooperativa nunca logró consolidar su modelo de negocio ni recuperar la confianza de sus ahorristas. Entre abril y diciembre de 2005 sufrió pérdidas todos los meses, acumulando al cierre del período un acumulado de USD 8,6 millones. También experimentó retiros de depósitos casi todos los meses entre su reapertura hasta el mes de enero de 2006, por un total de USD 87 millones. En el período sólo había retenido un 23% de los depósitos reprogramados a medida que se liberalizaban, adquiriendo mayor gravedad esa cuestión en enero, ya que todos los depósitos que quedaban libres en ese mes se habían retirado.

Es así que el 1° de febrero de 2006 Fernando Barrán propuso al Directorio la suspensión preventiva de actividades de COFAC<sup>197</sup>. Además del incremento en los retiros de depósitos durante la segunda quincena de enero, el Superintendente hacía notar la insuficiencia de liquidez de la cooperativa para continuar atendiendo ese ritmo de devolución de depósitos, amén de que se estaba incumpliendo el requisito de encaje mínimo sin que se advirtieran elementos que permitieran revertir esa situación. Barrán también destacó la no adopción por parte de COFAC de las medidas requeridas por la SIIF para impedir que los resultados negativos acumulados afectasen la situación de cumplimiento con el patrimonio mínimo requerido, así como para lograr la viabilidad económica y financiera de la Cooperativa.

El deterioro de COFAC no era desconocido para las autoridades uruguayas, que desde un tiempo atrás habían realizado gestiones ante el gobierno de Venezuela para lograr una eventual ayuda financiera a la Cooperativa. Terminada la exposición de Barrán ante el Directorio, Cancela informó que ese día había recibido un fax del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (Bandes) de Venezuela indicando que había decidido formar parte de COFAC y aportar USD 10 millones.

El 2 de febrero de 2006, a las doce y cuarto, el Directorio del BCU resolvió la intervención de COFAC con desplazamiento de autoridades.

La crisis de COFAC le dio la oportunidad a la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario (SPAB) de estrenar sus procedimientos. El 26 de abril de 2005 el Directorio del Banco Central del Uruguay había cursado nota al Ministerio de Economía y Finanzas y a

---

<sup>197</sup> Acta de Directorio N° 2707 de 1° de febrero de 2006.

los aportantes al Fondo de Garantía para que propusieran las respectivas ternas para ocupar la vicepresidencia y el cargo de vocal de la Comisión del Ahorro Bancario<sup>198</sup>.

Decretada la suspensión de actividades de COFAC se puso en marcha el mecanismo de resolución de crisis que la existencia del Fondo de Garantía de Depósitos habilitaba. Mientras tanto continuaba adelante el proceso que conduciría a la adquisición de los activos y pasivos de la Cooperativa por parte del Banes. Una vez que el Directorio del BCU comunicó al MEF que no había objeciones a que Banes a que se transfiera a Banco Banes Uruguay S.A. los activos y pasivos de COFAC, el Poder Ejecutivo autorizó a Banes Uruguay a realizar actividad de intermediación financiera. El proceso culminó a fines de agosto con la celebración del contrato de compraventa y transferencia a título universal de activos y pasivos de COFAC a Banco Banes Uruguay. Los depositantes de COFAC pasaron a serlo de Banes en las mismas condiciones.

El Fondo de Garantía de Depósitos había mostrado su utilidad para resolver una crisis específica de una entidad del sistema bancario, sin que se produjeran externalidades negativas para el resto del sistema. Si bien la colaboración del gobierno venezolano fue providencial, la suspensión de actividades de COFAC cuando todavía contaba con patrimonio positivo redujo el riesgo para los recursos aportados por el Estado y el resto de los bancos del sistema a través del Fondo de Garantía.

## 14

El Directorio presidido por Cencela tuvo su primera reunión de COPOM el 30 de marzo de 2005. La situación en materia de inflación era exactamente la opuesta a la de apenas seis meses atrás, cuando la inflación se situaba por encima del rango objetivo del Banco Central. La inflación acumulada en los doce meses terminados en enero y febrero de 2005 se situaba en 5,7%, prácticamente en el límite inferior que el COPOM de diciembre había establecido para el año 2005. Vista la continuada mejora en la demanda de dinero por encima de las previsiones, se resolvió modificar al alza el rango de variación de la base monetaria respecto del fijado en diciembre de 2005, al tiempo que el objetivo de inflación para marzo de 2006 se redujo al intervalo 5-7%.

Pero la tendencia declinante de la inflación continuó hasta agosto de 2005, cuando llegó en el acumulado de doce meses a 3,42%. El antecedente más cercano con un guarismo similar (3,38%) fue el de noviembre de 1999, cuando un Uruguay en recesión se trataba de acomodar al impacto sufrido por la devaluación de Brasil en enero de aquel año. Considerando simultáneamente condiciones de ausencia en general de control administrativo de precios, libertad cambiaria y crecimiento económico, la inflación registrada en los doce meses terminados el 31 de agosto es la más baja desde la década

---

<sup>198</sup> La Comisión, a cargo de la SPAB (según establecía el Decreto N° 103/005 de 17 de marzo de 2005), quedó presidida por José Antonio Licandro como Superintendente de Protección del Ahorro Bancario, cesando en las funciones que venía desempeñando como Supervisor y Director de los Fondos de Recuperación de Patrimonio Bancario Juan Carlos Álvarez fue designado en su lugar. Los otros miembros de la Comisión fueron Hugo Libonatti quien ocupó la vicepresidencia y Gustavo Michelin quien fue elegido de la terna presentada por los bancos para desempeñarse como vocal. (Acta de Directorio N° 2677 de 17 de agosto de 2005).

del treinta del siglo XX, cuando se empezó a recopilar sistemáticamente el Índice de Precios al Consumo.

A partir de ese momento comenzó a subir. Sin embargo, la preocupación para las autoridades monetarias comenzó a inclinarse por la apreciación que venía experimentando la moneda local, pese a que las tasas de interés que se pagaban por las Letras de Regulación Monetaria se situaban en torno al 4% y la tasa *call* interbancaria operaba la mayor parte del tiempo cercana a cero. En el cuarto trimestre de 2005 se celebraron dos sesiones extraordinarias de COPOM: el 8 de noviembre y el 16 de diciembre. En la primera de ellas se elevó la meta operativa de la base monetaria promedio, ubicándola sobre el borde superior del rango anunciado el 29 de setiembre, mientras que en la segunda se elevó el rango objetivo para el trimestre corriente en un 3%. El COPOM del 8 de noviembre estableció que el aumento en el objetivo de base monetaria se utilizara para comprar dólares en el mercado por hasta USD 140 millones en los meses de noviembre y diciembre.

En diciembre comenzó a funcionar el Comité de Coordinación Macroeconómica, un grupo de trabajo que integraba al Ministerio de Economía y Finanzas y al Banco Central del Uruguay, que quedaría incorporado con rango legal en la reforma de la Carta Orgánica del BCU que en los años venideros se discutiría en el Parlamento. Del acuerdo entre el MEF y el BCU surgió la resolución del COPOM de 29 de diciembre de 2005, en la que se anunció un nuevo descenso en el rango objetivo de la inflación para 2006, situándolo en 4,5% - 6,5% y la introducción de una meta intermedia sobre la cantidad de dinero definida como M1<sup>199</sup>. Según lo que se explicó, el Banco Central quería contar con una mayor flexibilidad en el manejo de sus instrumentos de política monetaria, en un momento donde el crecimiento de los agregados monetarios más amplios se había acelerado pues la revisión al alza en la meta de base monetaria se había combinado con un aumento en el multiplicador bancario y un crecimiento en el crédito doméstico. La meta indicativa de crecimiento del M1 en el transcurso de 2006 se estableció en 12,6%, en consonancia con lo que se esperaba sería el crecimiento del gasto nominal en el año siguiente. Este porcentaje era, sin embargo, extremadamente restrictivo teniendo en cuenta que a fines de 2005 el M1 estaba creciendo a tasas del 30% respecto del año anterior. De hecho, la meta indicativa del M1 para 2006 no se cumplió, quedando en una variación del 20% anual<sup>200</sup>.

El cambio de énfasis en el instrumento desde la base monetaria hacia el M1 fue, de todas maneras, oportuno. La reducción en el crecimiento de este agregado, aunque menor a la proyectada inicialmente, permitió frenar el proceso alcista de la inflación y mantenerla dentro del rango objetivo para 2006<sup>201</sup>.

---

<sup>199</sup> Circulante en poder del público más depósitos a la vista del sector privado no financiero en el sistema bancario.

<sup>200</sup> En la reunión del COPOM de marzo de 2006 el objetivo de variación de M1 se elevó a 25% para los doce meses terminados en marzo de 2007. La variación observada resultó algo menor.

<sup>201</sup> El año 2006 cerró con un incremento de los precios al consumo del 6,38%. En algunos meses del año la variación en períodos de doce meses había superado transitoriamente el extremo superior del 6,5%, para luego descender nuevamente. De todos modos, el mes de inflación acumulada más alta fue agosto, con 6,85%.

A fines del 2005 se incorporó Alvaro Correa al Directorio del Banco Central del Uruguay, completando su integración. Desde el principio, mostró preocupación por organizar el proceso de toma de decisiones por parte del Comité de Política Monetaria. En el mes de febrero, Correa propuso determinar las etapas a seguirse con relación al COPOM previsto para el 30 de marzo de modo de que permitan una mejor evaluación de los informes de la División Política Económica. El objetivo era poder generar, cerca de un mes antes del COPOM, una instancia de discusión entre los técnicos de la institución y del MEF para intentar compatibilizar objetivos y discutir alternativas. De esta forma, unos veinte días antes del COPOM se podrían “formalizar los planteos técnico-institucionales para generar informes a nivel político entre el Directorio del BCU y las autoridades del MEF y realizar las reuniones necesarias para tomar definiciones de cara a la sesión del COPOM”. La División Política Económica también debía preparar para presentar en la referida sesión alternativas de política monetaria, sobre la base de los escenarios que resulten del intercambio con el MEF, indicando la alternativa recomendada. El Directorio del BCU también se propuso reanalizar la metodología de comunicación del informe del Comité, lo que incluiría la revisión de los ámbitos de su presentación.

Durante el año 2006 las decisiones de política monetaria reflejaron la tensión entre dos objetivos de la política monetaria: mantener la inflación dentro del rango propuesto por el Banco Central y evitar una excesiva apreciación del peso uruguayo en un contexto de ingreso de capitales, consecuencia lógica de la reducción de la prima por riesgo país en esos años. Las metas respecto del agregado M1 anunciadas en diciembre se aumentaron en los meses siguientes, decidiéndose que el mayor margen de expansión monetaria debía destinarse al aumento de reservas internacionales. De esa forma, se flexibilizaba la meta cuantitativa para adaptarse a lo que se percibía como un aumento en la demanda de dinero. Con el mismo propósito de ganar flexibilidad se decidió en una reunión de COPOM de 5 de julio de 2006 extender el horizonte de política monetaria a dieciocho meses<sup>202</sup>. Por otra parte, se pretendía mediante las intervenciones en el mercado de cambios reducir la volatilidad del precio del dólar respecto de la moneda uruguaya, evitando afectar la que se percibía como su tendencia. Las decisiones del COPOM se acercaron a una combinación óptima de instrumentos que mantuviera la inflación dentro de los objetivos y el nivel de actividad estable en torno a su nivel de tendencia, aunque con un exceso de intervenciones esterilizadas que retrasaron la convergencia de la tasa de interés nominal al nuevo equilibrio.

El año 2006 cerró con la inflación dentro del rango previsto, lo que dio ánimo a las autoridades del MEF y el Banco Central para acordar en el Comité de Coordinación

---

<sup>202</sup> Suele criticarse al régimen de metas de inflación atribuyéndole falta de visión en el diseño de la política monetaria respecto de sus efectos sobre la estabilidad del producto y el empleo. La crítica es injustificada. Es perfectamente compatible la implementación de un sistema donde el Banco Central se compromete con una meta de inflación y al mismo tiempo incorpora en la “función de pérdida” un componente de desvío del producto o el empleo respecto del correspondiente a la “tasa natural” de desempleo, o al “producto potencial”. La mayor o menor ponderación que se otorga a estos desvíos en el nivel de actividad se refleja en el horizonte de tiempo en el cual el Banco Central se compromete a alcanzar su objetivo de inflación. Véase Svensson (1997).

Macroeconómica una reducción, con miras a junio de 2008, a un nuevo rango meta de 4-6%. El COPOM de 28 de diciembre ratificó la vigencia de los agregados monetarios como instrumento y, detectando nuevas presiones inflacionarias, sobre todo en los precios internacionales, se redujo la expectativa de crecimiento del M1 al 15% anual. Sin perjuicio de ello, había comenzado a procesarse en el Banco Central la discusión sobre el cambio a un régimen monetario basado en metas operativas sobre la tasa de interés<sup>203</sup>.

La inflación comenzó a acelerarse rápidamente en los primeros meses de 2007, saliéndose del rango objetivo de la política monetaria. El empuje de los precios internacionales, tanto de los productos exportables como los importables, en un período donde el tipo de cambio nominal sólo se apreció levemente, motivó que la inflación llegara en los doce meses terminados en marzo a 7,36%. La tensión entre revisar a la baja la meta de crecimiento de M1 y evitar, mediante intervenciones esterilizadas, la apreciación nominal del peso uruguayo volvió a estar presente en dicho año. También se comenzó a actuar sobre los excedentes de liquidez de las instituciones financieras, de manera de comenzar a experimentar un “corredor de tasas” determinado por una tasa de captación de depósitos por parte del BCU y una de facilidad de crédito en el superior, que se podría utilizar hasta 30 minutos antes del cierre del mercado. Esta última se establecía sin perjuicio de la existencia de la tasa Lombarda, que permanecía como instrumento de provisión de liquidez al mercado<sup>204</sup>. Entre las medidas adoptadas ese año estuvo también el cambio en el régimen de encajes aplicable al BROU, al que se lo armonizó con el resto del sistema financiero. Se derogó así la Resolución D/184/91 de 7 de marzo de 1991, por la que las cuentas del gobierno central y el BPS en el BROU tenían un encaje marginal del 100%. La medida entró en vigencia el 1° de setiembre de 2007, pero se revirtió diez meses después.

Luego de experimentar con el “corredor de tasas”, el 4 de setiembre de 2007 el Banco Central finalmente anunció el cambio de régimen monetario a uno basado en la tasa de interés interbancaria como meta operativa de la política monetaria, ratificando el objetivo de inflación en el rango de 4-6% en un horizonte de 18 meses. La meta para la de interés de referencia se fijó en 5% anual (aumentándola respecto de la que se venía usando sin anunciar públicamente), con un rango entre 4 y 6% que lo determinaban dos instrumentos: la facilidad de depósitos y la facilidad de créditos. Se anunció también que el COPOM pasaría a sesionar mensualmente, con anuncios de la tasa de referencia el tercer día hábil de cada mes.

---

<sup>203</sup> El 23 de agosto, Alberto Graña concurrió a la sesión de Directorio para informar que se estaba trabajando en la conformación de un grupo de análisis con funcionarios de la Gerencia de Política Monetaria y Operaciones y otros técnicos contratados, para discutir la eventual transición a un régimen de política monetaria basado en metas operativas sobre alguna tasa de interés de mercado. Se comenzaría con el estudio de la bibliografía específica y el análisis de experiencias similares en otros países. En principio, se estudiarían los casos de Perú, Chile y Brasil. Luego se verían las especificidades de la economía uruguayana. También se preveía realizar una ronda de conversaciones con técnicos de institutos o consultores privados.

<sup>204</sup> La tasa Lombarda, o de “facilidad marginal de crédito”, había sido introducida por Resolución de Directorio de 20 de abril de 2005. Desde ese momento estaba fijada en 10% anual.

El comunicado del COPOM reconoció que el régimen de agregados monetarios cumplió bien sus objetivos. En los tres años en que se aplicó, en dos de ellos la inflación quedó dentro del margen anunciado y en el otro se ubicó por debajo. En 2007 se estaba teniendo problemas, derivados de la contaminación del objetivo de inflación con otras aspiraciones de la política monetaria.

Entre junio de 2007 y 2008 el valor del dólar en pesos uruguayos cayó de \$ 23,9 a \$ 19,5, al tiempo que la tasa de interés de referencia subía a 7% en el COPOM de octubre y a 7,25% en la reunión de noviembre. Luego permanecería en ese nivel hasta octubre de 2008, pero como la Reserva Federal aplicó en ese mismo lapso continuos descensos en su tasa objetivo, el efecto para Uruguay era análogo al de una mayor restricción monetaria. El Banco Central intentó frenar la apreciación del peso con intervenciones esterilizadas en el mercado de cambios, que provocaron un aumento del tamaño del balance de la institución, con más activos de reserva y más pasivos en moneda nacional.

La inflación cortó su proceso ascendente y comenzó a disminuir, gradualmente, hasta quedar un poco por encima del 7% anual en los doce meses terminados en abril de 2008. Allí encontró resistencia para seguir bajando, en un contexto de suba de precios internacionales, aumento de la actividad doméstica y tensión en el mercado laboral, donde el desempleo descendía a valores que podrían considerarse por debajo del “natural”.

Las autoridades buscaron mecanismos alternativos a la apreciación nominal del tipo de cambio para frenar el crecimiento de la demanda agregada y apuntaron a un incremento de los encajes. Entendiendo que en una economía con dos monedas como la uruguaya debía frenarse tanto la generación de créditos en moneda nacional como en moneda extranjera, el 24 de abril se decidió establecer un encaje adicional del 8% sobre depósitos a la vista en moneda nacional (y plazo de menos de treinta días), del 10% sobre depósitos de residentes en moneda extranjera a la vista de (categoría que también incluyen a plazo hasta 180 días) y del de 35% sobre depósitos de no residentes netos de activos en el exterior. En cuanto al BROU, se volvió a establecer un encaje del 100% sobre depósitos a la vista en moneda nacional del gobierno central y el BPS, cuya vigencia sería desde 1° de julio de 2008.

La efectividad del aumento del encaje fue de todos modos limitada, por dos motivos. En primer lugar, las instituciones financieras contaban con liquidez excedente suficiente para cubrir el aumento de encajes. Por lo tanto, se trataba de recursos ociosos que ya estaban depositados en el Banco Central, cambiando del casillero “voluntario” a “requerido”. En segundo lugar, uno de los efectos de un aumento del encaje es la suba de la tasa *overnight* entre bancos, pero el COPOM no modificó la tasa de referencia hasta octubre. Por lo tanto, para mantener la tasa entre bancos incambiada, el Banco Central debía terminar proporcionando la liquidez que se pensaba retirar con la suba del encaje.

Pese a estas y otras medidas<sup>205</sup>, la inflación seguiría situándose, con oscilaciones, más de 100 puntos básicos por arriba del límite superior del rango objetivo de 4-6%. En octubre el Directorio del Banco Central, en el que ya no se encontraba Alvaro Correa<sup>206</sup>, reunido en la reunión del COPOM, votó un aumento en la tasa de referencia de la política monetaria a 7,75%. Pocos días después, el 23 de octubre, Cancela y Failache celebrarían su última sesión de Directorio.

## 15

La crisis de 2002 y su posterior salida dejó numerosas enseñanzas en el Banco Central, acompañadas de un sentimiento de responsabilidad por lo ocurrido que debía corresponderse con una voluntad de cambio. Quizás el caso más claro de todos es el de la SIIF, que de la mano de un nuevo modelo de supervisión introdujo modificaciones en su organización. Pero en mayor o menor medida todas las áreas del BCU sintieron el llamado de revisar lo hecho y aportar una nueva visión a la institución.

La SIIF había contratado a la consultora McKenzie en 2004 para que contribuyera al diseño de la nueva organización en el marco de las potestades ampliadas y de la estrategia de supervisión a aplicar. Por su parte, el Directorio del Banco integrado por De Brun, Vieytes y Pieroni entendió que el esfuerzo de mejora hecho por la institución durante la crisis debía consolidarse. Debido a ello, el Banco contrató a McKenzie a mediados de 2004 para ampliar el trabajo realizado en el SIIF con una dimensión pensada para todo el BCU.

Las conclusiones del trabajo, presentadas a fines de 2004, recogieron muchas iniciativas que desde hacía tiempo se incluían en documentos internos del Banco Central. Las principales transformaciones que deberían integrarse al futuro plan estratégico de la organización eran:

- i) La autonomía del Directorio del BCU respecto del ciclo político-electoral, estableciendo un mandato escalonado entre los directores que no fuera coincidente con el período de gobierno.
- ii) La unificación de todas las áreas de regulación, supervisión y control en una Superintendencia de Servicios Financieros, que agrupara a la SIIF, la Superintendencia de Seguros y Reaseguros, y el Área de Mercado de Valores y Control de AFAPs, que funcionaba bajo la dependencia de la Gerencia General<sup>207</sup>.
- iii) Unificación de la gestión de la División Política Económica y la Gerencia de Operaciones.

---

<sup>205</sup> Desde el 4 de junio de 2008 se autorizó la integración en dólares de LRM en pesos nominales o unidades indexadas con plazo mayor a un año, para evitar posibles movimientos desestabilizadores de corto plazo en el mercado de cambios.

<sup>206</sup> Presentó renuncia el 25 de junio, la que se hizo efectiva el 14 de julio.

<sup>207</sup> El Área de Mercado de Valores y Control de AFAPs provenía, en realidad, de dos dependencias separadas que actuaban reportando al Gerente General. En oportunidad de la jubilación de uno de los Gerentes de Área fue sustituido por Rosario Patrón con lo que Mercado de Valores y Control de AFAPs quedaron trabajando independientemente, pero bajo un mando unificado.

- iv) La separación de la Superintendencia para la Protección del Ahorro Bancario como un organismo independiente del BCU.
- v) Sin perjuicio de mantener la función de agente financiero del gobierno, debía crearse una oficina de deuda dependiente del Ministerio de Economía y Finanzas.

Finalizada la consultoría y definida la agenda de trabajo a largo plazo para el BCU, era necesario que fuera convalidada por el nuevo Directorio, a lo que también contribuyó el trabajo coordinado entre las autoridades salientes y las entrantes en el verano de 2005.

El Directorio de Cencela y Failache recibió con entusiasmo la iniciativa del cuerpo gerencial del banco. Ya vimos que la crisis de COFAC había disparado la creación de la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario, dentro del Banco Central, la que quedó integrada en el transcurso de 2005. Con el fin de implementar la estrategia de mediano plazo del BCU, el 23 de mayo se procedió a la designación de la consultora Alicia Alonso, quien debía reportar a un Comité de Coordinación y Seguimiento del Proyecto de Transformación, que era conocido internamente como el G6.

El 6 de julio de 2005 se resolvió que los cometidos, atribuciones y cargos correspondientes a la División Mercados de Valores y Control de Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, dependientes de la Gerencia General, pasaron a depender de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros.

En el Ministerio de Economía y Finanzas había un ambiente proclive para promover iniciativas legales que fortalecieran al Banco Central, incluyendo una reforma a la Carta Orgánica. El 14 de setiembre de 2005 el Directorio designó una Comisión integrada por el Gerente de División de Política Económica, Umberto Della Mea; el presidente de la Comisión de Protección del Ahorro Bancario, José Antonio Licandro; el Superintendente Fernando Barrán y Gerente de Área de la Asesoría Jurídica Notarial, Hebert Bagnoli, para redactar proyectos de Ley que posibiliten la unificación de la supervisión de las instituciones de intermediación financiera, los seguros y reaseguros, el mercado de valores y el control de las AFAPs en la órbita del BCU y la independencia institucional de la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario. El trabajo de esta Comisión junto con los asesores y autoridades del MEF culminó el 28 de diciembre de 2005 con el envío por parte del Poder Ejecutivo al Parlamento del Proyecto de Reforma de la Carta Orgánica del BCU.

Algunas transformaciones que se habían acordado no necesitaban Ley. El 3 de mayo de 2006 se crearon los cargos de Gerente de Política Monetaria y Operaciones y el de Gerente de Servicios Institucionales. La primera pasó a llamarse Gerencia de Política Monetaria y Mercados a partir del 31 de octubre de 2007, con tres áreas distintivas a su cargo: la Gerencia de Política Monetaria, la de Gestión de Activos y Pasivos y la de Política Monetaria y Programación Macroeconómica.

El 2 de agosto de 2006 da por cumplida su etapa el "G6" y sus tareas pasaron a ser desempeñadas por lo que funcionaría como Comité Gerencial a todos los efectos de la gestión operativa del Banco. Quedó integrado por los gerentes de Política Monetaria y Operaciones, Servicios Institucionales, Secretario General, Auditora, Gerente de la

Asesoría Jurídico Notarial, el Superintendente de SIF y el presidente de la SPAB. La oficina de cambio pasó a estar a cargo de Graziella Romitti, a quien se le asignaron funciones de Prosecretaria General. Ese mismo día finalizó la consultoría de Alicia Alonso. Es la última sesión del Gerente General, Gualberto De León. En la nueva estructura se suprimió el cargo de Gerente General, y las distintas áreas funcionales pasaron a reportar directamente al Directorio.

Mientras tanto, la idea de crear una oficina de deuda dependiente del Ministerio de Economía y Finanzas iba cobrando forma. Por Decreto de 26 de diciembre de 2005 se incorporó la Unidad de Gestión de la Deuda Pública a las dependencias de la Secretaría General del MEF. La Unidad quedó a cargo de la funcionaria Azucena Arbeleche, sumándose Carlos Steneri, que dejaba su cargo en la Asesoría Financiera en Washington para retornar a Uruguay. Los cometidos de la oficina en Washington se incorporaron a la Unidad de Gestión de Deuda. A este grupo se sumó en forma permanente Umberto della Mea en agosto del año siguiente, en calidad de representante del BCU en dicha Unidad<sup>208</sup>.

Este proceso de reorganización interna se fue produciendo dentro del marco legal existente, a la espera de la conclusión del trámite parlamentario de la nueva Carta Orgánica. Éste se había iniciado en enero de 2006 en la Cámara de Senadores y, tras algunos meses de trabajo intenso en la Comisión de Hacienda, cayó en un impasse prácticamente hasta setiembre de 2008. Varias cuestiones impedían la posibilidad de alcanzar acuerdo político para aprobar el proyecto, entre ellas la designación de directores con un mandato de ocho años, que de esa manera quedaba desvinculado del ciclo político-electoral<sup>209</sup>. El 4 de setiembre de 2008 el subsecretario de Economía y Finanzas, Mario Bergara, concurrió a la Comisión de Hacienda del Senado para presentar un proyecto sustitutivo del Poder Ejecutivo, fruto de las negociaciones con la bancada del Encuentro Progresista. Entre otras modificaciones, en el nuevo proyecto se volvió al mecanismo tradicional de designación de directores, con un mandato vinculado al ciclo electoral.

---

<sup>208</sup> Acta de Directorio N° 2747 de 23 de agosto de 2006.

<sup>209</sup> En esa versión, el Presidente del Directorio era designado por el Poder Ejecutivo, eligiendo entre los integrantes del Directorio en el momento del nombramiento. Otra cuestión que generaba resquemor entre algunos representantes parlamentarios era la definición de la estabilidad de precios “definida como el mantenimiento de niveles de inflación bajos y sostenibles” como una finalidad “primordial” del Banco Central, mientras que el objetivo de “lograr altos niveles de empleo y de crecimiento y desarrollo sostenibles” era una cuestión de apoyo a la política económica del Poder Ejecutivo. En el proyecto sustitutivo la enumeración de las finalidades primordiales del BCU viró a “la estabilidad de precios que contribuya con los objetivos de crecimiento y empleo”. En términos matemáticos, era como tratar de ponerle la misma ponderación al objetivo de la estabilidad de precios y al del crecimiento y empleo. Tampoco generaba simpatía el mecanismo de solución de controversias establecido en el proyecto original en caso de diferencias en el seno del Comité de Coordinación Macroeconómica entre la delegación del MEF y la del BCU. Si bien en ambos proyectos se establece que en caso de falta de acuerdo se estará a lo resuelto por el Poder Ejecutivo, en el proyecto original se establecía que el BCU podía dar cuenta al Senado sobre la discrepancia, si entendía que lo resuelto afecta sus funciones primordiales, además de establecer la publicidad de las resoluciones del Comité y sus fundamentos. Tanto la comunicación al Senado como la publicidad de las resoluciones fueron eliminadas en el proyecto sustitutivo.

El proyecto sustitutivo presentado por el Poder Ejecutivo destrabó el trámite parlamentario de las modificaciones a la Carta Orgánica del BCU. El 8 de octubre la Comisión de Hacienda aprobó el Proyecto y lo elevó a consideración de la Cámara de Senadores, la cual lo aprobó el día 13. La Cámara de Representantes sancionó el Proyecto, sin modificaciones, el día 22. La Ley N° 18.401 fue finalmente promulgada por el Poder Ejecutivo el 24 de octubre de 2008<sup>210</sup>.

La presentación del proyecto sustitutivo de Carta Orgánica del BCU por parte de Mario Bergara en la Comisión de Hacienda del Senado, calidad de subsecretario del Ministerio de Economía y Finanzas, fue una de sus últimas actuaciones en esa función. Un mes después ocuparía la vigésima presidencia del Banco Central.

---

<sup>210</sup> Constitucionalmente, esa era la fecha límite para aprobar la Ley dentro de ese período legislativo, ya que al crear cargos no podía ser sancionada menos de un año antes de las elecciones nacionales a celebrarse en 2009.



## CAPÍTULO 8: 2008-2015

Entre 2008-2015 el Banco Central del Uruguay desarrolló una agenda que le permitió consolidar una serie de transformaciones que se fueron gestando luego de la crisis de 2002. Gracias a ello, el Banco fortaleció su rol como regulador y supervisor del sistema financiero y del sistema de pagos, siendo protagonista central en el diseño y ejecución de la política económica. Estos cambios fueron impulsados por los cuadros gerenciales y por las autoridades como consecuencia de las lecciones que la crisis de 2002 había dejado para la organización de las funciones sustantivas del Banco, para su propio desarrollo institucional y para su relacionamiento con los Poderes del Estado y la propia sociedad civil.

Este capítulo describe el papel del Banco Central entre 2008 y 2015 y analiza los desafíos que enfrentó en la gestión macroeconómica. Asimismo, repasa las transformaciones institucionales que el Banco procesó a partir de 2004. Algunas de ellas fueron de naturaleza interna, se centraron en la gestión y contribuyeron a modificar algunos aspectos de la propia cultura del Banco. Otros, requirieron modificaciones profundas que culminaron en la aprobación de una nueva Carta Orgánica en 2008. Este nuevo texto consolidó cambios que ya habían sido introducidos e incorporó una nueva estructura organizacional. Asimismo, incluyó innovaciones sobre el relacionamiento del Banco con el Poder Ejecutivo y el Poder Legislativo. Estas transformaciones contribuyeron decisivamente a mejorar la reputación del Banco a nivel de la opinión pública en general, los formadores de opinión y los agentes regulados.

El capítulo comprende los años de la primera Presidencia de Mario Bergara, quien estuvo acompañado en el Directorio por Jorge Gamarra y Fernando Puntigliano hasta 2010, siendo sustituido por Washington Ribeiro<sup>1</sup>. En enero de 2014, Alberto Graña reemplazó a Mario Bergara en la Presidencia del Banco, manteniéndose sin cambios el resto del Directorio. Finalmente, Mario Bergara asumió desde mayo de 2015 como Presidente del Banco por segunda vez, siendo acompañado por los directores Jorge Gamarra y Washington Ribeiro. En la Secretaría General, en el año 2009 Elizabeth Oria ocupó el lugar de Aureliano Berro al asumir el cargo de Secretaria General, siendo la tercera persona en ocupar dicho puesto en la historia del Banco.

El capítulo está organizado en tres secciones. La primera describe y analiza las restricciones, desafíos y dilemas que se le presentaron a la política monetaria entre 2008 y 2015. La segunda se centra en la aprobación de la nueva Carta Orgánica y las consecuencias en la organización, las funciones y el gobierno corporativo del Banco. Finalmente, la última está dedicada a describir y analizar algunos de los lineamientos estratégicos más importantes que han sido definidos por las autoridades del Banco en los últimos años.

---

<sup>1</sup> Puntigliano era el Presidente de la Administración Nacional de Puertos y tuvo un carácter interino, por vacancia en la integración del Directorio. Ribeiro, en rigor, no lo “sustituye” sino que llena la vacante que había quedado tras la renuncia de Alvara Correa y la no obtención de la venia parlamentaria para la designación de Umberto della Mea.

Cuando finalizaba 2007, Uruguay completaba cinco años de crecimiento ininterrumpido de su economía. Desde 2003 la actividad había crecido al 5% anual en lo que ya era, para la historia del país, un prolongado período de expansión acelerada. La combinación de un escenario externo favorable con un marco de políticas macroeconómicas creíble y políticamente factible, fueron los fundamentos de un desempeño económico positivo, al menos hasta 2012.

Según se vio en el capítulo 7, la llegada del Encuentro Progresista - Frente Amplio (ER-FA) al gobierno había consolidado una política económica que siguió procurando reducir las fragilidades domésticas que habían amplificado los shocks externos del período 1998 y 2002. Los pilares de la estrategia fueron la flexibilidad cambiaria, la reducción de la vulnerabilidad financiera del sector público y el fortalecimiento de la regulación prudencial del sistema financiero. Para ello, se adoptó un esquema macroeconómico basado en metas de inflación, se consolidó un superávit fiscal primario<sup>2</sup> y se fortaleció la gestión de los activos y pasivos del sector público.

Sin embargo, desde la segunda mitad de 2007 la tensión sobre el sistema de precios aumentó debido a lo que en ese momento era, todavía, un incipiente recalentamiento de la economía. La demanda interna, estimulada por un mercado laboral en franca expansión y el elevado precio internacional de las materias primas, alentó un aumento de la inflación interanual que alcanzó en agosto de ese año un nivel de 9,03%.

En ese contexto, al COPOM le preocupaba el elevado precio del petróleo y la volatilidad de los mercados financieros, en tanto en Uruguay había “riesgos inflacionarios asociados al dinamismo del consumo privado”. Por eso sostenía, que “las coordenadas (...) de la negociación salarial en el sector privado” eran “clave para el mantenimiento de niveles razonables de estabilidad de precios, niveles de actividad y empleo crecientes y recuperación persistente de los ingresos de la población”<sup>3</sup>,

En respuesta, el Banco Central desplegó una política monetaria con sesgo contractivo que se tradujo en aumentos de la tasa de política monetaria<sup>4</sup>, de los requerimientos de encaje para los depósitos de corto plazo en el sistema bancario y de los encajes del Banco República sobre los depósitos del Gobierno Central y el Banco de Previsión Social. Asimismo, el Comité de Coordinación Macroeconómica amplió el rango meta de la inflación<sup>5</sup>.

La crisis que se desató tras la caída *Lehman Brothers* en setiembre de 2008, provocó un aumento de la incertidumbre y de la volatilidad global que afectó severamente al

<sup>2</sup> A fines de 2007 el superávit fiscal primario era 3,6% del PIB y el resultado global permanecía equilibrado.

<sup>3</sup> Comunicado del COPOM de enero de 2008.

<sup>4</sup> Desde marzo de 2007 el Banco Central se había pasado de un régimen monetario basado en agregados a uno de tasa de interés como instrumento de señalización de la política (ver capítulo 7)

<sup>5</sup> El Comité de Coordinación Macroeconómica había comunicado el 3 de enero 2008 que, si bien el objetivo de inflación anual para el período que finalizaba el 30 de junio de 2009 se mantendría en el eje del 5%, “dada la volatilidad constatada en los mercados financieros internacionales y de productos básicos y habida cuenta de la exposición que la economía uruguaya presenta ante los choques exógenos” decidía “ampliar el margen de tolerancia en la variación del IPC a dos puntos porcentuales, situando el rango entre el 3% y el 7%”. El rango que había estado vigente hasta ese momento era 4,5%-6,5%.

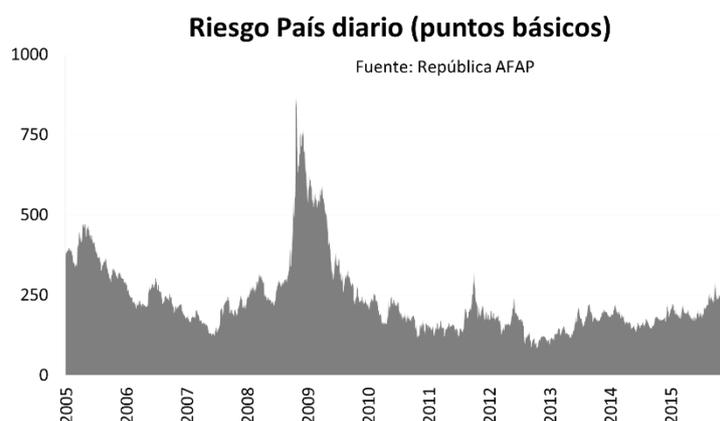
sistema financiero internacional. Las economías emergentes enfrentaron salidas de capitales y presión sobre sus paridades cambiarias, todo lo cual se tradujo en un aumento del costo de sus financiamientos externos. Las autoridades estaban preocupadas por el escenario externo como lo refleja el comunicado del COPOM del 3 de octubre de 2008: “...la crisis financiera originada en el mercado de hipotecas de los EE.UU., con sus impactos sobre el sistema financiero global y, consecuentemente, sobre las políticas de los principales bancos centrales, se han traducido en una creciente volatilidad de las tasas de interés, de los tipos de cambio y de los precios de los *commodities* a nivel mundial. Estos acontecimientos se producen conjuntamente con una importante desaceleración del crecimiento en EE.UU. y su probable ingreso en una fase de recesión”.

En Uruguay, al igual que en toda la región, la turbulencia financiera presionó el tipo de cambio al alza, lo cual revirtió la apreciación del peso que había venido dándose desde 2004<sup>6</sup>. En la misma línea, también afectó la percepción del riesgo crediticio, lo que se materializó en un aumento del riesgo país (Ver Gráfico 8.1)<sup>7</sup>. El deslizamiento cambiario introdujo una presión adicional sobre la inflación.

En este contexto, el dilema entre los objetivos de la política monetaria cobró renovada vigencia. En efecto, si bien la depreciación del peso contribuía a amortiguar el shock externo minimizando sus efectos reales, presionaba sobre la inflación a través del aumento de los precios de los bienes transables.

En octubre de 2008 la política monetaria se volvió más restrictiva, lo que supuso un aumento de tasa de política monetaria<sup>8</sup>, la suspensión de la facilidad de crédito a un día y la fijación de la facilidad marginal de crédito en 20%<sup>9</sup>.

**Gráfico 8.1**



<sup>6</sup>En promedio el peso se depreció 27% entre agosto y diciembre de 2008.

<sup>7</sup> El UBI aumentó cerca de 400 puntos básicos durante la segunda mitad de 2008 llegando hasta los 870 en octubre.

<sup>8</sup> Inicialmente, la Tasa de Política Monetaria aumentó hasta 7,75% con una tolerancia de 25 puntos básicos en más o en menos. Sin embargo, en un marco de creciente turbulencia financiera, a mediados de octubre el Banco Central flexibilizó el rango de tolerancia para el promedio mensual de la Tasa de Política Monetaria más allá de los 25 puntos básicos.

<sup>9</sup> El Banco Central comunicó también que podría “operar con el fin de evitar volatilidades excesivas del tipo de cambio, respetando la tendencia que se derive de sus fundamentos”.

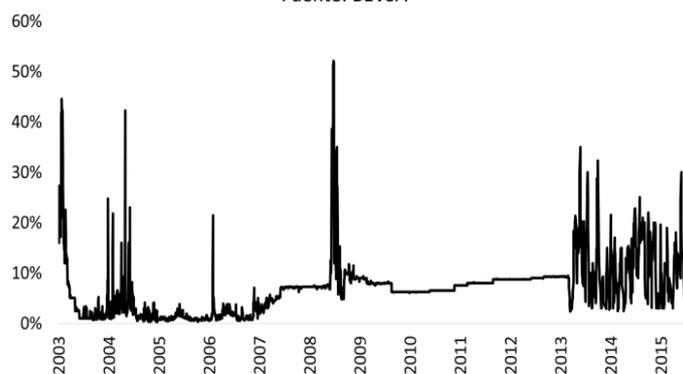
El 15 de octubre de 2008, el Banco dejó de comprometerse con un nivel de tasa de interés, cuya determinación quedó sujeta a las condiciones de oferta y demanda del mercado interbancario. La decisión mostró que las autoridades estaban preocupadas por la volatilidad tipo de cambio en un contexto donde existían restricciones de liquidez interna. En otras palabras, el Banco entendió que en circunstancias tan extraordinarias por las que atravesaba la economía internacional y Uruguay en particular, era conveniente que la volatilidad se trasladara principalmente hacia el costo del dinero. Esta decisión fue ratificada en la reunión del COPOM del 13 de noviembre, cuando en forma coincidente los directores decidieron mantener la tasa de referencia en 7,75%, pero seguir manejando el rango de tolerancia con flexibilidad.

En este contexto, la tasa para préstamos interbancarios experimentó una elevada volatilidad, oscilando entre 10% y 52% durante octubre y noviembre de 2008 (muy por encima del nivel objetivo). En palabras del flamante Presidente del Directorio del Banco Central Mario Bergara: “le dimos vacaciones a las tasas”<sup>10</sup> (en referencia a la tasa de interés overnight como instrumento de política) (Gráfico 8.2).

**Gráfico 8.2**

**Tasa Call Overnight** (frecuencia diaria)

Fuente: BEVSA



En paralelo, las autoridades procuraban minimizar el traslado al tipo de cambio de la volatilidad financiera internacional. Como lo expresó el propio COPOM de noviembre “a partir de setiembre las políticas de compra-venta de divisas del Banco Central y del Gobierno Central fueron funcionales a reducir la volatilidad del tipo de cambio, realizándose ventas de divisas por montos significativos e instrumentándose la realización de operaciones de Non Delivery Forward (NDF) con el BROU a fin de reducir las presiones en el mercado de cambios que se hubieran generado al satisfacer las necesidades de divisas de las Empresas Públicas. En ese marco, la (...) operación de recompra de títulos, al convalidar el cambio por monedas del portafolio de los agentes, tuvo la virtud de moderar notoriamente las presiones sobre el mercado de cambios”.

<sup>10</sup> Mario Bergara asumió en noviembre de 2008 acompañado por Jorge Gamarra. El tercer miembro propuesto por el Poder Ejecutivo fue Umberto Della Mea un destacadísimo profesional de la economía y un reconocido funcionario del Banco Central. Su postulación no reunió los votos necesarios para la venia parlamentaria debido a que el Movimiento de Participación Popular (MPP) y Partido Comunista del Uruguay (PCU), ambos integrantes del partido de gobierno, se opusieron.

Medidas de inspiración heterodoxa como algunas de estas, serían usadas con mayor frecuencia en los años siguientes. Gracias a ello, la política macroeconómica ganaría flexibilidad (algo útil para manejar shocks exógenos), pero la haría más discrecional lo que, en teoría, podía arriesgar una afectación de su credibilidad.

Con todo, la inflación cerró 2008 en 9,2%, el registro de doce meses más elevado desde setiembre de 2004. Como respuesta, a comienzos de 2009 el Banco Central dio por finalizadas las “vacaciones” de la tasa y al retomar el régimen, anunció un aumento de 7,75% a 10% en el marco de la reunión del COPOM correspondiente al 12 de enero. En esa reunión, se resolvió volver a fijar la tasa de interés como meta operativa de la política monetaria y profundizar su sesgo contractivo.

En paralelo, se instrumentaron medidas sobre precios administrados<sup>11</sup>, al tiempo que se establecieron algunos acuerdos con el sector privado para actuar sobre el nivel de precios<sup>12</sup>.

A partir del último trimestre de 2009, la inestabilidad financiera internacional comenzó a moderarse, aunque la incertidumbre se mantuvo elevada. La reacción de política económica en Estados Unidos se tradujo en una expansión monetaria sin precedentes<sup>13</sup>. Ello inauguró una era de activismo monetario que se tradujo en tasas de interés bajas en el mundo industrializado, provocando una abundancia de liquidez global extraordinaria. Como consecuencia el dólar se desvalorizó, las condiciones financieras para los emergentes se ablandaron y los precios de las materias primas se vieron estimulados. Así, desde el segundo trimestre de 2009 el escenario de *flight to quality* dio paso a un renovado *apetito por el riesgo*. Ello, que era un reflejo del contexto recesivo en los países industrializados, paradójicamente contribuía a generar condiciones de expansión extraordinarias en las economías emergentes.

A pesar de la gravedad de la crisis internacional que se desató luego de la caída de *Lehman Brothers*, Uruguay fue junto a Bolivia, Colombia y Perú, una de las economías de la región que se vio menos afectada. En efecto, en el bienio 2008-2009 el PIB creció 5,7% y en 2009, mientras la economía mundial permanecía estancada, logró hacerlo al 4,2%. La corta duración de la turbulencia financiera, la estrechez del canal financiero con el mundo industrializado, los efectos de la expansión monetaria en los industrializados sobre las condiciones de financiamiento de los emergentes, así como las fortalezas que Uruguay había construido desde 2003, contribuyeron a que el shock externo tuviera efectos transitorios y moderados. Por primera vez en mucho tiempo, Uruguay había

---

<sup>11</sup> Entre ellas, aumento de tarifas eléctricas de 2,3% menores que el incremento de los costos de generación y distribución, rebajas al precio de los combustibles, mantenimiento de la cuota de los socios de las instituciones de asistencia médica colectiva no incluidos en el Fondo Nacional de Salud (FONASA) y rebaja de 9,8% en las tarifas de taxímetro. También se facilitó la importación de alimentos, se exoneró de IVA a un conjunto de frutas y verduras y se resolvió licitar la importación de frutas y verduras para atender las compras que realiza el Estado (hasta el momento, las compras del Estado de frutas y verduras se atendían únicamente con proveedores locales, por lo que se entendió necesario ampliar las posibilidades de oferentes).

<sup>12</sup> Los acuerdos de precios fueron establecidos con frigoríficos y con la Asociación de Supermercados de Uruguay.

<sup>13</sup> A mediados de diciembre de 2008 la Reserva Federal había reducido la tasa de interés para los Fondos Federales ubicándola en niveles excepcionalmente bajos (0%-0,25%). Asimismo, anunció un programa de expansión monetaria utilizando su hoja de balance para instrumentar sucesivas rondas de *flexibilización cuantitativa* con el objetivo de reactivar el consumo y la inversión por el canal del crédito.

logrado gestionar con éxito un escenario internacional negativo e, incluso, había logrado hacerlo sin ser arrastrado por Argentina y Brasil, quienes sufrieron más en ese momento.

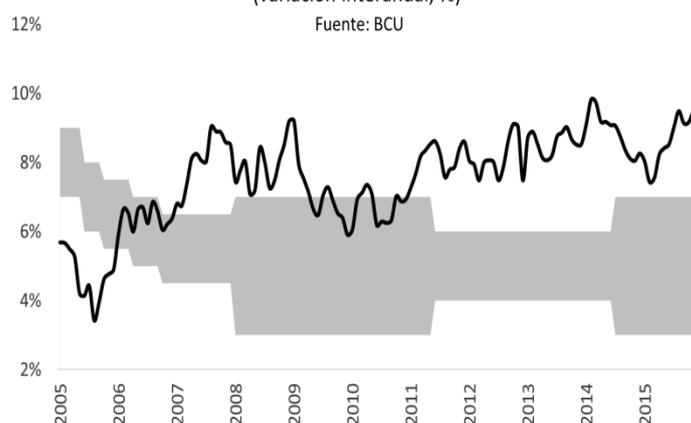
Entre 2010 y 2014 Uruguay consolidó un crecimiento elevado<sup>14</sup>, gracias a unos precios de exportación y unas condiciones financieras internacionales favorables, así como por un marco de políticas estables. Ello favoreció un escenario cercano al pleno empleo de las capacidades disponibles, lo que se tradujo en una creciente tensión para el sistema de precios que terminó por desafiar a la política macroeconómica.

**Gráfico 8.3**

**Índice de Precios al Consumidor**

(variación interanual; %)

Fuente: BCU



En el primer año y medio del segundo gobierno del EP-FA la inflación permaneció elevada, pero no totalmente desalineada del objetivo<sup>15</sup> (Gráfico 8.3). A raíz de ello, el Banco Central aumentó la tasa de política monetaria e implementó el régimen de encajes marginales<sup>16</sup>. El objetivo era retirar liquidez y evitar una expansión excesiva del crédito que podría exacerbar el ciclo y agravar los desequilibrios de precios.

A partir de 2012 la inflación no volvió a ubicarse más dentro del rango meta. Ello introdujo una creciente presión sobre la política monetaria que, como se dijo, pretendía simultáneamente evitar una apreciación “espuria”<sup>17</sup> del tipo de cambio. En efecto, por un lado, la política fiscal no era suficientemente contractiva para ayudar a enfriar la demanda interna (Ver Gráfico 8.4)<sup>18</sup> y, por el otro, la política salarial consolidaba un componente de rigidez nominal para el sistema de precios. En ese marco, la política monetaria quedó sola enfrentando a la inflación. Ello se tradujo en sucesivos aumentos de la tasa de política monetaria, que pasó de 6,25 a 9,25% entre setiembre 2010 y junio

<sup>14</sup> El crecimiento anual promedio entre 2009 y 2011 fue 5,7%.

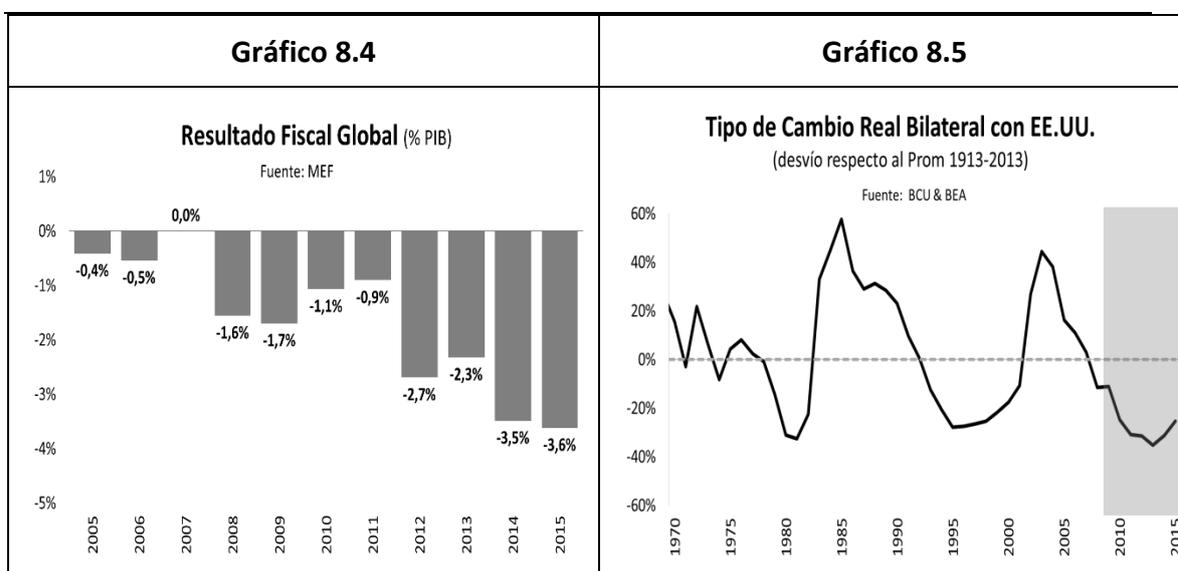
<sup>15</sup> En marzo (7,1%), abril (7,3%) y mayo (7,1%) la inflación apenas sobrepasó el techo del rango meta.

<sup>16</sup> Esto contrasta con que a fines de 2009 la tasa de política monetaria se había reducido hasta 6,25% y el Comité de Coordinación Macroeconómica había anunciado en diciembre que se estrechaba el rango meta de la inflación a 4%-6% a partir de junio 2011.

<sup>17</sup> No relacionada con los fundamentos de la economía.

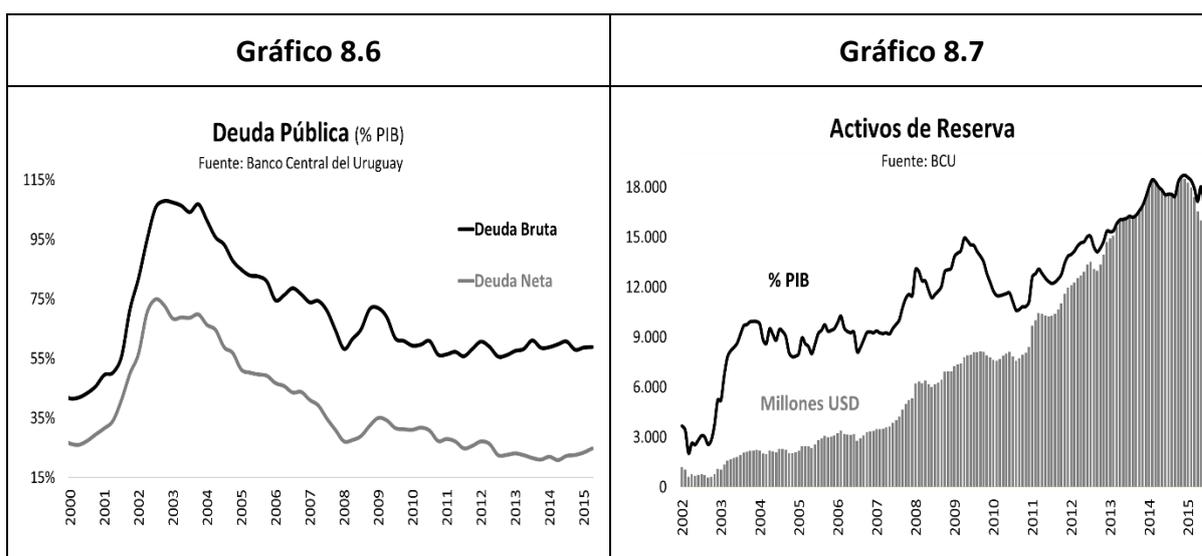
<sup>18</sup> El resultado primario pasó de 1,9% del PIB a -0,2% entre 2011 y 2012. En promedio siguió siendo deficitario hasta 2015.

2013. Si bien ha sido objeto de debate en la profesión, y las autoridades no han estado de acuerdo con esta interpretación, lo anterior podría haber contribuido a la apreciación del tipo de cambio real. (Ver Gráfico 8.5).



La reducción de las fragilidades financieras permitió que Uruguay recuperara el grado inversor en abril de 2012. La gestión proactiva de los riesgos asociados a los activos y pasivos del sector público, así como la consolidación del fortalecimiento de la regulación y supervisión del sistema financiero, fueron clave. En relación a lo primero, la reducción de la ratio Deuda/PIB, la mejora de la posición gracias a la acumulación de reservas internacionales, la desdolarización de la deuda, la reducción del riesgo asociado a las tasas de interés y la mejora del perfil de maduración, fueron clave<sup>19</sup> (Ver Gráfico 8.6 y 8.7). En lo que respecta a la regulación, desde 2002 el Banco Central había venido aprobando normativa destinada a gestionar los riesgos de descalce de monedas y liquidez, había mejorado los requisitos de capital y disminuido la exposición a operaciones de no residentes, fortaleciendo el esquema de regulación del sistema financiero. Como fue mencionado en capítulos anteriores, muchos de los cambios mencionados surgieron de propuestas de los servicios del Banco Central antes de la crisis, y terminarían formando parte de lo que serían recomendaciones de Basilea III.

<sup>19</sup> La consolidación del desarrollo del mercado de instrumentos en pesos, impulsada durante el período anterior, jugó un rol central en este sentido



La recuperación del grado inversor colocó a Uruguay como uno de los destinos más atractivos de la región para que capitales internacionales desarrollaran actividades de *Carry Trade*<sup>20</sup>. Dado que en 2013 Uruguay tenía las tasas más altas de la región, este tipo de operaciones se intensificaron, provocando una fuerte presión sobre el peso uruguayo y un aumento sustancial de la posición de no residentes en títulos públicos<sup>21</sup>.

El ingreso de capitales especulativos dificultaba la gestión macroeconómica por el deterioro de la competitividad<sup>22</sup> y por el costo fiscal asociado a las operaciones de esterilización. Para evitar una apreciación espuria del peso el Banco Central compraba dólares en el mercado de cambios<sup>23</sup>. En contrapartida, con el objetivo de regular la liquidez del mercado, el Banco Central incrementó el ritmo de emisión de Letras de Regulación Monetaria, de modo de esterilizar los pesos inyectados en el sistema a raíz de las operaciones de compra de dólares. De esta forma, el stock circulante de Letras emitidas por el Banco Central en abril de 2013, superaba los USD 9.500 millones. Ello suponía un aumento de USD 3.000 millones en un año lo que se tradujo en un pago extra de intereses anuales de unos USD 900 millones (1,5% del PIB).

<sup>20</sup> Operaciones de arbitraje de tasas realizadas por agentes que logran fondearse en monedas en las que pagan intereses bajos (dólares típicamente), colocando el capital obtenido en monedas que pagan intereses elevados (pesos uruguayos en este caso). En un contexto de presiones hacia el fortalecimiento de la moneda como el que mostró Uruguay en esos años, esta estrategia permitía a los inversores obtener una rentabilidad en dólares muy elevada (con frecuencia de dos dígitos), muy por encima de los rendimientos que ofrecen los títulos de renta fija en el mundo.

<sup>21</sup> En marzo de 2013 la posición de no residentes era el 20% del circulante de títulos públicos, muy por encima del 4% registrado un año antes.

<sup>22</sup> El peso uruguayo fue una de las monedas del mundo que más se apreció entre julio 2012 y abril 2013 (14,6%). Al cierre de 2013 el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos alcanzó el mínimo en casi un siglo (ver gráfico 8.4).

<sup>23</sup> En los primeros cuatro meses de 2013 el Banco Central adquirió USD 718 millones, cifra que superaba el total de las compras de 2012 (USD 661,5 millones).

En este contexto, a mediados de 2013 el régimen monetario fue modificado. Ello podría interpretarse como una señal de preocupación de las autoridades sobre la trayectoria del tipo de cambio, y sobre el impacto de la política que estaba vigente hasta ese momento en el resultado *parafiscal*. El 7 de junio de 2013 el Comité de Coordinación Macroeconómica anunció cambios en el régimen de política monetaria y la implementación de nuevas medidas macro-prudenciales con el objetivo de corregir los desequilibrios que se venían acumulando. El diagnóstico del Comité, según se expresa en el comunicado correspondiente, era: “la conjunción del contexto internacional y local ha tenido como corolario un significativo aumento de los flujos de capitales destinados a inversiones de portafolio, lo que ha provocado distorsiones en los mercados cambiario y monetario, así como un mayor costo fiscal asociado al mantenimiento de la estabilidad en los referidos mercados.”

En palabras del Comité de Coordinación Macroeconómica (7 de junio de 2013): “La preocupación por la persistencia de presiones inflacionarias y por el mantenimiento de condiciones competitivas de la economía uruguaya obliga a continuar con un enfoque equilibrado en cuanto a estos objetivos y a una revisión de la combinación de instrumentos, de manera que las políticas puedan operar de manera más eficiente en las circunstancias que están dominando el escenario en los últimos meses. Mantener la flexibilidad cambiaria y el régimen de metas de inflación se torna crucial para afrontar el contexto volátil e incierto que rodea la economía uruguaya. No obstante, se entiende conveniente llevar adelante una adaptación instrumental que permita lograr los objetivos de estabilidad económica y financiera en un marco de crecimiento y equidad de manera más eficaz y con menores costos para la sociedad”.

“En tal sentido, el Comité de Coordinación Macroeconómica decidió mantener su objetivo para la tasa de inflación en el 5% anual, al tiempo que se aumenta el margen de tolerancia a un 2%. Por lo tanto, el rango objetivo pasa a ser del 3% al 7% a partir del mes de julio de 2014, a la vez que se amplía a 24 meses el horizonte de Política Monetaria para la evaluación de la efectividad de la misma. En ese contexto, el Banco Central del Uruguay informa que reemplazará la tasa de interés como instrumento de referencia de la Política Monetaria por una trayectoria indicativa de los medios de pago a partir del mes de julio de 2013”.

Concretamente, las medidas adoptadas fueron: i) extender el régimen de inmovilización de fondos, que comprendería también a las Notas de Tesorería (emitidas por el Ministerio de Economía y Finanzas) adquiridas por no residentes<sup>24</sup>, además de un incremento de la alícuota de inmovilización de fondos llevándola de 40% a 50% (el régimen de inmovilización había sido aprobado un año atrás por el BCU); ii) modificar el instrumento de referencia para la política monetaria, pasando de utilizar la tasa de interés interbancaria a un día de plazo al manejo de agregados monetarios y; iii) ampliar el rango-meta de inflación a 3%-7% a partir de julio de 2014, retornando así a la banda que había regido hasta mediados de 2011. Este aumento en el rango fue acompañado de una extensión en el horizonte de evaluación de la política monetaria, que pasó de 18 meses a 24 meses. El plan se complementó a fines de junio cuando se explicitó que el

---

<sup>24</sup> Como fue señalado, esta medida había sido introducida por el Banco Central en agosto 2012 para los títulos emitidos por él.

agregado monetario sobre el que el Banco Central fijaría sus objetivos instrumentales sería el M1 *prima*<sup>25</sup>.

Con todas estas medias, se retornaba al régimen de agregados monetarios abandonándose el de tasa de interés que había estado vigente desde 2007. El objetivo de la nueva estrategia fue contribuir a desalentar la entrada de capitales asociadas al *Carry Trade*, lo que se lograría por dos vías: una menor rentabilidad en dólares de las colocaciones en pesos derivada del encaje de fondos inmovilizados y; una mayor incertidumbre para los retornos de las operaciones en moneda nacional asociada a la mayor volatilidad de las tasas en pesos. En defensa del cambio, Bergara argumentó que la tasa de interés tenía “la belleza de la transparencia y la comunicación, pero le faltaba la belleza de ser un instrumento hábil para resolver los problemas que enfrentaba Uruguay en materia de precios y competitividad”. Al mismo tiempo, señaló “que, si bien el manejo de la tasa era más sencillo, no contaba con la sofisticación necesaria para obtener resultados razonables en términos de los objetivos perseguidos”<sup>26</sup>.

El cambio introducido era riesgoso por las consecuencias que podía tener sobre la eficiencia del mercado financiero, así como por los efectos sobre la transmisión de señales de la política monetaria. En primer lugar, la mayor volatilidad de las tasas de interés (Gráfico 8.2) inherente al nuevo régimen podía impactar en el *spread* de operaciones activas y pasivas en el mercado de dinero (y por tanto en las operaciones de financiamiento de las empresas). Asimismo, podía afectar los *spreads* en el mercado de cambios y en el costo de operaciones de cobertura de monedas. Por esta vía, se arriesgaban consecuencias en términos de eficiencia y costos de transacción en el mercado financiero. En segundo lugar, el abandono del régimen de tasas y el retorno a agregados monetarios podía dificultar la comprensión de los agentes del sesgo de la política monetaria. Como contrapartida de esto último, es indudable que el cambio desincentivaba el negocio del *Carry Trade*.

El debut del régimen en Uruguay coincidió con la primera mención al desarme monetario de la Reserva Federal por Ben Bernanke<sup>27</sup>. Este sería un hito de la transición hacia la normalización de las condiciones financieras en Estados Unidos. De esta manera, las innovaciones en materia de política monetaria en Uruguay coincidieron con una corrección en las perspectivas financieras globales que, entre otras cosas, implicaba mayor presión sobre las tasas y las paridades cambiarias de las economías emergentes.

Algunas dificultades operativas que acompañaron al debut del régimen en Uruguay, y el cambio de escenario internacional que suponían los anuncios de la Reserva Federal, se tradujeron en una elevada volatilidad en el mercado monetario doméstico. Entre junio y julio se registró una fuerte expansión de la liquidez que deprimió las tasas de interés. En contraste, a partir de agosto la política tuvo un sesgo marcadamente contractivo de

---

<sup>25</sup> El M1 *prima* suma a la definición tradicional de M1 las cajas de ahorro.

<sup>26</sup> “Política económica y secreto bancario en un mundo cambiante”. Línea de Encuentro - Somos Uruguay 9 de octubre de 2013. <http://www.espectador.com/economia/275609/bergara-defendio-los-cambios-en-politica-monetaria>. <http://www.elpais.com.uy/economia/noticias/analistas-advienten-precios-bergara-defiende-bcu.html>.

<sup>27</sup> En ese momento Presidente de la Reserva Federal.

modo de alinear la variación de la cantidad de dinero a la meta<sup>28</sup>. Ello provocó un fuerte incremento de las tasas overnight (hasta 25%) y de los retornos de las Letras de Regulación Monetaria (llegaron a superar el 11%). El aumento de las tasas de interés en moneda nacional disparó nuevas medidas que procuraron inyectar liquidez en una plaza que se había “secado”<sup>29</sup>. A pesar del aumento de las tasas de interés que se había operado y de la falta de pesos en el mercado interbancario doméstico, las expectativas sobre el dólar a nivel global apuntalaron la depreciación del peso a partir de mayo.

---

El nuevo escenario internacional que se abrió a mediados de 2013 se caracterizó por el inicio de la normalización de las condiciones financieras en Estados Unidos y el mantenimiento de políticas expansivas en el resto de las economías industrializadas. Ello, sumado a unos fundamentos más débiles en los países emergentes especialmente China, derivó en el fortalecimiento sostenido del dólar a nivel global. La desaceleración del crecimiento en China y un dólar en franca recuperación, afectaron los precios de las materias primas que caían desde comienzos de 2014. Se insinuaba así una *nueva normalidad* en la economía internacional.

El contexto internacional terminó por afectar a los vecinos Argentina y Brasil. Sin embargo, Uruguay se desacopló de la dinámica regional y logró seguir creciendo por encima del promedio de esas economías como ya ocurría desde 2012. Por un lado, cambios en el patrón de comercio de Uruguay luego de 2002 hicieron menos relevantes los enlaces comerciales con la región. Por el otro, inversiones en pulpa de celulosa y energía renovable llevaron la tasa de inversión a máximos históricos (22,1% del PIB en 2012). La inversión en industrias transables internacionalmente siguió dinamizando el mercado laboral y la demanda interna, amortiguando el shock regional. En el mismo sentido, las fortalezas macroeconómicas que se habían construido durante la última década le otorgaban al país margen para gestionar con algo más de holgura los desafíos que comenzaban a emerger.

A comienzos de 2014 el ciclo de extraordinario crecimiento parecía agotarse y los equilibrios macroeconómicos comenzaron a reflejarlo lentamente. Como resultado, el balance de objetivos de la política económica siguió tensionándose. A partir de 2014 la situación fiscal dio cada vez menores márgenes para absorber presiones sobre el nivel de precios postergando aumentos de precios regulados. Por su parte, y según se señaló, la política de ingresos impedía moderar las presiones de costos en sectores capaces de trasladarlos fácilmente a precios. Ello dejaba cada vez más claro que la política monetaria estaba sola en el combate de la inflación. Sin embargo, según se vio, la preocupación de las autoridades no estaba sólo centrada en cumplir con el objetivo inflacionario definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica, sino también en

---

<sup>28</sup> Desde que se implementó el nuevo régimen el Banco Central exhibió un importante compromiso respecto a sus metas indicativas para el crecimiento del agregado monetario *M1 prima*, llegando a sobre cumplirlas en varias oportunidades entre 2013 y 2015.

<sup>29</sup> Se modificó el calendario previsto de emisiones de Letras de Regulación Monetaria para el mes de agosto en dos oportunidades, disminuyendo el monto de las licitaciones semanales en cada una de ellas y aumentando así la disponibilidad de liquidez vía vencimiento de títulos en circulación. Por otro lado, el Banco Central decidió intervenir en el mercado de dinero prestando dinero a los bancos con falta de liquidez a través de instrumentos como préstamos *call* garantizados a un día de plazo, de repos y de facilidades marginales de crédito.

que el tipo de cambio no se desviara de sus fundamentos y en evitar costos financieros extraordinarios asociados a ello.

En este contexto tuvieron lugar cambios en la composición del Directorio del Banco. Con la renuncia del Ministro Fernando Lorenzo en diciembre de 2013, Mario Bergara fue nombrado Ministro de Economía y Finanzas. Para sustituir a este último al frente del Banco Central, Alberto Graña fue nombrado el 10 de enero de 2014 como Presidente del Directorio. Graña estuvo acompañado por Jorge Gamarra como Vicepresidente y Washington Ribeiro como director quienes ya se desempeñaban en sus cargos desde 2010.

En ese contexto, la normalización de las condiciones financieras internacionales ponía una presión adicional para acelerar la depreciación del peso de modo de evitar pérdidas adicionales de competitividad. En paralelo, el desvío de la inflación respecto a la meta<sup>30</sup> arriesgaba erosionar la credibilidad de la política al tiempo que impedía la corrección de precios relativos necesaria (Gráfico 8.3). Ello llevó conducir a las autoridades a operar en sintonía fina, de forma de no descuidar ninguno de los dos frentes. Esto suponía acompañar la tendencia global del fortalecimiento del dólar, pero evitando que las presiones sobre los precios derivadas de un tipo de cambio más alto siguieran comprometiendo la meta de inflación.

A partir de mediados de 2014 Uruguay recibió un triple shock negativo caracterizado por un escenario recesivo regional y el enfriamiento de los grandes países emergentes, un rally global del dólar y una caída del precio de los *commodities*, que comenzaban a ajustarse a los nuevos fundamentos reales y financieros de la economía global.

La desaceleración de los salarios y la caída del precio de las materias primas (en particular el petróleo) disminuyeron la tensión sobre el sistema de precios a lo largo de 2014. A pesar de que la inflación se mantuvo por encima del rango meta, la depreciación del peso amortiguó los efectos reales de los shocks externos en curso (Gráfico 8.3). Gracias a ello, el crecimiento de la economía logró mantenerse.

A partir de 2015, un nuevo repunte inflacionario volvió a conspirar contra el ajuste de precios relativos. Como resultado, el problema de competitividad se habría profundizado, particularmente respecto a nuestro segundo socio comercial Brasil<sup>31</sup>.

El aumento de la presión sobre el tipo de cambio en el marco del recrudecimiento de la situación en Brasil, obligó al Banco Central a intervenir agresivamente en el mercado. A mediados de abril de 2015, el Banco Central comenzó a vender dólares en el mercado *forward* a siete días de modo de moderar la depreciación del peso que presionaba sobre la inflación. Debido a que la medida no fue suficiente, el Banco Central decidió retomar las intervenciones en el mercado *spot* que había suspendido en marzo 2009.

De forma complementaria a las intervenciones directas en el mercado cambiario, el Banco Central habilitó la posibilidad de cobrar en dólares los vencimientos de Letras de Regulación Monetaria denominadas en pesos. El objetivo era evitar que el cambio de portafolio en curso presionara adicionalmente al tipo de cambio. Además, reforzó la estrategia a través de una operación de recompra de Letras de Regulación Monetaria y

---

<sup>30</sup> La inflación desde enero 2011 no había vuelto a ubicarse dentro del rango meta.

<sup>31</sup> El intenso deslizamiento del real en 2015 ubicó la relación de precios bilateral de Uruguay con Brasil en su peor nivel desde 1999.

Notas en pesos y unidades indexadas con vencimientos no mayores al 31 de octubre de 2016<sup>32</sup>. Con esto último buscaba anticipar, al menos parcialmente, la demanda potencial de dólares de forma de mitigar mayores presiones en el corto y mediano plazo sobre el peso uruguayo.

Esta estrategia condujo a, por un lado, una reducción de las reservas de libre disponibilidad del Banco Central que, entre junio y diciembre, cayeron USD 3.920 millones hasta ubicarse en USD 3.962 millones. Por el otro, a que los pasivos del Banco Central cayeran por la reducción del stock de Letras de Regulación Monetaria asociada. De este modo, si bien el Banco perdía liquidez, bajaba su deuda en un contexto de elevada incertidumbre lo que, a su vez, reducía de forma sustancial el pago de intereses<sup>33</sup>. Gracias a ello, es posible estimar que el déficit parafiscal terminaría disminuyendo más de medio punto porcentual del PIB en 2016. Además, de lo anterior se derivaba una ganancia patrimonial producto de la venta de reservas.

Por su parte, en mayo de 2015 el Banco Central había anunciado la eliminación gradual de los requisitos de encaje marginal y la modificación de las alícuotas para los encajes mínimos obligatorios<sup>3435</sup>. Según se vio, la implementación del régimen de encajes marginales en 2011 se había enmarcado en un contexto de crecimiento acelerado y una inflación ubicada por encima del rango meta, elevada liquidez global e ingreso de capitales que provocaba apreciaciones espurias del peso. Sin embargo, en 2015 la desaceleración de la actividad doméstica era un hecho consolidado y el desarme monetario de los estímulos en Estados Unidos planteaba desafíos diferentes. En particular, mantener el régimen de encajes marginales en un contexto de salida de capitales de las economías emergentes podía introducir restricciones de liquidez para el sistema financiero, afectando su capacidad de conceder créditos y, por esta vía, intensificar la desaceleración. La liberación de encajes en moneda nacional generó un exceso de liquidez en el mercado de pesos presionando al alza al tipo de cambio. Si bien la medida arriesgaba comprometer el combate a las presiones inflacionarias, procuró evitar un cambio de portafolio que discriminara contra el peso.

El balance de la gestión de 2015 dejó resultados mixtos. Por un lado, a pesar de que la desaceleración ya estaba consolidada, la economía logró crecer. De esta manera, Uruguay acumuló trece años de crecimiento ininterrumpido, algo particularmente destacable a la luz del contexto regional e internacional que se instaló a partir de 2014. Por el otro, el deterioro de algunos equilibrios macroeconómicos que se venían insinuando desde 2012, se consolidó. En particular, la inflación siguió siendo elevada tomando en cuenta el objetivo definido. En otras palabras, y utilizando la analogía de Mario Bergara, mantener girando todos los “*platitos chinos*” seguramente permitió

---

<sup>32</sup> La operación involucró U\$S 654,5.

<sup>33</sup> Igualmente, la liquidez internacional no se había afectado y se contaba con reservas excedentes fruto de la etapa de ingresos de capitales anterior.

<sup>34</sup> En marzo de 2013 se habían aumentado 5 puntos las alícuotas de los encajes marginales aplicables a los depósitos en moneda nacional y moneda extranjera. Luego, en agosto de 2014 se habían exonerado de encajes a los depósitos mayores a 367 días.

<sup>35</sup> En el caso de los encajes marginales, se anunció la eliminación de los encajes en moneda extranjera de forma progresiva entre mayo y diciembre de 2015. En moneda nacional, los encajes marginales se eliminarían de forma completa a partir del 1° de enero de 2016. El Banco Central anunció también un aumento en las alícuotas de los encajes mínimos obligatorios a partir del 1° de enero de 2016, tanto para los encajes en moneda extranjera como en moneda nacional y unidades indexadas.

moderar los efectos reales de los shocks absorbidos, pero a costa de haber consolidado un nivel de inflación persistentemente desviado de la meta.

---

Según acabamos de ver, entre 2008-2015 la política económica en Uruguay debió gestionar las tensiones típicas de un período de fuerte crecimiento sobre la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, algunos acontecimientos extraordinarios y las restricciones que operan sobre la política económica en Uruguay, les plantearon a las autoridades dilemas diversos. Como no podía ser de otro modo, el Banco Central fue un protagonista destacado de esta historia.

En estos años, el rol del Banco como responsable de la coordinación y ejecución de la política monetaria, se vio condicionado por cuatro eventos que influyeron de forma diferente. Primero, la economía recibió una serie de shocks externos (positivos y negativos) asociados a la dinámica de los precios de las materias primas. Segundo, el activismo monetario sin precedentes en la historia reciente en las economías industrializadas, provocó una volatilidad elevada en los mercados financieros internacionales afectando los flujos financieros hacia y desde las economías emergentes. Tercero, en el plano local la nueva Carta Orgánica estableció de manera explícita que el Banco Central debe velar por la estabilidad de precios para contribuir con los objetivos de crecimiento y empleo. Cuarto, el Banco Central debió gestionar la política monetaria en un contexto en el que las políticas fiscal y de ingresos no estuvieron suficientemente comprometidas con la estabilidad de precios.

Lo anterior permite poner en perspectiva las acciones de política desplegadas por el Banco Central que fueron descritas en esta sección. En efecto, las decisiones sobre el régimen monetario, el sesgo de la política monetaria, las intervenciones en el mercado de cambios, las operaciones de esterilización monetaria, la recompra de deuda, o los regímenes de encajes, deben ser evaluados sin perder de vista que la política monetaria enfrentó en estos años restricciones como las mencionadas.

La forma en la que fueron gestionadas las restricciones descritas ha sido motivo de controversia en la profesión. De un lado, las autoridades del Banco Central han manifestado insistentemente que el camino elegido evitó que la tasa de inflación ingresara en una espiral ascendente en un contexto de fuertes presiones internas y externas sobre la formación de precios. En paralelo, la política habría impedido un apartamiento de los fundamentos de largo plazo del tipo de cambio real que habría comprometido el empleo y el crecimiento de largo plazo.

En contraste, podría argumentarse que el camino elegido por el Banco Central podría haber afectado al régimen de objetivos de inflación. Según esta visión, dado que las inflaciones observada y esperada (encuesta de expectativas del Banco Central) se ubicaron sistemáticamente por encima del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica desde 2011, éste habría dejado de ser una referencia para las decisiones de los agentes en materia de precios.

En las secciones siguientes, se describirán los cambios internos que el Banco Central ha procesado desde 2008, las implicancias para la organización y el gobierno del Banco que ha traído consigo la aprobación de la nueva Carta Orgánica, así como la agenda de

transformaciones que se viene desplegando para enfrentar los desafíos a los que el Banco está sometido en la actualidad.

## 2

Los años sucesivos a la crisis de 2002 mostraron a una comunidad de académicos y profesionales de la economía, fuertemente comprometidos con la discusión y proposición de reformas al sistema financiero uruguayo y el Banco Central en particular. Para esta comunidad de expertos con gran reputación (dentro y fuera del Banco), la crisis representó a todas luces una oportunidad para la discusión de reformas cruciales que el Banco y el sistema financiero debían acometer, a los efectos de mitigar futuros riesgos para la economía (Licandro y Licandro 2004). En este sentido, después de la crisis se produjeron una serie de trabajos influyentes sobre regulación y supervisión bancaria, así como sobre la estructura organizacional del Banco<sup>36</sup>. El contenido de esta producción académica tuvo el apoyo del sistema político por esas fechas muy sensible a estos temas debidos a las consecuencias de la crisis.

La actividad del Banco Central fue intensa en materia de cambios institucionales y regulatorios del sistema financiero. Por ejemplo, la ley 17.613 de Fortalecimiento del Sistema Financiero incluyó la creación del Fondo de Garantía de Depósitos en 2006 y de la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario. La creación de estas instituciones no requería modificaciones de la Carta Orgánica de 1995 y por tanto fue hecha bajo ese marco regulatorio. En este sentido, a partir de 2008 el Banco Central no tuvo un cambio de orientación, sino más bien una profundización de lineamientos que emanaron de las lecciones aprendidas de la crisis 2002.

Si bien entre 2005 y 2007 no se sancionó legislación de envergadura<sup>37</sup>, existieron cambios importantes en la gestión institucional del Banco y, en particular, de la entonces Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF). Estos cambios estuvieron relacionados con los procedimientos de supervisión y control de la actividad financiera. El más importante fue el pasaje del método PADUL (Patrimonio, Activos, Dirección, Utilidades y Liquidez) al método CERT (gobierno corporativo, evaluación económico-financiera, riesgos y tecnología), dado que implicó una mejora sustantiva, no solo para el modo de gestión de la Superintendencia, sino también para las instituciones financieras supervisadas. Esto es, además de aumentar la frecuencia de las supervisiones, el énfasis del control a nivel del gobierno corporativo redundó en una mejora en el proceso de evaluación, tanto para la Superintendencia como para las instituciones supervisadas (Biasco, Eiroa y Nogueira, 2012)<sup>38</sup>.

El informe de evaluación de la estructura y funciones del Banco elaborado por *McKinsey y Asociados* (a pedido del Directorio en 2004), logró catalizar los trabajos realizados dentro y fuera del Banco, razón por la cual fue influyente sobre la agenda de reformas

---

<sup>36</sup> Ver. Licandro y Licandro (2004); Bergara y Licandro (2004); Ponce (2001); Polgar (2004).

<sup>37</sup> La ley 17835 referida a la prevención del Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo es de setiembre de 2004.

<sup>38</sup> Biasco, D., Eiroa, M. y Nogueira, R. (2012); *Estándares Internacionales de Control Interno Aplicados a instituciones de Intermediación Financiera*; Monografía de Grado. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. Universidad de la República.

institucionales que se llevaron a cabo en esos años. Las recomendaciones del informe fueron bien recibidas por los cuadros gerenciales y las autoridades del Banco. Ello derivó de que el trabajo de *McKinsey* tuvo un alto involucramiento de unos y otros. Las recomendaciones giraron en torno a dos grandes componentes: i) el marco de supervisión y regulación del sistema financiero, y; ii) el relacionamiento del Banco con los poderes del estado, y en particular con el Poder Ejecutivo. Las transformaciones propuestas requerían cambios institucionales y organizativos que implicaban la gestación de un nuevo marco legal, creando las condiciones para para el diseño y posterior sanción de una nueva Carta Orgánica del Banco Central.

Casi un año después de asumir el gobierno, en enero de 2006 el Poder Ejecutivo envió al Parlamento un proyecto de ley con una propuesta de reforma de la Carta Orgánica de 1995. Algunas recomendaciones del “informe McKinsey” requerían de cambios estructurales y funcionales que exigían reformarla. La reforma propuesta tomaba en cuenta las recomendaciones del informe en al menos dos aspectos fundamentales: la sustitución de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera por la nueva Superintendencia de Servicios Financieros (SSF), y la eliminación de la Gerencia General.

La nueva SSF no solo estaría localizada dentro del Banco Central, sino que asumiría la función general de regulación y supervisión del sistema financiero en forma centralizada. Más específicamente, dado que el proyecto preveía la eliminación de la Gerencia General, la nueva organización pasaría a tener una estructura más horizontal y simplificada, por la vía de la fusión en la SSF de los organismos dedicados a la regulación y control del sistema financiero. Esto es: la Administradora de Fondos de Pensiones, Seguros y Mercado de Valores. Al eliminarse la Gerencia General, la nueva Superintendencia se vincularía con el Directorio a través del Comité de Regulación y Supervisión.

Hasta 2008, los organismos de regulación y control operaban en forma independiente, con bajos niveles de coordinación en la función de regulación y supervisión de las instituciones financieras. Sin embargo, dada la lógica de conglomerados con la que opera una buena parte de las instituciones del sistema financiero, la dispersión en diferentes unidades reguladoras no era un diseño institucional eficaz ni eficiente para cumplir con sus funciones primordiales. Con este diagnóstico, el camino hacia un agente único de regulación y control del sistema financiero se vio plasmado en la Carta Orgánica propuesta por el Poder Ejecutivo, junto con otras modificaciones (Licandro y Bergara 2004). En efecto, algunas áreas internas del Banco que habían ido cobrando relevancia, lograron fortalecer su status gracias a la nueva Carta Orgánica. Este es el caso de la Unidad de Información y Análisis Financiero (UIAF), creada en el año 2000 dentro de la Superintendencia de Servicios Financieros, y que la nueva Carta Orgánica formalizó y dotó de mayor autonomía.

Al igual que la creación de la UIAF, otras modificaciones legales también fueron aprobadas por el Parlamento (Ley 18.401). Este es el caso de la obligación del Banco Central de rendir cuentas al Poder Legislativo a través de un informe anual de las operaciones y una proyección de las actividades previstas para el año en curso (Art. 48 de la ley N° 16.696, en la redacción dada por Ley N° 18.401 de 24.10.2008, art. 4º)<sup>39</sup>. En

---

<sup>39</sup> Se corresponde con el artículo 46 del Texto Ordenado de la Carta Orgánica.

contraste, otras modificaciones generaron oposición al proyecto original, que derivaron en cambios a las propuestas del Poder Ejecutivo. Un ejemplo fueron los propios objetivos del Banco Central. En este caso, existió controversia dentro del partido de gobierno en torno a la inclusión de los términos “crecimiento y empleo” entre los objetivos de política del banco. Finalmente, el literal (a) del Artículo 3 estableció como objetivo la “estabilidad de precios que contribuya con los objetivos de crecimiento y empleo” (Ley. 18.401).

Otros cambios generaron controversias en el Senado y en el propio partido de gobierno, como por ejemplo la forma de elegir al Directorio del Banco Central. El proyecto preveía la separación del nombramiento del Directorio de la elección nacional con mandatos de ocho años (en lugar de cinco), una integración de cinco miembros del directorio (en lugar de tres) que serían nombrados mediante un mecanismo de renovación parcial (cada dos o tres años), la inelegibilidad para quienes hubieran sido candidatos en las elecciones nacionales previas al nombramiento del Directorio, y la potestad asignada al Presidente de la República para designar al Presidente del Banco Central entre los cinco miembros del Directorio.

Con excepción de la integración del Directorio con cinco miembros, ninguna de las restantes disposiciones fue aprobada por el Parlamento en 2008, a pesar de la férrea disciplina del partido de gobierno con una mayoría de legisladores en ambas cámaras. Sin embargo, la Ley 18.670 del 20 de julio de 2010 modificó la Carta Orgánica de 2008, volviendo a un Directorio integrado con tres miembros. Una integración de cinco miembros sólo parecía tener sentido en el marco de mandatos extendidos a ocho años.

Un segundo núcleo de discusión, fundamentalmente con la oposición, se centró en la inclusión del Comité de Coordinación Macroeconómica integrado por el Poder Ejecutivo y el Banco Central. El propósito de la creación de este Comité fue formalizar un mecanismo que operaba en los hechos desde hacía años pero que no contaba con reglas claras de roles y responsabilidades sobre decisiones en materia de tipo de cambio y metas de inflación. En particular, el proyecto proponía que, a los efectos de coordinar estas áreas de política económica, era preciso delimitar las responsabilidades del Ministerio de Economía y Finanzas y del Banco Central. Para ello proponía integrar un comité con el Directorio del Banco Central (*in totum*) y el Ministro de Economía y Finanzas acompañado por dos asesores. En este esquema, en lugar de asignarle al Presidente de la República la responsabilidad de mediar entre las dos instituciones cuando existieran diferencias, se proponía al Senado como “tribunal de alzada”, pudiendo eventualmente activar las disposiciones relativas al llamado a sala y censura al Ministro. En el proyecto original, la parálisis del Comité parecía poco probable dado que el Directorio del Banco Central tenía cinco miembros y el Ministerio tres. Sin embargo, la aprobación de la Ley 18.670 en 2010 estableció un Directorio del Banco integrado por tres miembros (y no cinco). Hipotéticamente, ello podría llevar a un empate en el número de votos de cada institución en el Comité, aunque la Ley finalmente estableció que, en caso de existir diferencias entre ambas, “se estará a lo que resuelva el Poder Ejecutivo” (Ley 18.401, Artículo 2).

La nueva Carta Orgánica también incluyó un esquema institucional para el tratamiento de los bancos “en dificultades”. El propósito principal buscaba disminuir la discreción del poder político a través del Ministerio de Economía y Finanzas y del Directorio del Banco en el manejo de los bancos que enfrentaran problemas. Hasta 2008, la función

de seguro de depósitos había recaído en la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario, como órgano desconcentrado en la estructura funcional del Banco. Desde ese año, la nueva Carta creó una nueva institución, cuyo status legal sería una persona jurídica de derecho público no estatal, localizada fuera de la estructura del Banco. Nació así la Corporación de Protección del Ahorro Bancario (COPAB), con el cometido de formar parte de una Red de Seguridad Financiera, integrada por la Superintendencia de Servicios Financieros y el propio Banco Central como prestamista de última instancia.

---

Luego de la aprobación de la nueva carta orgánica de 2008, al menos tres cambios institucionales se sucedieron en la órbita del Banco. El primero fue la creación del Comité de Estabilidad Financiera (ver decreto 224/011 del 23 de junio de 2011). El Comité está integrado por el Ministro de Economía y Finanzas, el Presidente del Banco Central, el Superintendente de Servicios Financieros y el Presidente de la COPAB. El Comité, orientando con un enfoque “sistémico y macroprudencial” (ver acta 3022), tiene por objetivo identificar riesgos a nivel del sistema financiero doméstico. Con este propósito, los miembros del Comité intercambian información y diagnósticos sobre las instituciones financieras y proveen insumos para crear nuevos instrumentos y políticas para la estabilidad financiera.

La segunda innovación institucional fue la formalización del Comité de Política Monetaria (COPOM) creado por ley en 2010 (18.670, Art. 4). Este comité está integrado por los tres miembros del Directorio y otros tres miembros de nivel técnico del Banco Central designados por el propio Directorio, con pertinencia temática en el área de política monetaria. Sus cometidos son asesorar al Directorio en materia de política monetaria, “seguimiento y evaluación de la situación macroeconómica de corto plazo y el programa financiero”. Este comité se reúne a continuación del Comité de Coordinación Macroeconómica.

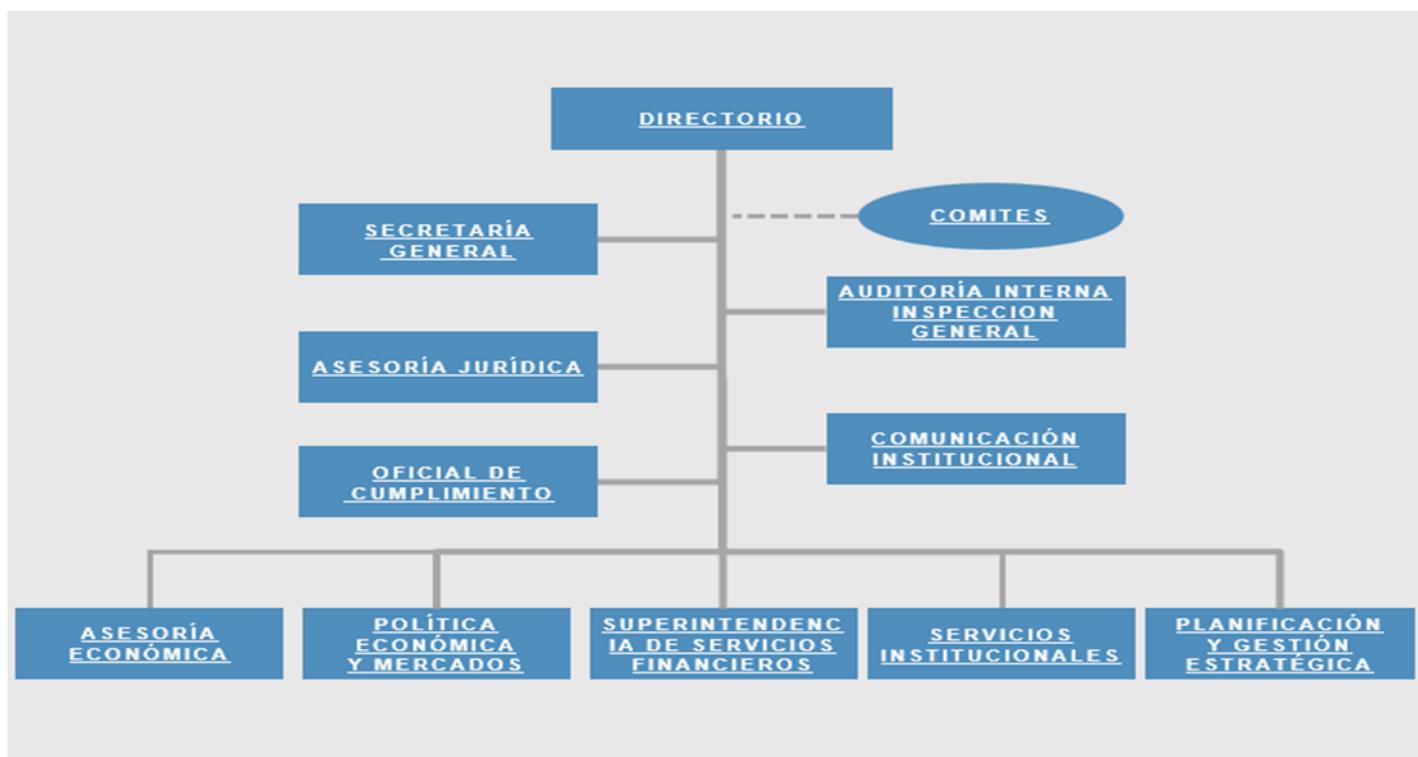
La tercera innovación es el Comité de Coordinación de Deuda Pública que fue creado el 7 de abril de 2016 (Acta Constitutiva C.C. B201). El Comité está integrado por el Gerente de Política Económica y Mercados del Banco Central y el Director de la Unidad de Gestión de Deuda Pública del Ministerio de Economía Finanzas (“o quienes ellos respectivamente deleguen”). La creación del Comité es un paso en la dirección de formalizar la relación tradicional entre el Banco Central y el Ministerio de Economía y Finanzas en el manejo de la deuda pública. Sus cometidos son intercambiar información para estimar los costos y los riesgos de la deuda pública doméstica, coordinar los calendarios de emisiones y plazos y ofrecer asesoramiento a empresas públicas (ver Licandro 2000)<sup>40</sup>.

Es de destacar que la nueva Carta Orgánica (2008) eliminó la Gerencia General, con lo que se transitó hacia una estructura más horizontal, con un enfoque matricial de la organización. Ello se tradujo en mayor delegación para tomar decisiones en las gerencias y mayor transversalidad en la gestión de los recursos. El proceso, fue acompañado por la formalización y creación de diversos ámbitos de coordinación y decisión, para los que se definieron protocolos de actuación (sobre cometidos, frecuencia, integración). En la actualidad existen nueve comités que nuclean al Directorio y a las diversas gerencias de

---

<sup>40</sup> Licandro, G. (2000); *¿Es necesaria una Oficina de Deuda en el Uruguay?*; Banco Central del Uruguay, Documento de Trabajo (versión preliminar) No. 12/00.

negocio y apoyo, la gran mayoría de los cuales fueron creados entre 2008 y 2011 (exceptuando el Comité Gerencial y el COPOM, este último formalizado en 2010).<sup>41</sup> El organigrama que se incluye a continuación refleja la forma en cómo quedó organizado del Banco Central.



Fuente: BCU

Estas innovaciones en la estructura organizativa del Banco están enmarcadas en un cambio institucional que procuró definir con mayor claridad su relación con los poderes del estado, los organismos públicos, los agentes económicos y la sociedad civil. En este proceso, el Banco consolidó una serie de transformaciones internas relacionadas con el gobierno corporativo y el modelo de gestión, promoviendo una cultura de apertura y transparencia, brindando información sobre su gestión, fortaleciendo su rendición de cuentas e interactuando junto a los agentes relevantes en el proceso de emisión de nueva normativa. En este marco, es importante destacar el rol ocupado por la planificación estratégica en la consecución de políticas de información, transparencia, inclusión y educación económica y financiera.

Para empezar, la planificación estratégica ha sido incorporada como instrumento central del modelo de gestión del Banco, hecho que se ha visto respaldado con la creación de los Comités de Planificación Estratégica y de Gestión Estratégica (2010) y de la Gerencia de Planificación y Gestión Estratégica (2012). En el marco del proceso de planificación

<sup>41</sup> Ellos son: Comité Ejecutivo de Dirección (CED), Comité de Dirección Estratégica, Comité de Inversiones, Comité de Auditoría, Comité de Seguimiento de Cumplimiento de Metas Institucionales, Comité Interno de Estabilidad Financiera, Comité de Políticas de Administración de Reservas, Comité de Política Monetaria, Comité de Regulación y Supervisión.

estratégica para el período 2010 – 2014<sup>42</sup> se definieron objetivos relacionados con: i) la estabilidad de precios; ii) la promoción y regulación del sistema financiero; iii) el sistema de pagos; iv) la gestión interna del Banco y su relación con el entorno. En relación a esto último, se destacan los objetivos de “mejorar la gestión y estructura de gobierno corporativo” y “generar y difundir información y conocimiento en materia económico financiera”, para cuyo logro se han instrumentado diversos proyectos vinculados a la comunicación, educación y generación de información de calidad (transparencia).

Luego de 2002 se ejecutaron una serie de acciones destinadas a mejorar la transparencia de la gestión. Gracias a ello, el Banco ha tenido un papel destacado en el cumplimiento de la Ley de Acceso a la Información Pública sancionada en 2008<sup>43</sup>. Estos y otros procesos que involucran la gestión por vía electrónica, han tenido efectos positivos sobre un número importante de instituciones públicas con las que el Banco ha compartido sus resultados, como la Agesic, el Tribunal de Cuentas, el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social y el Banco de Previsión Social, entre otros. Asentado en los procesos de Certificación de Calidad (LSQA), el avance en la gestión electrónica de expedientes también ha logrado atraer el interés de bancos centrales a nivel internacional, incorporando el aprendizaje y logística implementada en el Banco Central. Como veremos más adelante, el desarrollo institucional orientado a la transparencia ha contribuido a mejorar la reputación del Banco entre los agentes económicos y la opinión pública en general.<sup>44</sup>

En relación a los agentes regulados, el marco estratégico de la SSF estableció que, en atención a los objetivos del Banco y al fortalecimiento de su función reguladora, la emisión de nueva normativa debía cumplir determinados lineamientos, entre los que resalta la comunicación y la transparencia<sup>45</sup>. En este sentido, se promovieron instancias de consulta a la industria y otros interesados para discutir las propuestas de modificaciones en las normativas. El proceso de la SSF<sup>46</sup> procuró que las normas aprobadas estuvieran alineadas a las buenas prácticas internacionales y fueran de buena calidad. Con ese objetivo, el proceso se ordenó en cinco pasos, incluyendo la etapa denominada “Consulta a la Industria”. Esta estableció la divulgación de la propuesta de normativa a los actores relevantes del mercado para que, dentro de determinado plazo, formulen comentarios. La SSF los debe analizar y, en caso de que lo estime necesario, puede ajustar el proyecto volviendo a consultar a los agentes.

También en materia de creación y difusión de información, el Banco viene promoviendo cambios en los últimos años. Es necesario destacar los que se impulsaron en el marco del sistema estadístico nacional. En efecto, recientemente se incorporó la divulgación

---

<sup>42</sup> Actualmente se encuentra vigente el Plan Estratégico 2015 – 2020.

<sup>43</sup> Estas medidas dieron lugar a distinciones de la UAIP. Por ejemplo, en 2012 obtuvo el premio en la categoría “Cultura de Transparencia” y en 2015 en la categoría “Archivos”, orientado al fomento de las buenas prácticas en el manejo de activos de información. De igual modo, en 2014 y 2016 obtuvo el reconocimiento del Tribunal de Cuentas por buenas prácticas en la administración pública. Otros reconocimientos, incluyen el Reconocimiento a la innovación en el nivel de Implementación del Instituto Nacional de Calidad en 2014, y el premio al Compromiso con la Gestión Pública en 2013.

<sup>44</sup> Ver Equipos Mori (2015):

[http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Documents/Informe\\_Reputaci%C3%B3n\\_Equipos.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Documents/Informe_Reputaci%C3%B3n_Equipos.pdf)

<sup>45</sup> [www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Documents%20SSF/Marco\\_Estrategico.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Documents%20SSF/Marco_Estrategico.pdf)

<sup>46</sup> [www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Procesos%20de%20Emision%20de%20Normas/SSF%20Emision%20de%20normas.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Procesos%20de%20Emision%20de%20Normas/SSF%20Emision%20de%20normas.pdf)

de las series de expectativas de inflación y PIB, al tiempo que, en línea con las prácticas internacionales, se amplió la cobertura institucional de los datos de deuda externa incluyendo al sector privado no bancario. En este marco, está en proceso la iniciativa IE09 de 2016 para incorporar y mejorar los indicadores asociados a la proyección de la situación patrimonial del sector público.

En la misma línea de cambios, está en curso un proyecto para adecuar las estadísticas nacionales a los estándares internacionales. Este proyecto, de iniciativa del Banco Central, se inició al finalizar el programa de cambio de año base. En 2012 el Banco solicitó al FMI un informe sobre la “Observancia de Códigos y Estándares” para evaluar el grado de adecuación del Sistema de Cuentas Nacionales del Banco Central a los estándares internacionales. En su Informe sobre la Observancia de Estándares y Códigos<sup>47</sup>, elaborado a fines del año 2013, el FMI reconoce que Uruguay cuenta con una base institucional sólida y confiable para las estadísticas, y que, en relación a la anterior misión de asesoramiento, que tuvo lugar en 1999 – 2000, evidencia mejoras significativas en materia de compilación y diseminación de estadísticas de cuentas nacionales (BCU) e índices de precios (INE). En lo que respecta a las dimensiones contempladas en el Marco de Evaluación de la Calidad de los Datos (DQAF por sus siglas en inglés), el Informe concluye que las cuentas nacionales se sustentan en una metodología sólida conforme al Sistema de Cuentas Nacionales de 1993, que el Banco Central se posiciona bien en materia de accesibilidad de los datos, usabilidad, oportunidad y periodicidad, cumpliendo con los estándares exigidos por el SDDS<sup>48</sup>, y que los usuarios confían en él como generador de estadísticas imparciales y técnicamente sólidas. El reporte reconoce oportunidades de mejora en la dimensión “precisión y fiabilidad”, e identificaba como recomendación de alta prioridad actualizar el año base para las cuentas nacionales, así como desarrollar un Plan para implementar el Sistema de Cuentas Nacionales 2008.

En el mismo sentido, el Banco realizó un diagnóstico con asistencia técnica de la CEPAL. Estos trabajos crearon el Plan de Adecuación a Estándares internacionales (PLAE) para el período 2013 a 2019. El PLAE prevé la adecuación de sistema actual a los estándares internacionales en materia de Cuentas Nacionales (SCN 2008), de Balanza de Pagos (MBP 6) y de Posición de Inversión Internacional. Las principales observaciones realizadas por el reporte del FMI fueron recogidas por el PLAE y están asociadas al alcance de las Cuentas Nacionales y a la necesidad de contar con Cuentas por Sectores Institucionales, así como a corregir algunos incumplimientos de frecuencia parcial en la Cuenta Externa. El PLAE está organizado en cuatro fases: i) una fase 0, actualmente en curso, impulsa la generación de estadísticas básicas y el fortalecimiento institucional de los organismos que integran el sistema estadístico nacional (Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca, Ministerio de Economía y Finanzas); ii) una fase 1, dedicada a confeccionar un nuevo año base para las Cuentas Nacionales y para la Balanza de Pagos, que armonice los Cuadros de Oferta y Utilización

---

<sup>47</sup> IMF. Uruguay. Report on the observance of standards. Codes—data module. IMF country report no. 14/42. February 2014.

<sup>48</sup> Special Data Dissemination Standard.

con las Cuentas de Sectores Institucionales y que, al mismo tiempo, sea coherente con la compilación de la Balanza de Pagos; iii) una fase 2, orientada a la adopción de metodología de índices encadenados para las series de corto plazo y; iv) una fase 3, que prevé la difusión en una nueva plataforma de acceso a usuarios<sup>49</sup>. El PLAE incluirá una reconstrucción de las Estadísticas desde 2012.

Con el objetivo de alinear y hacer converger al Sistema Financiero uruguayo a los estándares internacionales de confección y presentación de Información Financiera, la SSF decidió adoptar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)<sup>50</sup>. El proyecto es un desafío para las entidades financieras y para el propio regulador, ya que no sólo exige la reformulación del marco para el tratamiento contable de las operaciones de las entidades reguladas, sino que obliga rediseñar el sistema de información utilizado en la SSF y en el Banco Central. A comienzos del año 2009, la SSF elaboró una hoja de ruta para la adopción de las NIIF como marco contable para las instituciones financieras. En febrero de 2012, se sometió a consulta de la industria el documento “Normas Contables Adecuadas para Instituciones de Intermediación Financiera, Casas de Cambio, Empresas de Servicios Financieros y Empresas Administradoras de Créditos de Mayores Activos”.

Como corolario de este proceso, la SSF elaboró el Marco Contable NIIF que estableció que las normas contables de aplicación obligatoria para la elaboración de los Estados Financieros son los Criterios Contables dispuestos por la SSF y que, en todo aquello que no sea tratado por ellos, se aplicarán las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board*, - IASB) con algunos apartamientos definidos por la propia SSF<sup>51</sup><sup>52</sup>. A partir de junio de 2013 el Banco Central solicitó a los bancos la presentación de los Estados Financieros Básicos Individuales al 31 de diciembre de 2012 con los criterios establecidos en el documento Normas Contables Adecuadas. En la hoja de ruta establecida, 2015 debió haber sido el último año de implementación del cuerpo de normas contables. Sin embargo, la SSF postergó la entrada en vigencia de las NIIF para las empresas de intermediación financiera, las empresas de servicios financieros y las casas de cambio hasta enero de 2018.

A los efectos de darle coherencia al proceso de creación y difusión de la información en manos del Banco, el Directorio creó el Departamento de Comunicación Institucional,

---

<sup>49</sup> [http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Informe\\_ROSC.aspx](http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Informe_ROSC.aspx)

<sup>50</sup> En paralelo el Banco Central está implementando la utilización del estándar XBRL para el intercambio de información financiera. Esta tecnología permitirá al Banco hacer análisis comparativos con otras instituciones financieras del exterior.

<sup>51</sup> Dentro de los criterios contables dispuestos por la SSF que establece reglas de cálculo y parámetros, no definidos por las NIIF están: i) Clasificación de riesgos crediticios, ii) Provisiones para riesgos crediticios; iii) Garantías computables a los efectos de la determinación de las provisiones para riesgos crediticios; iv) Reconocimiento de ganancias por productos financieros; v) Medición del Costo Amortizado; vi) Plusvalía; vii) Inversiones en subsidiarias, asociadas o en negocios conjuntos y; viii) Pagos a cuenta.

<sup>52</sup> En relación a los apartamientos o limitaciones en la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera se definieron los siguientes criterios: i) Activo material; ii) Moneda funcional y de presentación; iii) Activos intangibles distintos a la plusvalía y; iv) Reconocimiento de instrumentos financieros.

que basado en los pilares de la comunicación corporativa, tecnológica y educativa. Este nuevo departamento busca fomentar la cultura de la comunicación institucional desde una perspectiva de la responsabilidad social y la transparencia, jerarquizando la imagen y reputación del Banco. Por eso, entre los cometidos del Departamento de Comunicación está el impulso de acciones capaces de potenciar la solidez institucional del Banco, así como garantizar una comunicación interna y externa consistente y alineada con sus objetivos estratégicos<sup>53</sup>.

Por último, el Banco Central está teniendo un rol protagónico en el proceso de inclusión financiera y fortalecimiento del sistema de pagos que el Poder Ejecutivo viene impulsando. La preocupación por la profundización y expansión de la inclusión financiera en el Banco es anterior a la sanción de la Ley de Inclusión Financiera. En 2010 se creó la Comisión de Bancarización, integrada por el Banco Central, el Ministerio de Economía y Finanzas, empresas de intermediación y el sindicato bancario (AEBU), con el objetivo de trabajar en tres pilares: i) la promoción del ahorro y crédito, ii) la utilización y masificación de plásticos, y iii) la cobertura de la red física. Este proyecto derivó posteriormente en uno de mayor alcance, mediante el cual se incluyó a una mayor cantidad de agentes, al tiempo que se crearon nuevos instrumentos y figuras. El Banco Central ha sido un protagonista central de este proceso en su calidad de regulador y supervisor del sistema<sup>54</sup>. Asimismo, ha tenido un papel destacado en la creación de las figuras de corresponsal financiero y banca minorista, así como en el desarrollo de instrumentos financieros como las cuentas básicas de ahorro.

En el marco del proceso de inclusión financiera promovido por el Banco desde 2008, la institución viene ejerciendo un rol importante como educador. El programa “BCUEduca” (Programa de Educación Económica y Financiera del BCU, lanzado en 2012) tiene como objetivo *“contribuir a una mejor comprensión de las temáticas económicas y financieras por parte de toda la sociedad, en el convencimiento de que éstas deben incorporarse naturalmente en la vida cotidiana de todos”*.<sup>55</sup> Mediante el impulso de programas de educación económica y financiera, BCUEduca está contribuyendo en la promoción de una cultura financiera, centrada en personas que no están incorporados al sistema financiero por falta de oferta de productos accesibles, barreras de precio, imperfecciones del mercado o falta de información.<sup>56</sup> En ese sentido el Banco ha: i) impulsado el ahorro minorista, mediante la promoción de la emisión de instrumentos denominados en moneda nacional, que son líquidos y accesibles; ii) modernizado y flexibilizado el sistema de compensación de cheques bancarios; iii) ayudado a disminuir

---

<sup>53</sup> Un hecho singular que guarda relación con la política de acercamiento del Banco al público, es que el Directorio del Banco ha sesionado en el interior del país. En efecto, el Directorio sesionó el 9 de noviembre de 2011 en Minas. Ese mismo año también se realizaron sesiones y presentaciones en Río Negro, Rocha, San José y Salto.

<sup>54</sup> [http://www.bcu.gub.uy/NoticiasArchivosAdjuntos/JDB\\_Cierre\\_Gra%C3%B1a/GRA%C3%91A%20-%20INCLUSION%20FINANCIERA\\_1.pdf](http://www.bcu.gub.uy/NoticiasArchivosAdjuntos/JDB_Cierre_Gra%C3%B1a/GRA%C3%91A%20-%20INCLUSION%20FINANCIERA_1.pdf)

<sup>55</sup> El proyecto “Feria Interactiva de Economía y Finanzas” y el Convenio de cooperación Banco Central-ANEP/CODICEN son ejemplos de este tipo de acciones. El primero ha promovido actividades en todo el país desde 2012 para ayudar en el aprendizaje de niños, jóvenes y docentes. El Convenio, consiste en una cooperación mutua para desarrollar proyectos educativos específicos.

<sup>56</sup> Nótese que la Guía Docente del Programa BCUEduca excede el alcance nacional. Apoyada con fondos de la Corporación Andina de Fomento (CAF), la guía ha sido publicada y usada en distintos países de América Latina.

barreras de precios mediante mercados líquidos y de bajo costo de transacción, obligando a la cotización diaria con *spread* máximos; iv) contribuido a reducir imperfecciones de mercado mediante el desarrollo de instrumentos de cobertura (futuros, *forwards* de moneda, futuros de tasa de interés, préstamos de valores) y; v) divulgado las características del sistema financiero<sup>57</sup>.

---

El fortalecimiento institucional y la gestión interna del Banco Central, y en particular su nueva Carta Orgánica, han tenido efectos importantes sobre la consecución de los cometidos del Banco en la estabilidad de precios, la regulación y supervisión del sistema financiero y el sistema de pagos. Sin embargo, el nuevo diseño institucional, tanto interno como en su relación con el Poder Ejecutivo, sugiere diferentes grados de institucionalización. Existe consenso dentro del Banco Central, el Ministerio de Economía y Finanzas y la comunidad de expertos y agentes regulados<sup>58</sup>, que la regulación y supervisión dio pasos decisivos tendientes a robustecer el sistema financiero local. En este sentido, la creación de la Superintendencia de Servicios Financieros constituye uno de los hitos más importantes en el marco de la nueva carta orgánica de 2008.<sup>59</sup>

Como ya se dijo, la crisis de 2002 dejó al descubierto debilidades importantes de la regulación financiera uruguaya, abriendo una ventana de oportunidades para la introducción de reformas de acuerdo a las mejores prácticas disponibles a nivel internacional. Los cambios en la regulación no solo estuvieron dirigidos al sector bancario, sino que se buscó una orientación que aprovechara las economías de escala en la regulación, cubriendo el mercado de seguros, fondos de pensiones y mercado de valores.

Como vimos, entre 2002 y 2008 se avanzó mucho en la regulación del sector financiero, blindando la actividad de este sector, a los efectos de mitigar el impacto de *shocks* externos y actividades domésticas cuyo riesgo implicara un impacto sistémico para toda la economía. Por este motivo, es razonable pensar que la regulación del sector financiero existente en el contexto de la crisis internacional originada en la caída de *Lehman Brothers*, contribuyó a moderar el impacto a nivel doméstico mediante las normas de calificación, las limitaciones a la concentración y las operaciones en el exterior. Dicho de otro modo, cuando la crisis de 2008 comenzó a mostrar sus primeros signos a nivel internacional, Uruguay ya había avanzado en la regulación que oficiaría de escudo contra las consecuencias de la crisis.

El ajuste de la regulación financiera uruguaya a las mejores prácticas internacionales es un proceso que vale la pena historiar en sí mismo. Ya hemos dicho que la regulación cobró particular visibilidad en proceso de salida de la crisis económica de 2002. Sin perjuicio de ello, desde 2008 y en particular desde la formación de la nueva Superintendencia, la regulación del sector financiero ha hecho un esfuerzo por adoptar la hoja de ruta trazada por el Comité de Basilea. En su primera versión, las recomendaciones de Basilea I constituyeron un esquema de fácil adaptación a la

---

<sup>57</sup>Utilizando el ya mencionado “BCUEduca”.

<sup>58</sup> Ver informe Reputacional del Banco Central del Uruguay (Equipos Mori, 2014).

<sup>59</sup> La consagración de la autonomía presupuestal de la SSF, todavía pendiente, es sin duda un espacio de mejora para consolidar la autonomía técnica y operativa consagrada por la Carta Orgánica.

regulación uruguaya. Según se vio en el capítulo 6, la sencillez de este esquema no facilitó que se advirtieran riesgos de mercado y de crédito que estaban latentes en diversas operaciones del sistema financiero local. La enmienda introducida en 1997 por el Comité de Basilea, incorporó los riesgos de mercado en distintas operaciones, que involucraban desde tasas de interés y tipos de cambio hasta el precio de los *commodities*.

En 1999, Basilea II incorporó tres pilares, un requerimiento mínimo de capital, supervisión interna de las instituciones al capital exigido y transparencia en el manejo de la información de las instituciones supervisadas. Estos procesos fueron seguidos en Uruguay, sin hacer una adhesión explícita a la hoja de ruta de Basilea II. Para empezar, Uruguay nunca formó parte del Comité, integrado fundamentalmente por países desarrollados y algunas economías emergentes. Pero, además, la política de no adhesión explícita impidió contar con un ancla que limitara la discreción de la SIF. En particular, no fue hasta 2006 que la Superintendencia incorporó el requerimiento de capital por riesgo de mercado y hasta 2012 que implementó el Pilar I de Basilea II y en parte los Pilares II y III (Circular 2099 - 30/12/2011) <sup>60</sup>.

La crisis financiera internacional desatada en 2008 derivó en el acuerdo de Basilea III (en diciembre de 2010<sup>61</sup>), aumentando las exigencias de capital y la cobertura de riesgo de los bancos. En este sentido, la SSF ha completado el pilar I de la hoja de ruta y se encuentra en proceso la implementación de los pilares II y III. En particular, la Superintendencia avanzó en la gestión de liquidez, el *buffer* de conservación de capital, la evaluación de modelos internos para la gestión de riesgos, el *buffer* de capital anticíclico, el proceso de autosuficiencia en la evaluación de capital, la supervisión sistemática de conglomerados financieros y la revisión de la regulación de partes vinculadas a las instituciones de intermediación financiera. En este marco es que se inscribe la regulación y supervisión desarrollada por la SSF para los mercados de valores y seguros, bancos, AFAPS y lavado de activos y financiamiento del terrorismo (esta última bajo el control de la UIAF; ver BCU-SSF, 2016)<sup>62</sup>.

En contraste con la creación de la SSF y la regulación del sistema financiero, la institucionalidad encargada de velar por la estabilidad de precios no ha arrojado los mismos resultados. En efecto, el Comité de Coordinación Macroeconómica se encarga de coordinar objetivos y dar consistencia a las acciones del Banco Central y del Ministerio de Economía y Finanzas de modo de asegurar que se cumpla la “meta de estabilidad de precios” definida en conjunto. Sin embargo, el hecho de que la inflación haya estado por más de cuatro años fuera del rango meta, sugiere tres posibles tipos de problemas. Primero, el rango meta podría adolecer de imperfecciones por establecer un objetivo inalcanzable, dadas las restricciones para el marco de políticas. Segundo, el Banco Central, a pesar de estar involucrado en la definición del rango meta, podría no contar con instrumentos suficientes para cumplir con el objetivo definido. Si así fuera, ello podría explicar desvíos transitorios de la inflación respecto del rango, pero no un

---

<sup>60</sup> Ver Hoja de Ruta Basilea III, BCU (SF): [http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Bancos/hoja\\_ruta\\_basilea\\_iii.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Bancos/hoja_ruta_basilea_iii.pdf).

<sup>61</sup> Ver “Marco Regulador global para reforzar los bancos y los sistemas bancarios”. *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*. Banco de Pagos Internacionales, 2010.

<sup>62</sup> Durante este período, la SSF obtuvo la certificación del sistema de gestión (de LSQA-LATU) en forma parcial en 2013, y para todos los procesos en 2014 y nuevamente en 2015.

apartamiento sistemático como el observado en años recientes. Tercero, el rango meta podría ser un valor de referencia en el marco de un conjunto de objetivos de la política económica que no necesariamente son consistentes entre sí. Si este fuera el caso, la posición del Banco en el seno del Comité de Coordinación Macroeconómica podría entenderse que está subordinada a los objetivos del conjunto de la política económica del Poder Ejecutivo. En este caso, la independencia del Banco Central como agente responsable de velar por la estabilidad de precios parecería ser limitada. Esto es comprensible, dado que, como ya se señaló anteriormente, existen factores estrictamente formales que determinan un estrecho vínculo con los objetivos de política económica de los gobiernos, y que oficia de limitante en la capacidad del Banco en su manejo de la estabilidad de precios. En particular, debe reconocerse el rol que juegan los “objetivos de crecimiento y empleo” por los que también debe velar el Banco Central y que forman parte subsidiaria de sus “finalidades primordiales” (Ley 18401, Art. 3).

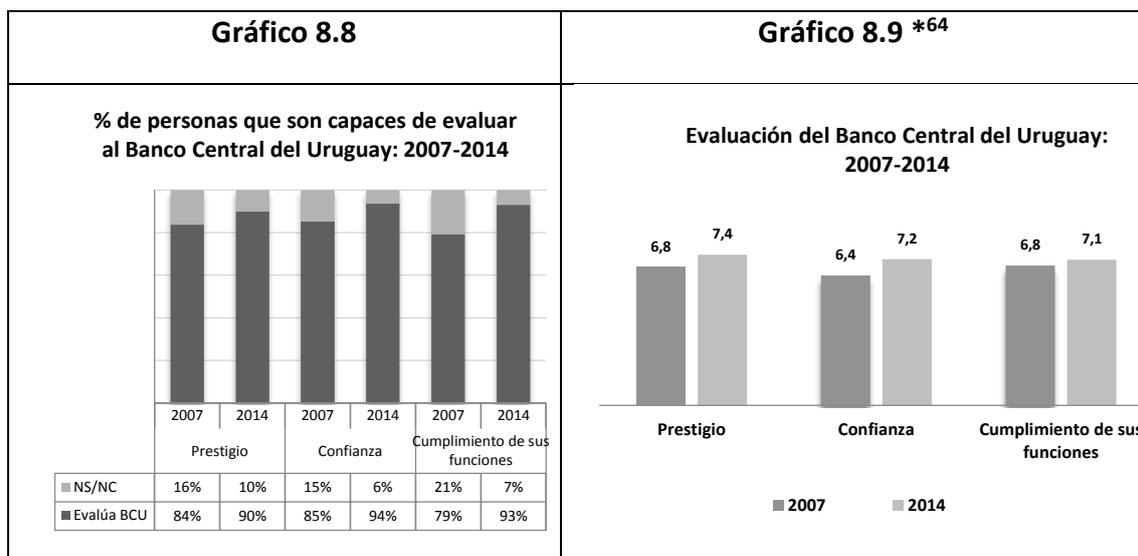
En líneas generales, la nueva Carta Orgánica aprobada en 2008 cristalizó una serie de cambios que el Banco Central venía madurando y debatiendo desde la salida de la crisis de 2002. La hoja de ruta de las transformaciones fue vertebrada por las recomendaciones de McKinsey que, a su vez, se habían basado en las lecciones aprendidas de la crisis de 2002. En otras palabras, la Carta Orgánica es un cambio importante, pero no el único de los cambios en la estructura organizativa y la gestión institucional que el Banco Central promovió en los últimos años. La nueva institucionalidad (pre y post carta orgánica), especialmente con posterioridad a 2002, muestra a un banco proactivo tanto en materia de regulación y control del sector financiero como en términos de gestión interna.

### 3

Existe evidencia de que la imagen pública del Banco ha mejorado en los últimos años. Los cambios institucionales descritos en la sección anterior es probable que hayan contribuido a esta mejora. Precisamente, esta sección repasa evidencia descriptiva entre 2007 y 2014 sobre la reputación del Banco Central, a nivel de la opinión pública en general, técnicos y expertos vinculados a su operativa, distintos tipos de agentes regulados por él y usuarios independientes. En particular, una parte importante de la buena reputación del Banco en la opinión pública, la comunidad de expertos, usuarios y agentes regulados deriva de su actividad como regulador y contralor del sistema financiero y el sistema de pagos. Sin embargo, su reputación ha ido más allá de su rol regulador, mostrando pasos importantes en materia de educación económica y financiera y como proveedor de información para distintos agentes y operadores. Los datos devienen de dos estudios realizados por Equipos Mori a solicitud del Banco en 2007 y 2014, basados en encuestas de opinión pública y otras específicas dirigidas a grupos específicos (Equipos Mori, 2014).

Una forma de observar el cambio en la imagen del Banco es a través de la opinión pública y los usuarios de los servicios que este ofrece. Equipos Mori elaboró una serie de formularios que fueron aplicados a diferentes grupos de individuos, tales como “formadores de opinión” (políticos, jerarcas del estado y el sistema financiero, analistas económicos) y “público directamente vinculado” con la operativa del Banco (proveedores, AEBU, principales estudios jurídicos, etc.). A este grupo se sumó un

formulario dedicado a captar el estado de la opinión pública en referencia al prestigio, confianza y el cumplimiento de las funciones del Banco<sup>63</sup>.

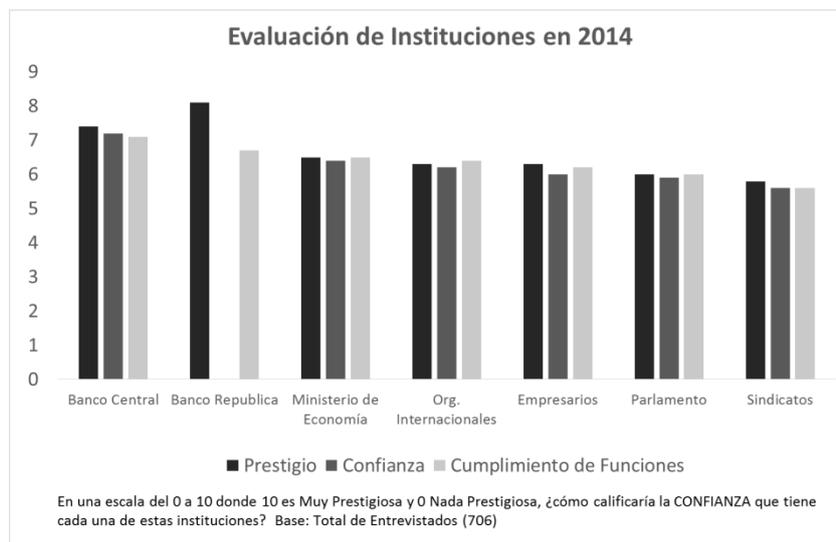


De acuerdo al Gráfico 8.8, entre 2007 y 2014 creció el porcentaje de personas en la opinión pública que conocen y son capaces de evaluar al Banco en sus principales atributos. Por ejemplo, mientras que un 84% de personas podían evaluar el prestigio del Banco en 2007, este atributo crece a un 90% en 2014. De igual modo, mientras un 85% podía evaluar la confianza en el Banco como institución, un 94% lo podía hacer en 2014. Mientras que un 79% podía evaluar el cumplimiento de las funciones del Banco en 2007, este atributo ascendió a un 93% en 2014. Sobre esta base, el Gráfico 8.9 muestra que entre 2007 y 2014 aumentó el número de personas que mejora su opinión sobre el prestigio, confianza y cumplimiento de las funciones del Banco Central en una escala de 10 puntos. En promedio, los valores mejoran a través del tiempo. Adicionalmente, el aumento también estuvo acompañado por un incremento más general de evaluaciones positivas hacia un conjunto de instituciones públicas contra las cuales Equipos Mori compara la opinión pública sobre el Banco en el periodo 2007-2014. Por ejemplo, el Banco de la República, probablemente por tener un mayor nivel de cobertura, servicios a la población y publicidad asociada, cuenta con apenas un mayor nivel de prestigio que el Banco Central. Sin embargo, según el Gráfico 8.10 existe una larga lista de instituciones ranqueadas por debajo, tales como Presidencia de la República, la banca privada, el Parlamento o los sindicatos. Comparativamente, la reputación del Banco en el concierto de las instituciones públicas uruguayas es excelente.

### Gráfico 8.10

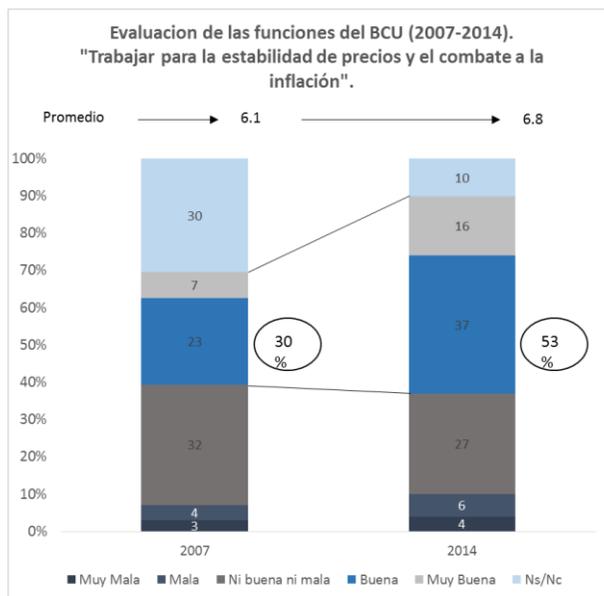
<sup>63</sup> Ver [http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Documents/Informe\\_Reputaci%C3%B3n\\_Equipos.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Documents/Informe_Reputaci%C3%B3n_Equipos.pdf)

<sup>64</sup> Pregunta en Gráfico 8.X P. En una escala del 0 a 10, donde 10 es Muy Prestigiosa y 0 Nada Prestigiosa, ¿cómo calificaría la/el que tiene cada una de estas instituciones?

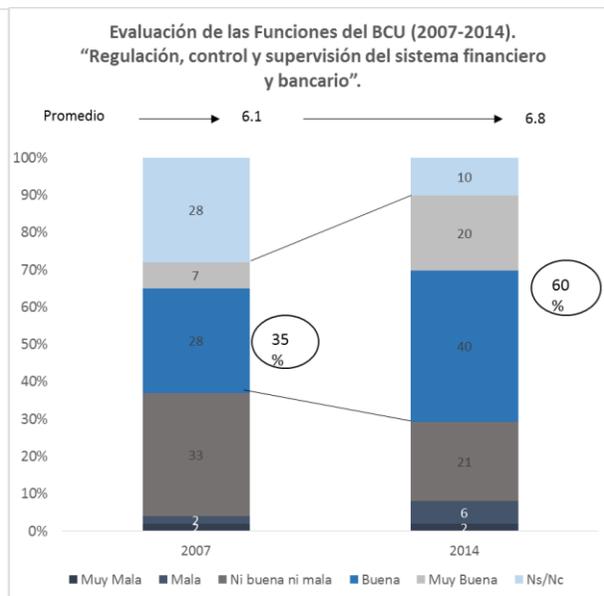


En un nivel de análisis más específico, el estudio reputacional del Banco Central confeccionó una serie de preguntas sobre sus funciones, siendo exploradas a nivel de la opinión pública entre 2007 y 2014. Estas preguntas también arrojan resultados positivos durante el período. En primer lugar, el porcentaje de personas que consideraba entre buena y muy buena la función del Banco en la estabilidad de precios y el control de la inflación, pasó de un 30% a un 53%. En este período, también se redujo el número de personas con una posición neutra (ni buena ni mala) en torno a esta función primordial del Banco. En segundo lugar, el número de personas que consideraron entre buena y muy buena la función del banco en la regulación, control y supervisión del sistema financiero, entre 2007 y 2014, aumentó de un 35% al 60%. Este es un aumento importante, que parece comprender a quienes se mostraban escépticos en 2007, o sencillamente ignoraban, con opiniones “ni buena ni mala” o “no sabe-no contesta”. En tercer lugar, algo muy similar ocurre con la función de “regulación, control y supervisión de las AFAPS y empresas de seguros”, donde las evaluaciones positivas pasan de un 28% en 2007 a un 53% en 2014. También aquí disminuye notoriamente el porcentaje de personas que no sabe o no responde y aquellos que mostraban una posición neutra (ni buena ni mala). En líneas generales, el estado de la opinión pública sobre la imagen del Banco Central y sus actividades mejoró entre 2007 y 2014.

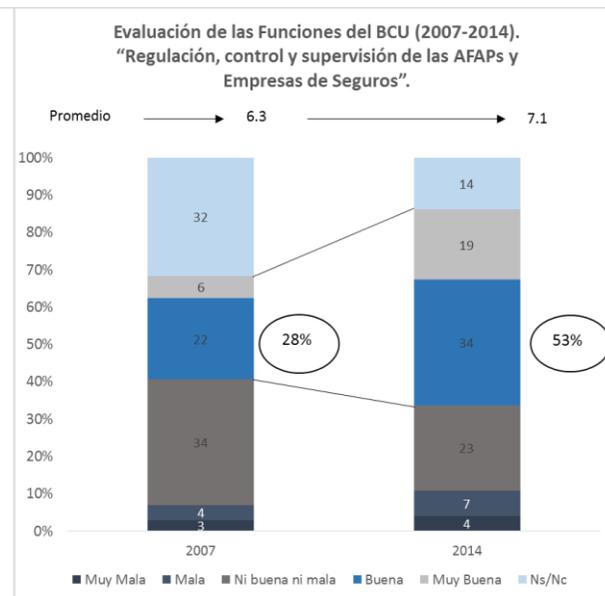
**Gráfico 8.11**



**Gráfico 8.12**

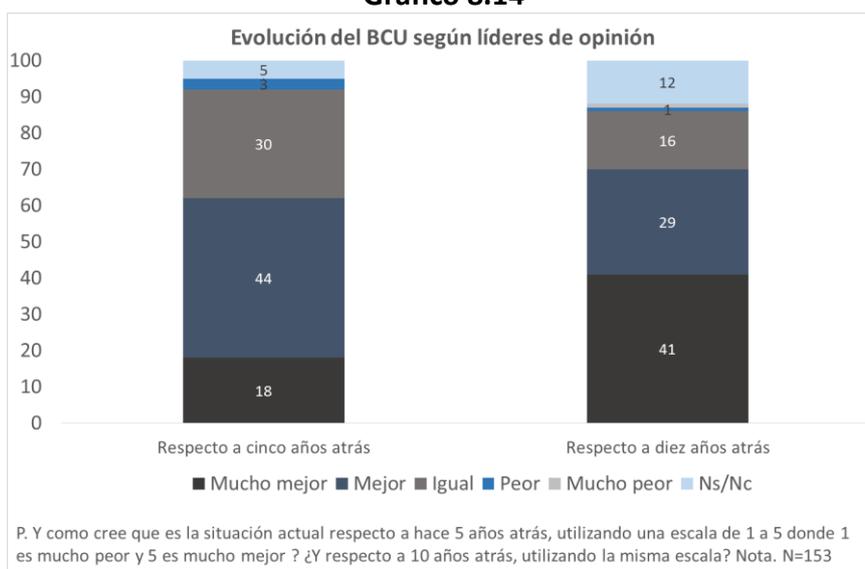


**Gráfico 8.13**



Por otra parte, la opinión del público calificado también muestra una evaluación positiva del Banco en el periodo 2007-2014. Este grupo está compuesto por jerarcas del sistema financiero, analistas económicos y miembros de cámaras empresariales, políticos, jerarcas del estado, organismos internacionales y usuarios organizacionales. Este es un grupo heterogéneo, con distintos niveles de interacción o dependencia con las funciones del Banco, pero que se caracteriza por ser influyente en los medios y la opinión pública a la hora de evaluar o juzgar del desempeño del Banco. A nivel global, la suma de las evaluaciones buena o muy buena por parte de cada uno de los grupos siempre supera los dos tercios de las opiniones. Por ejemplo, un 73% de los jerarcas del sistema financiero tiene una evaluación positiva de las funciones del Banco, mientras que un 84% y un 72% de los usuarios organizacionales y los analistas y cámaras empresariales respectivamente, también comparten una opinión positiva de sus funciones. Dado que no existe información o datos de encuesta para 2007, estos mismos agentes fueron consultados por su evaluación sobre la evolución del Banco a través del tiempo. En la media de todos los agentes considerados por el estudio, alrededor del 60% considera que el Banco mejoró con respecto a cinco años atrás y un 70% considera que mejoró respecto a su desempeño de diez años atrás.

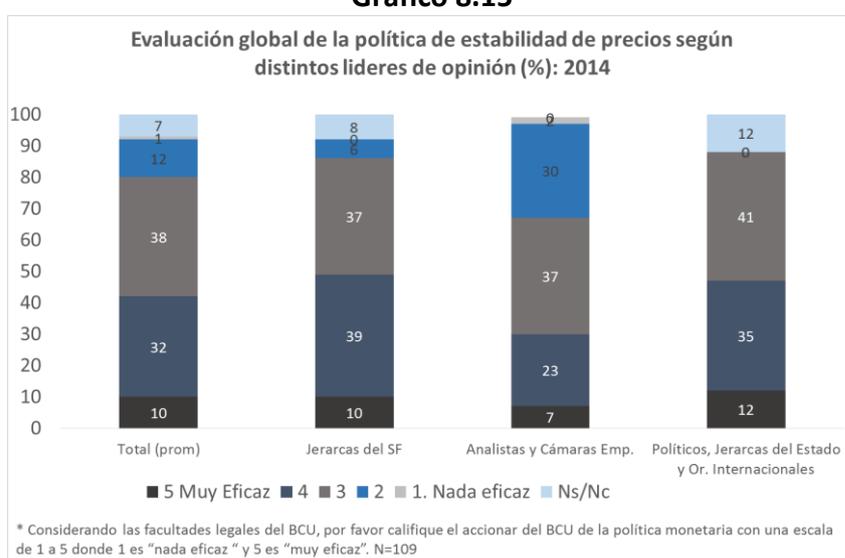
**Gráfico 8.14**



Nótese que los informantes calificados también fueron consultados en 2014 por una serie de atributos del BCU. En esta larga lista de atributos, el rango varía desde la ética y la credibilidad del Banco hasta el grado de oportunidad y pertinencia de sus publicaciones. En todos ellos el Banco muestra una opinión muy favorable, en particular en atributos tan importantes como la credibilidad, la transparencia y la eficacia en el cumplimiento de las funciones y cometidos legales. En 2014, sin embargo, la opinión de las elites formadoras de opinión mostraba cierta división en la evaluación de la eficacia de las políticas, instrumentos e iniciativas del BCU. En particular, los agentes mostraron una actitud positiva frente a la eficacia en el manejo de las reservas, la política de regulación y supervisión del sistema financiero, pero mostraron cierta preocupación con opiniones divididas en torno al fomento del desarrollo del mercado de deuda y la política de estabilidad de precios.

De acuerdo a Equipos Mori, la evaluación “global” de la política de estabilidad de precios muestra a un 38% que consideran que la política del BCU no ha sido ni buena ni mala, mientras que un 41% tiene opiniones donde el Banco ha sido eficaz o muy eficaz. La descomposición de esta evaluación muestra una serie de valoraciones predominantemente positivas sobre la capacidad técnica del Banco en el manejo del control de precios, la credibilidad y el compromiso con los objetivos en política monetaria, entre otros. De acuerdo al Gráfico 8.15, resulta obvio que la incidencia en el resultado es o puede ser independiente del conjunto de medidas del Banco, tendientes al control de precios, lo cual es consignado por las elites económicas formadoras de opinión. En líneas generales y considerando el nivel de sensibilidad que la inflación tiene actualmente para todos los agentes y la población en general, la evaluación global de la política del Banco en la estabilidad de precios parece ser razonablemente buena.

**Gráfico 8.15**



En cuanto a la política de regulación y control del sistema financiero, el Banco goza de un gran nivel de reputación entre la elite doméstica. En este caso, la política del Banco es vista positivamente por un 75% del conjunto de los jerarcas del sistema financiero, los analistas y las cámaras empresariales, políticos y jerarcas del estado y los organismos internacionales. En la desagregación, el acceso a las normas emitidas por el Banco, la claridad y previsibilidad son bien evaluadas (siempre por encima del 50% de las evaluaciones). Esto no se reproduce en la “razonabilidad en relación con los objetivos de la política de regulación y control del sistema financiero”. Probablemente, esta evaluación no tan positiva de las elites derive de su propia evaluación sobre el relacionamiento con las instituciones reguladas o controladas del sistema financiero, durante del proceso regulatorio (y no después).

Por último, en materia de controles resulta fundamental la evaluación de los agentes sobre las actividades de control ejercidas por la Superintendencia de Servicios Financieros. La evaluación de los usuarios es altamente positiva, en términos del trato, el ajuste a las regulaciones vigentes y las resoluciones que adopta la Superintendencia. Este resultado está en consonancia con la evaluación que hacen los agentes en torno a las actividades de control sobre el lavado de activos, ya sea en el enfoque y metodología empleado, la calidad de la regulación y la cobertura del sistema.

En líneas generales, el Banco Central muestra un alto nivel de reputación en la opinión pública y la opinión de las elites. Entre 2007 y 2014, mejoró la opinión pública de los ciudadanos y también la de las elites involucradas con la regulación y control ejercido por el Banco, la Superintendencia de Servicios Financieros, y también con el control y estabilidad de los precios. Esto es, el Banco Central mantiene una valoración positiva en las dos funciones principales que la Carta Orgánica le asigna.

Como se sostiene al inicio de este capítulo, estos resultados del estudio reputacional no son el fruto de una sumatoria inconexa de decisiones del Banco Central, sino de un proceso articulado en función de objetivos estratégicos claramente identificados y sustentados políticamente por el Directorio del Banco. El delineamiento de estos objetivos, por otra parte, no ha sido el fruto de preferencias ad hoc, sino más bien el resultado de aprendizajes institucionales, el uso o la explotación adecuada de los recursos humanos asentados y cultivados en y por el Banco, la voluntad constante de inscribir a la institución en el marco de las mejores prácticas y regulación bancocentralista a nivel internacional y, sobre todo, un compromiso institucional con los objetivos que la constitución y la ley le asignan al Banco Central del Uruguay.

**ANEXO I: TABLA CRONOLÓGICA<sup>1</sup>**

Años	Contexto Externo	Política Económica	Banco Central
<b>1967-1973</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>1967:</b> El Presidente de Francia Charles De Gaulle, comienza a cambiar dólares de sus reservas por oro.</li> <li>• <b>Marzo/1967:</b> Argentina: Krieger Vasena aplica un plan de estabilización.</li> <li>• <b>Noviembre/1967:</b> Libra esterlina es devaluada en un 14.3%.</li> <li>• <b>Mayo/1968:</b> Revueltas estudiantiles en Francia, República Federal Alemana, Gran Bretaña, Italia, Estados Unidos, Yugoslavia.</li> <li>• <b>Setiembre/1970:</b> Crisis en Wall Street.</li> <li>• <b>Junio/1970:</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>1965:</b> Propuestas de la CIDE combinando orientación desarrollista con principios de buena administración. Cambio significativo en sistema estadístico nacional que incluyó por 1<sup>era</sup> vez la elaboración y publicación por el Banco Central del sistema de Cuentas Nacionales.</li> <li>• <b>Diciembre/ 1965:</b> Inflación anual alcanza por primera vez 88%.</li> <li>• <b>Febrero/ 1967:</b> Fijación del tipo de cambio oficial en \$ 79,40 - \$ 79,80. Mientras siguió operando mercado paralelo.</li> <li>• <b>Marzo/1967:</b> Devaluación del tipo de cambio oficial \$ 85.50- \$ 85.90, reducción transitoria brecha con dólar paralelo.</li> <li>• <b>Mayo/1967:</b> Tipo de cambio oficial \$ 87.70 - \$ 88.30.</li> <li>• <b>Junio/1967:</b> Renuncia el Ministro de Hacienda Vegh Garzón, remplazado por Amílcar Vasconcellos.</li> <li>• <b>Julio/ 1967:</b> Creación de la cuenta "18 de julio" donde el público podía realizar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Noviembre/1966:</b> Aprobación de Reforma Constitucional que incluyó creación del Banco Central del Uruguay a partir del 1º de Marzo de 1967.</li> <li>• <b>2 de marzo/1967:</b> Resolución para que los directores que actuarían interinamente en el Banco Central fuesen los del Banco República. El Poder Ejecutivo declaró, en aplicación de lo dispuesto por el artículo 196 y el literal H) de las Disposiciones Transitorias y Especiales de la Constitución de la República, que el Consejo Honorario del Departamento de Emisión del Banco República había dejado de existir y que, consecuentemente, habían cesado en sus funciones los titulares de ese organismo. Designación de los directores del Banco República "en sus actuales cargos" para asegurar la continuidad de los servicios y ejercer las funciones de directores del Banco Central, mientras no se efectuasen las designaciones conforme a lo establecido en la Constitución. Daniel Hugo Martins asume de forma interina la presidencia del Banco Central, acompañado por Guillermo Stewart Vargas, Ledo Arroyo Torres y Casimiro Etchevarren, Julián Ilich en la Secretaría General y Oscar Goldie Arenas en la Gerencia General.</li> <li>• <b>Mayo/1967:</b> Toman posesión los Directores designados por el Poder Ejecutivo: Enrique Iglesias (Presidente), Juan Bracco y José Guntín García. Se designa Secretario General al Secretario Letrado del Banco República Julio César Pacchiotti y Gerente General a Mario</li> </ul>

<sup>1</sup> Esta Tabla Cronológica fue realizada en base a la metodología propuesta por Blanca París, Roque Faraone y Juan Oddone en "Cronología Comparada de la Historia del Uruguay 1830-1985" (1997) siguiendo la corriente historiográfica francesa de la *Escuela de Annales*.

<p>Argentina: devaluación.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Octubre/1970:</b> Feriado cambiario en Argentina. Tipo de cambio pasa de \$ 3.50 a \$ 4.00, en el paralelo supera los \$ 4.40.</li> <li>● <b>Agosto/1971:</b> Suspensión de la convertibilidad a oro del dólar estadounidense.</li> <li>● <b>Enero/1973:</b> Abandono definitivo del esquema de Bretton Woods.</li> <li>● <b>Agosto/1973:</b> Primera crisis del petróleo. Aumento del 400% en pocos meses. Los petrodólares (dólares obtenidos a partir de la venta de petróleo) inyectaron gran liquidez al sistema financiero internacional, los bancos privados prestaron esos</li> </ul>	<p>depósitos que generaban intereses para hacer frente a los compromisos externos.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Agosto/1967:</b> Medidas por problemas de Balanza de Pagos: i) suspensión total de las importaciones por diez días; ii) prohibición por 180 días de importar “mercaderías prescindibles, suntuarias y competitivas de la industria nacional”; iii) Ministerio de Hacienda se reserva facultad de autorizar importaciones para organismos públicos o insumos “necesarios y urgentes”; iv) se establece un mecanismo de preventa de divisas para importación (importador debía pagar el contravalor en moneda nacional en forma previa a la obtención de las divisas, las cuales le serían entregadas gradualmente); v) en el mercado de cambios sólo se autorizaba a las Casas de Cambio a comprar moneda extranjera; vi) devaluación, tipo de cambio \$ 98 - \$99.</li> <li>● <b>Setiembre/1967:</b> Aprobación de la Ley de Emergencia que incluiría nuevos recursos para el Estado que reducirían sus necesidades de financiamiento con emisión a \$ 1,5 mil millones.</li> <li>● <b>Octubre/1967:</b> Renuncia de Vasconcellos y regreso de César Charlone al</li> </ul>	<p>Bucheli. Pasaron a sesionar en el primer piso de la casa de Gobierno; el resto del Banco Central continuaría ocupando el cuarto piso de la casa central del Banco República.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Mayo/1967:</b> i) Primeras reuniones del Directorio del Banco Central; ii) Se resolvió solicitar al Directorio del Banco República que: 1) la Secretaría General asistiera al Directorio del Banco Central como lo hacía con el Consejo Honorario del Departamento de Emisión; 2) la Gerencia General dispusiera que los funcionarios afectados a dicho Departamento continuaran prestando servicios en comisión, como arrendamiento de servicios u otra forma; 3) el Departamento Jurídico del Banco República brindara asesoramiento al Directorio del Banco Central; 4) continuara el suministro de billetes, con las firmas habituales y demás condiciones prevalecientes; 5) la confirmación precaria a todos los interventores y liquidadores de bancos y sociedades designados por el Consejo Honorario del Departamento de Emisión; iii) Se informó a los servicios del Banco República y a la banca en general el contenido de la primera circular del Banco Central del Uruguay, por la cual debía seguir dándose cumplimiento “a todas las disposiciones y reglamentaciones dictadas por el Consejo Honorario del Departamento de Emisión, vigentes al 28 de febrero próximo pasado”; iv) Se dio curso a nota a bancos centrales y organismos internacionales, dando noticia de la creación del Banco Central del Uruguay y de la integración de su Directorio; v) Seguimiento a la devolución de la asistencia financiera recibida por bancos durante la corrida del último trimestre de 1966 y de los pagos realizados a los depositantes de las entidades en liquidación en aplicación del seguro de depósitos creado por la Ley Nº 13.330 de abril de 1965; vii) Aprobación y remisión al</li> </ul>
--	--	---

	<p>dólares a bajas tasas de interés siendo las economías emergentes uno de los principales destinos.</p>	<p>Ministerio de Hacienda.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Noviembre/1967:</b> Dólar oficial fijado en \$ 198- \$ 200. Medidas complementarias: i) eliminación de reintegros a la exportación; ii) aplicación de detracciones a las exportaciones de cuero y lana para compensar la transferencia de ingresos implícita en la variación del tipo de cambio.</li> <li>• <b>Abril/1968:</b> Devaluación, tipo de cambio a \$ 248- \$ 250.</li> <li>• <b>Junio/1968:</b> Inflación 183%.</li> <li>• <b>Junio/ 1968:</b> Plan de Estabilización heterodoxo: Congelación de precios y salarios (Decreto N° 420/968). Precios de bienes y servicios quedaban “estabilizados” en nivel del 26/6 o en la última transacción previa a esa fecha. También quedaban “estabilizados” en el nivel de 26/6 los salarios, intereses y “cualquier ingreso cuya modificación fuese susceptible de influir sobre el costo de los bienes y servicios”. Decreto previó severas sanciones por incumplimiento: i) cierre temporario del local comercial, multas, ii) confiscación de mercaderías y; iii) prisión de los responsables de aumentos no autorizados.</li> <li>• <b>Abril/1970:</b> Armando</li> </ul>	<p>Poder Ejecutivo del presupuesto monetario (Ley N° 13.243 de 20 de febrero de 1964).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Junio/1967:</b> Se establece que no menos del 40% del crédito se canalizara a sectores productivos prioritarios definidos por el Gobierno.</li> <li>• <b>Julio/1967:</b> Se propone modificar el régimen de encajes de requisitos diarios a requisitos promedio mensuales.</li> <li>• <b>Julio/1967:</b> Modificación por Ley del nombre originalmente establecido de Banco Central de la República Oriental del Uruguay, por Banco Central del Uruguay, a efecto de evitar confusiones con el Banco de la República Oriental del Uruguay.</li> <li>• <b>Agosto/1967:</b> Aplicación de un régimen de control cuantitativo del crédito: topes de cartera.</li> <li>• <b>Setiembre/1967:</b> Aprobación de la Ley de Emergencia le dio al Banco Central un marco normativo de mayor alcance y definición entre los que se destacan: i) gestionar el funcionamiento del mercado de cambios; ii) controlar, mientras existiesen, las operaciones de cambio internacional y traslado de capitales al exterior; iii) negociar directamente, o por intermedio de bancos privados y de las instituciones autorizadas a operar en cambios, las divisas provenientes de las exportaciones autorizadas a operar en cambios; iv) dar asistencia financiera a los bancos privados, autorizar fusiones, absorciones y todas otras formas de transferencia de instituciones bancarias privadas, reglamentar las condiciones dentro de los cuales pueden contraerse obligaciones internacionales que impongan pagos en moneda extranjera; v) autorizar la transferencia de activos y pasivos entre el Banco República y el Banco Central “que estimen equivalentes”, previo dictamen del Tribunal de Cuentas, a efectos</li> </ul>
--	--	---	--

		<p>Malet asume como Ministro de Hacienda tras la renuncia de Charlone.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Octubre/1970:</b> César Charlone asume nuevamente como Ministro de Hacienda.</li> <li>• <b>Marzo/1971:</b> Devaluación fiscal: no se modifica el tipo de cambio, pero se le adiciona una comisión de casi un 50% cuyo producido iba para el fisco, a las que se agregaron primas, recargos y otras restricciones regulatorias para recaudar y a la vez mejorar la cuenta comercial.</li> <li>• <b>Abril/1971:</b> Carlos Fleitas reemplaza a Charlone como Ministro de Economía.</li> <li>• <b>Marzo/1972:</b> Nuevo gobierno nombra como Ministro de Economía a Francisco Forteza y en la Oficina de Planeamiento a Ricardo Zerbino.</li> <li>• <b>Marzo/1972:</b> Eliminación del régimen de devaluación fiscal y cambio a un régimen de “minidevaluaciones” que procuró evitar la apreciación del peso. Durante ese año los ajustes en la paridad cambiaria estuvieron orientados a mantener una posición compradora de parte del Banco Central en el mercado, para mejorar la posición de reservas internacionales y la capacidad de pago de las</li> </ul>	<p>de su división patrimonial.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Setiembre/1967:</b> Creación de siete departamentos dependientes de la Gerencia y las Sub Gerencias Generales. Cada Departamento tenía un responsable con cargo gerencial y un sub gerente de Departamento. También se constituyeron tres unidades asesoras del Directorio: La Secretaria General, la Asesoría Legal y el Asesor Estadístico. Se analizaron los antecedentes funcionales y condiciones técnicas del personal que hasta el momento desempeñaba funciones en el Banco Central o el Banco República, de forma de asignarlo a la dirección de los Departamentos que componían aquella organización.</li> <li>• <b>Noviembre/1967:</b> Reglamentación de: i) Funciones de los corredores de cambio; ii) Casas de cambio; iii) Posición en moneda extranjera de los bancos; iv) Régimen de fusiones y absorciones de entidades bancarias y; v) Régimen de asistencia financiera a bancos.</li> <li>• <b>Diciembre/1967:</b> Se proyecta la Central de Riesgos.</li> <li>• <b>Diciembre/1967:</b> Intervención del Banco Americano Israelí.</li> <li>• <b>Enero/1968:</b> Se establece un reglamento para la provisión de cargos en el Banco Central de los funcionarios que ya prestaban servicios en comisión.</li> <li>• <b>Enero/1968:</b> Aprobación de un plan de cuentas para el Banco Central.</li> <li>• <b>Marzo/1968:</b> Reglamentación de las operaciones bancarias de fianzas, avales y anticipos en moneda nacional y extranjera.</li> <li>• <b>Marzo/1968:</b> Creación de los depósitos rentables de encaje.</li> <li>• <b>Junio/1968:</b> Aprobación de la regulación</li> </ul>
--	--	--	--

		<p>obligaciones externas.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Octubre/1972:</b> Moisés Cohen Berro asume como Ministro de Economía.</li> <li>● <b>1973:</b> Publicación de un Plan Nacional de Desarrollo 1973-1977 que proponía cambiar las relaciones con el exterior y la distribución del ingreso mediante: i) equilibrio fiscal; ii) tipo de cambio “realista”; iii) economía planificada con metas indicativas para el sector privado e imperativas para el sector público; iv) definir sectores prioritarios con el mercado como árbitro; v) tasas de interés reales positivas; vi) salarios acordes a la productividad; vii) alentar la radicación de capitales extranjeros; viii) promover el uso de tecnologías avanzadas y; ix) mejorar la distribución del ingreso por la vía de inversiones en educación, salud, vivienda y mediante los instrumentos fiscales.</li> <li>● <b>1973:</b> Cónclaves cívico-militares fijan lineamientos de política: i) Ajustar tipo de cambio para que tenga relación con precios internos y externos; ii) Unificar mercados cambiarios y liberalizar operaciones financieras; iii) Dar al sistema de precios función orientadora de asignación de recursos; iv) Buscar equilibrio fiscal; v) Proveer recursos</li> </ul>	<p>del mercado cambiario.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Agosto/1968:</b> Renuncia el Presidente del Banco Central Enrique Iglesias. Sustituido por Carlos Sanguinetti al momento de aceptarse su renuncia (1/1969), quien asume el cargo acompañado por los restantes directores.</li> <li>● <b>Enero/1969:</b> Nilo Márquez reemplaza a Mario Bucheli como Gerente General.</li> <li>● <b>Marzo/1969:</b> Comunicación del Banco Central al Ministerio de Hacienda sobre la disposición de tomar los cometidos de la Dirección de Crédito Público.</li> <li>● <b>Agosto/1969:</b> i) Se logra el funcionamiento pleno de la Mesa de Cambios del BCU; ii) Se trasladan las cuentas corrientes de los bancos al Banco Central y; iii) Se aprueba la instalación de una Mesa Central de Control de Trámites de Expedientes.</li> <li>● <b>Octubre/1969.</b> Se establece la obligación de integrar parcialmente el encaje de los bancos con Obligaciones Hipotecarias Reajustables.</li> <li>● <b>Abril/1970:</b> Restablecimiento de encajes marginales.</li> <li>● <b>Abril/1970:</b> En uso de las atribuciones de fijar las tasas de interés, el BCU establece que al menos un 30% de la cartera en moneda nacional deberá estar otorgada a una tasa no superior al 24% anual.</li> <li>● <b>Julio/1970:</b> Se establecen incentivos a las fusiones y absorciones de instituciones financieras, para acelerar la reducción del sistema financiero.</li> <li>● <b>Octubre/1970:</b> Carlos Sanguinetti renuncia a la presidencia del Banco Central y en su lugar es designado Armando Malet. El Directorio quedó conformado además por José Guntin García y Jorge Echevarría Leunda.</li> </ul>
--	--	---	---

		<p>financieros sin generar presiones inflacionarias ni sobre reservas internacionales; vi) Promover canalización selectiva del crédito; vii) Promover intereses de depósitos con tasas reales positivas; viii) Bajar costo de intermediación bancaria; ix) Incentivar inversiones extranjeras compatibles con interés nacional cuando aumenten ocupación, exportaciones y eficiencia de la economía; x) Promover Industria mediante declaración de interés nacional (regímenes tributarios especiales y exoneraciones de aportes patronales a la seguridad social); xi) Lograr que salario real aumente en función de la productividad del trabajo.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Julio/1973:</b> Manuel Pazos es designado Ministro de Economía.</li> <li>• <b>1973:</b> Aumento del subsidio para la prefinanciación de exportaciones.</li> <li>• <b>1973:</b> Liberalización del comercio importador eliminando trabas (depósitos previos, consignaciones, obligatoriedad de contar con financiamiento externo, etc.).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Noviembre/1970:</b> Los servicios alertan que la Sociedad de Bancos y el Banco de Cobranzas, Locaciones y Anticipos, estaban entrando en dificultades crecientes. El Poder Ejecutivo resuelve que fueran intervenidos y adquiridos por el Banco República.</li> <li>• <b>Diciembre/1970:</b> Nilo Márquez reemplaza a Armando Malet como Presidente del Banco Central tras su renuncia, quién asume con el mismo Directorio.</li> <li>• <b>Enero/1971:</b> Compra de la nueva sede para el Banco Central: edificio en obra situado en la manzana comprendida entre calles Uruguay, Ciudadela, Cerrito y Florida que estaba siendo construido por la Caja de Jubilaciones Bancarias para su sede y escritorios profesionales.</li> <li>• <b>Febrero/1971:</b> i) Limitación de la concentración de riesgos prohibiendo a las instituciones bancarias dar créditos por más del 20% de su patrimonio a una persona física o jurídica o conjunto económico y; ii) Crecimiento de la selectividad crediticia para los depósitos de ahorro público en moneda nacional y se establecen prohibiciones en su uso.</li> <li>• <b>Marzo/1971:</b> La asistencia financiera al Banco Aldave y Martínez y al Banco Mercantil del Río de la Plata superó el patrimonio. Se inquirió la conducta a seguir al Presidente de la República que ordenó continuar la asistencia financiera y decretó que dicha asistencia podía llegar hasta el 100% del valor de los depósitos en los bancos privados.</li> <li>• <b>Marzo/1971:</b> Se establece por primera vez un encaje marginal del 100%, del cual un 80% debería estar depositado en el BCU.</li> <li>• <b>Mayo/1971:</b> Autorización de las operaciones de swaps.</li> <li>• <b>Mayo/1971:</b> Se establece que el pasivo</li> </ul>
--	--	--	---

			<p>neto en moneda extranjera de las instituciones bancarias no podía superar 6.6 veces el patrimonio.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Junio/1971:</b> Se aumenta la responsabilidad patrimonial básica y se exige una responsabilidad patrimonial adicional dada la situación general de los bancos.</li> <li>• <b>Agosto/1971:</b> Nilo Márquez renuncia como Presidente del Banco Central y Jorge Echevarría Leunda es nombrado Presidente.</li> <li>• <b>Agoto/1971:</b> Se designa a Walter Garrido y William Rosso como Co-Gerentes Generales.</li> <li>• <b>Setiembre/1971:</b> Prohibición de la actividad de las casas de cambio.</li> <li>• <b>Marzo/1972:</b> Nuevo gobierno nombra a Juan Pedro Amestoy como Presidente del Banco Central, quién asume con el mismo Directorio.</li> <li>• <b>Marzo/1972:</b> Se establece para el mercado de cambios: i) condiciones, oportunidad y monto por las que se permitía a los bancos vender divisas en el mercado financiero; ii) que las instituciones autorizadas a operar en cambios deberán tener una posición general de cambios que no supere a la de 1/3/1972 y; iii) el plazo que tendrán los importadores para depositar el valor en pesos de la importación contra el cual se darían divisas.</li> <li>• <b>Noviembre/1972:</b> Ley de “Ilícitos Económicos” puso en responsabilidad del Banco Central la tipificación del “Negocio Ilegal de Divisas” penado con prisión.</li> <li>• <b>Noviembre/1972:</b> Se establece por ley que el Banco Central debe fijar periódicamente las tasas de interés activas y los máximos a percibir por todo otro concepto (comisiones, compensaciones, gastos de administración)</li> </ul>
--	--	--	---

			<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Diciembre/1972:</b> Fijación de las tasas de interés pasivas que podían pagar las instituciones bancarias con un valor diferencial a medida que aumentaba el plazo del depósito. Se resuelve fijar las mismas en tasas anuales anticipadas y en efectivo.</li><li>• <b>Junio/1973:</b> Carlos Ricci asume como Presidente del Banco Central.</li><li>• <b>Octubre/1973:</b> Reglamentación de las condiciones para efectuar adelantos de divisas.</li></ul>
--	--	--	--

- **1974:** Se levantan los últimos controles a los movimientos de capital en Estados Unidos y aumentan los flujos de capital, lo que promueve el abandono de los tipos de cambio fijos en los principales países desarrollados.
  - **1977:** Comunidad Económica Europea: prohíbe importación de carne con hueso de Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.
  - **1977:** Estados Unidos proceso de aumento de las tasas de interés.
  - **Setiembre/1978:** Segunda crisis petrolera.
  - **Octubre/1979:** Estados Unidos adopta política monetaria contractiva para controlar inflación. Disminución de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria provocó aumento de las tasas de
- **1973-1974:** Eliminación de controles de precios y de los beneficios a exportadores no tradicionales. Eliminación de COPRIN y reducción de la protección arancelaria.
  - **Enero/1974:** Moisés Cohen asume de forma interina como Ministro de Economía y Finanzas.
  - **Marzo/1974:** Ley de Promoción Industrial con beneficios para industrias declaradas de interés nacional.
  - **Abril/1974:** Reglamentación de las operaciones de prefinanciación de exportaciones.
  - **Julio/1974:** Alejandro Végh Villegas asume como Ministro de Economía y Finanzas.
  - **Julio/1974:** Reforma de la Ley de inversiones extranjeras. Iguales exigencias y estímulos que inversiones promovidas por declaración de interés nacional. Sólo cuando las utilidades superaran 20% tendrían que pagar impuesto específico y no podrían retirarse antes de tres años.
  - **Agosto/1974:** Reforma tributaria que deroga el impuesto a la renta personal y aumenta el IVA.
  - **Octubre/1974:** Modificación del régimen de consignaciones para la importación de mercaderías de acuerdo al nivel de
- **Abril/1974:** Traslado del Departamento del Tesoro desde el Banco República al Banco Central.
  - **Abril/1974:** Reglamentación de i) Asistencia Financiera a Bancos intervenidos y ii) Prefinanciación de exportaciones.
  - **Setiembre/1974:** Poder Ejecutivo solicita al Directorio del Banco Central liberar el mercado financiero de cambios: Se eliminan restricciones a compraventa de divisas por residentes y no residentes incluso para posición propia. Se eliminan requisitos de identificación del comprador o vendedor.
  - **Setiembre/1974:** Comienza liberalización del mercado financiero i) Fijación en niveles más elevados de las tasas máximas de interés; ii) reducción de los encajes; iii) liberalización de las tarifas de servicios bancarios.
  - **Octubre/1974:** Se fija la tasa de descuentos en 12% anticipado (8% para productos no tradicionales), más hasta un 12% para comisiones y gastos bancarios.
  - **Diciembre/1974:** Nombramiento de José Gil Díaz (Presidente), Eugenio Ibáñez y Raúl Ferraro (directores) del Banco Central.
  - **Enero/1975:** Se establece un encaje marginal remunerado adicional en moneda nacional sobre la totalidad de los depósitos y se limita la composición del encaje real correspondiente.
  - **Abril/1975:** Se decreta la competencia privativa del Banco Central en lo que refiere al régimen de consignaciones a las importaciones y se establece: i) consignación mínima para todas las importaciones del sector privado de 35%, según el nivel de recargos que tengan y el origen (de ALADI o no); los recargos podrán ser de hasta 1200% y; ii) importaciones deben contar con financiación mínima de 180 días post embarque (derogado en 6/1975).

<p>interés y fortalecimiento global del dólar.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Mayo/1980:</b> China: ingreso al FMI.</li> <li>• <b>Marzo/1981:</b> Argentina hace la primera devaluación del peso que supone el abandono de la tablita. El proceso de devaluaciones continuó hasta diciembre cuando el Ministro Alemann unificó y liberó el tipo de cambio.</li> <li>• <b>Junio/1981:</b> Incremento de las tasas de interés en Estados Unidos alcanza su máximo valor: i) afecta crucialmente las economías menos desarrolladas altamente endeudadas principalmente a tasas variables y; ii) genera una contracción del comercio mundial.</li> <li>• <b>Abril/1982:</b> Guerra de las Malvinas.</li> <li>• <b>Junio/1982:</b></li> </ul>	<p>recargos.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>1975:</b> CAUCE con Argentina.</li> <li>• <b>Octubre/1975:</b> Liberalización de las importaciones de bienes de capital.</li> <li>• <b>Diciembre/1975:</b> Eliminación del régimen de consignaciones y establecimiento de un recargo del 7% para todas las importaciones (salvo las exoneradas de consignación).</li> <li>• <b>Diciembre/1975:</b> Reglamentación del régimen de Inversiones Extranjeras.</li> <li>• <b>1976:</b> PEC con Brasil.</li> <li>• <b>Setiembre/1976:</b> Valentín Arismendi asume como Ministro de Economía y Finanzas.</li> <li>• <b>Marzo/1976:</b> Modificación del régimen de pre anticipos de divisas.</li> <li>• <b>Marzo/1976:</b> Fin del curso forzoso de la moneda. Habilitación para que contratos puedan celebrarse en la moneda que acuerden las partes.</li> <li>• <b>1978:</b> Impulso a exportaciones no tradicionales mediante mecanismos fiscales, financieros y por la Ley de Promoción Industrial y el Plan Pesquero.</li> <li>• <b>Octubre/1978:</b> Cambio de objetivo de política desde priorización del equilibrio de balanza de pagos hacia el</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Junio/1975:</b> i) Incremento del valor máximo de créditos a personas físicas o jurídicas que pueden dar las instituciones bancarias a 25% de su patrimonio; ii) Derogación de las disposiciones sobre colocaciones promovidas y prohibidas establecidas en 1967 y; iii) Aprobación de la división patrimonial entre el Banco República y el Banco Central.</li> <li>• <b>Junio/1975</b> Creación del Premio Banco Central de Economía.</li> <li>• <b>Agosto/1975:</b> Exoneración de consignación para un conjunto de mercaderías (bienes de capital, proyectos de inversión, etc.).</li> <li>• <b>Diciembre/1975:</b> Creación de régimen de Tenencia Obligatoria de Valores Públicos.</li> <li>• <b>Diciembre/1975:</b> Modificación del régimen de encajes: reducción de los encajes y eliminación de la posibilidad de constituirlos con Deuda Pública. Se establece régimen de Tenencia Obligatoria de Valores Públicos en 19% del promedio mensual de los depósitos en moneda nacional y que el encaje real de los bancos deberá estar depositado en el Banco Central o en efectivo en caja.</li> <li>• <b>Febrero/1976:</b> Creación del Fondo de Garantía de Créditos.</li> <li>• <b>Marzo/1976:</b> Reglamentación de las operaciones de intermediación financiera con valores públicos.</li> <li>• <b>Marzo/1976:</b> Aumento de las tasas de interés activas máximas en moneda nacional al 62% con todos los conceptos incluidos (salvo para depósitos en cuenta corriente que será 0%). En moneda extranjera 12%.</li> <li>• <b>Abril/1976:</b> Acuerdo con el Ministerio de Economía y Finanzas para la emisión de Letras de Tesorería por el Banco Central. Creación del Comité de Mercado Abierto.</li> <li>• <b>Abril/1976:</b> Reglamentación de las operaciones a término en el mercado de</li> </ul>
---	--	--

	<p>Crisis económica y devaluación del peso en Chile.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Agosto/1982:</b> México declara la moratoria de la deuda externa sumándose a Costa Rica que lo había hecho en julio de 1981 e inaugurando la “década pérdida” para América Latina.</li> <li>• <b>Marzo/1983:</b> Primera reducción oficial del precio del petróleo por parte de la OPEP.</li> <li>• <b>Setiembre/1984:</b> Acuerdos de renegociación de deuda de México y Venezuela con la banca internacional.</li> </ul>	<p>combate a la inflación.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Agosto/1982.</b> Se establecen normas para la refinanciación de carteras de los sectores industria, comercio y servicios.</li> <li>• <b>Agosto/1982:</b> Reglamentación de la financiación de exportaciones no tradicionales.</li> <li>• <b>Diciembre/1982:</b> Asume como Ministro de Economía y Finanzas Walter Luziardo Aznárez.</li> <li>• <b>Febrero/1983:</b> Firma de carta de Intención con el FMI, imprescindible para poder reestructurar la deuda externa.</li> <li>• <b>Abril/1983:</b> Aprobación con anuencia del Poder Ejecutivo de Acuerdo con los bancos acreedores para la refinanciación y reestructura de la deuda externa del Sector Público.</li> <li>• <b>Julio/1983:</b> Se aprueba la refinanciación de la Deuda Externa por USD 707 millones.</li> <li>• <b>Diciembre/1983:</b> Alejandro Végh Villegas asume como Ministro de Economía y Finanzas</li> <li>• <b>Abril/1984:</b> Creación del Servicio de Recuperación de Activos</li> <li>• <b>Octubre/1984:</b> Ley sobre Bancos de Inversión.</li> </ul>	<p>cambios y de las aceptaciones bancarias.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Mayo/1976:</b> Derogación de las operaciones de swaps con bancos y empresas industriales y comerciales.</li> <li>• <b>Junio/1976:</b> Derogación de la limitación al valor de 1/3/1972 de la posición de cambios de las instituciones bancarias.</li> <li>• <b>Setiembre/1976:</b> Sustitución de redescuentos por régimen de asistencia a necesidades de liquidez de los bancos privados.</li> <li>• <b>Diciembre/1976:</b> Se establece el régimen de depósitos rentables de encaje en moneda extranjera.</li> <li>• <b>Diciembre/1976:</b> Implementación de la política monetaria en base a operaciones de mercado abierto.</li> <li>• <b>Abril/1977:</b> Se establecen becas para estudiantes de Economía del Interior de la República.</li> <li>• <b>Mayo/1977:</b> Aprobación de un Plan de Cursos Internos de Capacitación en Economía e inglés.</li> <li>• <b>Julio/1977:</b> Creación de una publicación trimestral con los trabajos de investigación en economía de funcionarios y de autores nacionales y extranjeros.</li> <li>• <b>Octubre/1977:</b> Aumento de la tasa de interés fijada por Banco Central al 90% efectivo anual. Significaba en los hechos la liberalización de la tasa de interés.</li> <li>• <b>Octubre/1977:</b> i) Reglamentación de los certificados de depósitos a plazo fijo transferibles y; ii) Elevación de la tasa máxima en moneda extranjera a 15% efectivo anual.</li> <li>• <b>Agosto/1978:</b> Creación de la Escribanía del Banco Central.</li> <li>• <b>Agosto/1978:</b> Carlos Koncke es designado</li> </ul>
--	---	--	--

			<p>como Gerente General.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Noviembre/1978:</b> Creación del Banco de Datos del Banco Central.</li> <li>• <b>Noviembre/1978:</b> Comienza régimen de la “tablita” o de preanuncios cambiarios (crawling peg “activo”). El Banco Central se comprometía a comprar (vender) los excesos (déficit) de dólares en el mercado de modo de que la cotización preanunciada se cumpliera. Por construcción, la devaluación preanunciada era a una tasa decreciente de modo influir sobre la variación de los precios, en particular sobre los transables internacionalmente.</li> <li>• <b>Mayo/1979:</b> Eliminación de los encajes bancarios.</li> <li>• <b>Setiembre/1979:</b> Liberalización definitiva de las tasas de interés.</li> <li>• <b>1979:</b> Contratación de los profesores Arnold Harberger, Robert Mundell y Ronald McKinnon para el dictado de cursos en el Banco Central y se acuerda con el Profesor Mundell y la Universidad de Columbia la realización de cursos de doctorado en economía en el Banco Central.</li> <li>• <b>Marzo/1981:</b> Inicio de las operaciones de venta a futuro de moneda extranjera.</li> <li>• <b>Febrero/1982:</b> Se beca a los Economistas Claudio Sapelli, Luis Viana y Eduardo Ache para estudios de doctorado en la Universidad de Chicago y Columbia.</li> <li>• <b>Marzo/1982:</b> Autorización a funcionar como bancos a Trade Development Casa Bancaria (Uruguay) SA. y a Casa Bancaria Santander.</li> <li>• <b>Abril/1982:</b> Se establece el régimen de venta de bancos en dificultades contra entrega de deuda pública por el valor de la cartera de difícil cobro.</li> <li>• <b>Junio/1982:</b> Autorización de la venta del Banco Panamericano al Banco Central S.A. de</li> </ul>
--	--	--	--

			<p>Madrid.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Julio/1982:</b> Aprobación de la compra del Bancos del Litoral Asociados por el Banco de Santander.</li> <li>• <b>Julio/1982:</b> Renuncia el Presidente José Gil Díaz y asume José María Puppo.</li> <li>• <b>Agosto/1982.</b> Se beca para los cursos de doctorado a los Economistas Daniel Vaz, Adolfo Díaz Solsona, Jorge Roldós y a Silvia Sagari.</li> <li>• <b>Agosto/1982:</b> Banco Central emite las primeras normas respecto a la situación de endeudamiento interno. Se refinanciaría hasta el 33% de las deudas existentes al 30/9, a 5 años cuyo plazo comenzaría a contar el 1/1/1983 con dos años de gracia.</li> <li>• <b>Agosto/1982:</b> Se autoriza al Banco Central a emitir Bonos del Tesoro para la adquisición del Banco Panamericano Uruguayo por parte del Centrobanco Madrid y del Banco Litoral y Asociados por parte del Banco Santander y se decide dar la administración de las carteras de estos bancos al Banco República.</li> <li>• <b>Setiembre/1982:</b> Se autoriza la realización de Swaps de oro y la venta de oro para el pago de Deuda Externa y retiros de encaje en moneda extranjera.</li> <li>• <b>Setiembre/1982:</b> Frente a las dificultades que mostraban algunos bancos, el Directorio aprueba préstamo para compra de carteras más fondos frescos que servirían para mejorar las reservas internacionales del Banco Central. Banco Central decidió establecer las pautas básicas para este tipo de operaciones (22/10). Dos modalidades: i) compra de cartera garantizada solidariamente por la institución bancaria vendedora y; ii) compra de cartera no garantizada solidariamente por la institución bancaria vendedora. El monto del préstamo a otorgar al Banco Central sería función del porcentaje de cartera garantizada según una</li> </ul>
--	--	--	--

			<p>escala que las pautas establecían. Entre 1982 y 1984 se aprobó la compra de cartera contra préstamos de los Bancos Holandés Unido, de Montevideo, de la Nación Argentina, de Crédito, BANFED, Bank of América, Trade Development Bank, de Londres y América del Sud, La Caja Obrera, The First National Bank of Boston y Unión de Bancos del Uruguay y de las casas bancarias Surinvest, Exterbanca, River Trade, Exprnter y de la Unión de Bancos del Uruguay.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Setiembre/1982:</b> Regulación sobre Intermediación Financiera que unificó y actualizó disposiciones sobre instituciones financieras y su funcionamiento que: i) definió actividad financiera y empresas autorizadas; ii) estableció condiciones para autorizar funcionamiento y el número autorizaciones admitidas por año; iii) definió reglamentó de la responsabilidad patrimonial mínima y su integración; iv) estableció la capacidad del Banco Central para dictar normas sobre ejecución y presentación de estados financieros y obligación de informar; v) estableció al Banco Central como controlador de la actividad financiera y aumentaron sus facultades de supervisión (establecer encajes, regular la forma de captar recursos y todos los aspectos que permiten mantener la liquidez y la solvencia); vi) estableció una red de seguridad para casos de crisis y mecanismos de resolución.</li> <li>• <b>Octubre/1982:</b> Se aprueba la operación de préstamo del City Bank con el Banco Central con apoyo de compra de cartera.</li> <li>• <b>Noviembre/1982:</b> 26/11 Abandono del régimen de la “tablita” y devaluación del peso (\$13,81 a \$ 47 para finalmente ubicarse entre \$30/33 por dólar).</li> <li>• <b>Diciembre/1982:</b> Se restablecen los encajes en moneda nacional en 5% y luego son elevados a 10%.</li> <li>• <b>1983-1984:</b> Sustitución de autoridades y suspensión de actividades de Pemar</li> </ul>
--	--	--	--

			<p>Sudamericana Casa Bancaria, Invest-banca S.A. Casa Bancaria y Banco del Plata.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Junio/1983.</b> Se reglamenta el sistema de becas para estudios de postgrado en el exterior.</li> <li>• <b>Diciembre/1983:</b> Autorización a funcionar a Galicia y Buenos Aires Casa Bancaria S.A. mediante la absorción de activos y pasivos de Casa Bancaria Financiera Internacional S.A.</li> <li>• <b>Diciembre/1983:</b> Eliminación del encaje marginal.</li> <li>• <b>Febrero/1984:</b> Juan Carlos Protasi sustituye a José María Puppo como Presidente del Banco Central.</li> <li>• <b>Marzo/1984:</b> Medidas para mantener nivel de reservas internacionales: i) Aumento de los encajes en moneda extranjera; ii) Obligación de depositar 2/3 de los mismos en el Banco Central; iii) Elevación de la obligación de Tenencia de Valores Públicos; iv) Limitación a la posición en moneda extranjera tanto spot como a término; v) Limitación el tope de endeudamiento haciéndolo inversamente dependiente de la proporción de pasivos en moneda extranjera; vi) Aumento de la exigencia de Letras Obligatoria de Letras de Regulación Monetaria de la serie E; vii) Establecimiento de un régimen punitivo para los incumplimientos de estas disposiciones y; viii) Acuerdo con el Banco República para que deposite todos sus excedentes en el Banco Central en forma remunerada.</li> <li>• <b>Marzo/1984:</b> Separación del Departamento de Investigaciones Económicas del de Estadísticas Económicas.</li> <li>• <b>Junio/1984:</b> Creación de las Letras de Regulación Monetaria en moneda nacional ajustable al tipo de cambio.</li> </ul>
--	--	--	--

- |   |   |   |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Junio/1985</b><br/>Argentina: Plan Austral.</li> <li>• <b>Febrero/1986:</b><br/>Brasil: Plan Cruzado.</li> <li>• <b>Octubre/1986:</b><br/>despegue del “Big Bang”, la globalización financiera, por los cambios institucionales en la Bolsa de Londres y la aplicación de nuevas tecnologías de la información. Irrumpen con fuerza los inversores institucionales. Se asiste a un desarrollo inusitado del mercado de las empresas tecnológicamente innovadoras: el Nasdaq.</li> <li>• <b>Febrero/1987:</b><br/>Brasil declara moratoria de deuda externa.</li> <li>• <b>Marzo/1988:</b><br/>Acuerdos de Basilea I.</li> <li>• <b>Setiembre/1988:</b><br/>Argentina declara moratoria de su deuda externa.</li> <li>• <b>1989:</b> Consenso</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Marzo/1985:</b> Ricardo Zerbino asume como Ministro de Economía y Finanzas.</li> <li>• <b>Marzo/1985:</b> Adopción de régimen de flotación cambiaria.</li> <li>• <b>Junio/1985:</b> Acuerdo de un tratamiento preferencial para los deudores de menos de veinte mil dólares.</li> <li>• <b>Agosto/1985:</b> Acuerdo con el FMI.</li> <li>• <b>Diciembre/1985:</b> Suspensión de ejecuciones por créditos impagos a sectores agropecuario, industria y comercio que no habían sido originados en problemas laborales y que habían sido contraídos luego de 1 de julio de 1978. Suspensión se prorrogó hasta que la Ley de Refinanciación se sancionó. Creación de la Comisión de Análisis Financiero para su aplicación.</li> <li>• <b>Diciembre/1985:</b> Creación por ley de la Corporación Nacional para el Desarrollo.</li> <li>• <b>Julio/1986:</b> Aprobación del Convenio a suscribir con Brasil por la Deuda Externa.</li> <li>• <b>Abril/1987:</b> Ampliación de la refinanciación de la Deuda Externa para los años 1990 y 1991.</li> <li>• <b>Julio/1987:</b> Aprobación de modificación de la Ley de Refinanciación de Deudas para permitir el pago con títulos de Deuda Externa.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Abril/1985:</b> Asume el nuevo Directorio integrado por Ricardo Pascale como Presidente, Julio Grauert y Héctor del Campo.</li> <li>• <b>Mayo/1985:</b> Intervención del Banco de Italia y del Río de la Plata.</li> <li>• <b>Julio/1985:</b> Banco República compra el Banco Pan de Azúcar.</li> <li>• <b>Agosto/1985:</b> Creación de la Comisión Asesora para el Estudio de Becas y Cursos de Adiestramiento.</li> <li>• <b>Diciembre/1985:</b> Creación de la Comisión de Análisis Financiero como organismo desconcentrado del Banco Central.</li> <li>• <b>1985:</b> Lineamientos generales de política para Sistema Bancario: i) adoptar estándares regulatorios internacionales; ii) limitar otorgamiento de nuevas licencias bancarias; iii) evitar cierre de bancos; iv) reprivatizar bancos gestionados por el Estado.</li> <li>• <b>Octubre/1985:</b> Jorge Sambarino asume el cargo de Gerente General.</li> <li>• <b>Noviembre/1985:</b> Modificación a la baja del tope de endeudamiento definiéndolo en función de la responsabilidad patrimonial neta de las instituciones bancarias pero también, y al alza, en función del encaje, los depósitos a plazo en el BCU y las tenencias de valores públicos en moneda nacional que no tengan afectación alguna.</li> <li>• <b>Febrero/1986:</b> Aprobación del Régimen de Licencias, asiduidad y asistencias.</li> <li>• <b>Abril/1986:</b> Creación de la Revista de Economía del Banco Central.</li> <li>• <b>Setiembre/1986:</b> Primeras Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay.</li> </ul> |
|---|---|---|

<p>de Washington.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>1989:</b> Conferencia del Comité de Bretton Woods sobre la Deuda del Tercer Mundo donde Nicholas Brady (Secretario del Tesoro de Estados Unidos) presentó propuesta para renegociar la deuda externa (Plan Brady).</li> <li>• <b>Diciembre/1989:</b> Crisis del Nikkei en Japón.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Marzo/1988:</b> Reestructuración de la deuda bajo el esquema del Plan Baker.</li> <li>• <b>Diciembre/1988:</b> Aprobación de quitas para el pago del endeudamiento interno.</li> <li>• <b>Noviembre/1989:</b> Reforma Constitucional estableció reajuste de las pasividades mediante el Índice Medio de Salarios.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Marzo/1987:</b> Banco República compra al Banco Comercial.</li> <li>• <b>Abril/1987:</b> Intervención de la Casa bancaria Hispano Americana.</li> <li>• <b>Junio/1987:</b> Banco de la Caja Obrera se fusiona con el Banco Pan de Azúcar.</li> <li>• <b>Junio/1987:</b> Se establece un nuevo Plan de Cuentas obligatorio para todas las instituciones bancarias.</li> <li>• <b>Noviembre/1988:</b> Se distribuyen los Departamentos por áreas y se asignan éstas a las distintas Subgerencias.</li> <li>• <b>Noviembre/1988:</b> Aumento de encaje de 1% y de las tasas de interés de 2%.</li> <li>• <b>Marzo/1989:</b> Creación de un escalafón técnico para profesionales que permitiría mejorar su remuneración y su retención en el Banco Central.</li> <li>• <b>Mayo/1989:</b> Banco Central adhiere al Programa Interamericano de Macroeconomía Aplicada organizado por la Pontificia Universidad Católica de Chile con financiación del BID por el que varios funcionarios obtuvieron un título de postgrado.</li> <li>• <b>Junio/1989:</b> Reglamentación de la actividad de las Instituciones Financieras Externas (IFES).</li> <li>• <b>Julio/1989:</b> Requerimiento de responsabilidad patrimonial adicional de 8% para activos riesgosos netos de las provisiones correspondientes. Se comienzan a calificar los créditos en normales, potencialmente problemáticos, dudosos e irrecuperables, según la mora en el pago de intereses y del capital. Se exigen además auditorías externas que opinen sobre la calificación de los créditos hecha por el banco y sobre las provisiones respectivas, así como sobre los estados</li> </ul>
---	--	---

			<p>contables y el control interno.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Agosto/1989:</b> Contratación de Ricardo López Murphy como Consultor Adjunto.</li><li>• <b>Diciembre/1989:</b> Acuerdo con el Banco República para la creación de una cuenta especial de fondos indisponibles en moneda extranjera respaldadas por tres letras con distintos vencimientos y condiciones de tasa.</li></ul>
--	--	--	--

- **Enero/1990:** Inicio de la “Gran Moderación”.
- **1990:** Algunos países, inicialmente Nueva Zelanda y Canadá, empiezan a aplicar el esquema de política monetaria conocido como Inflation targeting, que luego tuviera amplia difusión.
- **Marzo/1990:** Hiperinflación en Brasil.
- **Agosto/1990:** Conflicto del Golfo Pérsico presiona al alza el precio del petróleo.
- **Abril/1991:** Argentina: Ley de Convertibilidad.
- **1993:** John Taylor crea una regla de política que será de amplia aplicación y/o consideración en buena parte de los bancos centrales del mundo. Es una regla que trata de indicar como se debería mover la tasa de interés
- **Febrero/1990:** Se suprime la Comisión de Análisis Financiero y el Servicio de Recuperación de Activos.
- **Marzo/1990:** Enrique Braga asume como Ministro de Economía y Finanzas.
- **Marzo/1990:** Ajuste fiscal de 8,2 puntos del PIB y rebajas arancelarias para promover apertura comercial.
- **Abril/1990:** Se inician negociaciones del Plan Brady.
- **Setiembre/1990:** Inflación interanual 128%.
- **Octubre/1990:** Nuevo Plan de Estabilización basado en cuatro pilares: i) consolidar mejora de situación fiscal; ii) acelerar programa de rebaja arancelaria; iii) limitar accionar del Banco República en creación secundaria de dinero; iv) actuar sobre inercia inflacionaria.
- **Diciembre/ 1990:** Acuerdo *stand-by* con el FMI por USD 153,6 millones.
- **Enero/1991:** Reestructura de la deuda externa en el marco del Plan Brady.
- **Marzo/1991:** Tratado de Asunción que crea el MERCOSUR (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay).
- **Febrero/1992:** Ignacio de Posadas reemplaza a Braga como Ministro de Economía.
- **1993:** Gobierno deja de convocar los Consejos de
- **Enero/1990:** Corporación Nacional de Desarrollo se hace cargo del Banco Comercial, del Banco La Caja Obrera y del Banco de Pan de Azúcar.
- **Marzo/1990:** Nombramiento del nuevo Directorio integrado por Ramón Díaz como Presidente, con Agustín de Urtubey y Ricardo Lombardo en el Directorio.
- **Marzo/1990:** Aprobación del Estatuto del funcionario.
- **Marzo/1990:** Movilización de reservas mediante operaciones de swaps para hacer frente al problema de liquidez.
- **Julio/1990:** Venta del Banco Comercial a tres bancos internacionales (J.P. Morgan, Dredner Bank y Credit Suisse/First Boston propietarios del 75% del paquete accionario) y a un grupo argentino (Carlos y José Rhom del 25% restante).
- **Julio/1990:** Juan Olascoaga es designado Gerente General.
- **Octubre/1990:** Introducción de encaje marginal del 100% sobre los aumentos de los depósitos del Gobierno Central y del Banco de Previsión Social en el Banco República.
- **Marzo/1991:** Establecimiento de un régimen de tipo de cambio de banda de flotación deslizante respecto al dólar americano. Banco Central fijaba los límites de la zona de la fluctuación del tipo de cambio e intervenía toda vez que la cotización de la divisa alcanzara los límites de la banda. Fijación de amplitud de la banda en 2,5%.
- **Marzo/1991:** Normativa para separar roles del Banco Central y del Banco República en la gestión de la política cambiaria. Banco Central intervendría exclusivamente para mantener la cotización del dólar al interior de la banda de flotación.
- **1991:** Incorporación de la metodología PADUL en la supervisión de las instituciones

<p>nominal para afectar adecuadamente la inflación y el crecimiento del producto</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Junio/1993:</b> Brasil: inaugura la primera fase del Plan Real.</li> <li>• <b>Agosto/1994</b> México: devaluación del peso e inicio de crisis con consecuencias internacionales que se conocieron como “Efecto tequila”.</li> <li>• <b>Enero/1995:</b> Creación de la Organización Mundial de Comercio (OMC) que sucede al GATT.</li> <li>• <b>Marzo/1996:</b> Embargo de la Comunidad Europea a exportaciones de carne vacuna provenientes del Reino Unido: crisis de la vaca loca.</li> <li>• <b>Julio/1997:</b> Devaluación en Tailandia da lugar a crisis del sudeste asiático. Devaluaciones en Malasia,</li> </ul>	<p>Salarios.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•</li> <li>• <b>Octubre/1993:</b> Ley de desmonopolización del mercado de seguros</li> <li>• <b>Febrero/1995:</b> Asume Daniel Hugo Martins como Ministro de Economía.</li> <li>• <b>Marzo/1995:</b> Nuevo gobierno nombra a Luis Mosca como Ministro de Economía.</li> <li>• <b>Diciembre/1995:</b> Presupuesto sanciona ajuste fiscal para corregir la trayectoria de las cuentas públicas.</li> <li>• <b>Abril/1996:</b> Reforma del sistema de pensiones que introdujo un régimen mixto (reparto y capitalización), creó las AFAPs e institucionalizó la historia laboral.</li> <li>• <b>Junio/1996:</b> Ley de Mercado de Valores.</li> <li>• <b>Junio/1997:</b> Grado Inversor para la deuda pública uruguaya.</li> <li>• <b>Diciembre/1998:</b> Inflación anual de un dígito por primera vez desde 1956 (8.6%).</li> <li>• <b>Marzo/2000:</b> Alberto Bensión asume como Ministro de Economía.</li> <li>• <b>Diciembre/2000:</b> Parlamento aprueba presupuesto expansivo que no incorpora deterioro fiscal en proceso.</li> </ul>	<p>financieras.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>1991-1993:</b> Reestructura interna del Banco Central que introdujo cambios en la gestión de los recursos humanos y en la organización.</li> <li>• <b>1992:</b> Ampliación de la banda de flotación del tipo de cambio a 7%.</li> <li>• <b>Noviembre/1992:</b> Ley de Intermediación Financiera.</li> <li>• <b>Marzo/1993:</b> Creación de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF).</li> <li>• <b>Abril/1993:</b> Asume funciones el primer Superintendente de Instituciones de Intermediación Financiera del Banco Central Juan Braga.</li> <li>• <b>Octubre/1993:</b> Cambio en el Directorio del Banco Central, asumiendo Enrique Braga la Presidencia, junto a Daniel Hugo Martins y Humberto Capote en el Directorio.</li> <li>• <b>1993:</b> Implementación de normativa para evaluar riesgo de crédito.</li> <li>• <b>Enero/1994:</b> Aureliano Berro reemplaza a Juan César Pacchiotti como Secretario General.</li> <li>• <b>Abril/1994.</b> Venta del Banco Pan de Azúcar luego de nueve años de gestión estatal.</li> <li>• <b>Enero/1995:</b> Hugo Lacurcia asume como Gerente General y Rogelio Vázquez como Superintendente.</li> <li>• <b>Marzo/1995:</b> Aprobación de primera Carta Orgánica del Banco Central: i) establecimiento de un marco legal propio y especializado; ii) fortalecimiento de las funciones de regulador y supervisor; iii) reglamentación de rol como prestamista de última instancia; iv) status legal como organismo desconcentrado a la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera; v) establecimiento de nuevos límites a la</li> </ul>
---	---	--

<p>Indonesia y Filipinas con efectos en Taiwán, Hong Kong y Corea del Sur.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Agosto/1998:</b> Crisis financiera en Rusia.</li> <li>• <b>Enero/1999:</b> Devaluación del Real en Brasil.</li> <li>• <b>2000:</b> Para evitar un sobrecalentamiento de la economía, la Reserva Federal (FED) decide tres aumentos consecutivos de las tasas de interés (de 5,5% a 6,5%).</li> <li>• <b>2001:</b> Estados Unidos: crisis financiera por burbuja de las puntocom; la FED reduce la tasa de interés de referencia de 6,5% hasta 1,75% en el año. Europa y otras economías desarrolladas implementan también políticas monetarias expansivas y reducen los tipos de interés para reactivar la</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Abril/2001:</b> Crisis de fiebre aftosa.</li> </ul>	<p>capacidad del Banco Central para prestarle al gobierno.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Abril/1995:</b> Ricardo Pascale es nombrado Presidente del Banco Central.</li> <li>• <b>Abril/1996:</b> Asume Humberto Capote la presidencia del Banco Central.</li> <li>• <b>Setiembre/1996:</b> Enrique Goberna asume como Superintendente del Banco Central.</li> <li>• <b>Setiembre/1996:</b> Intervención y estatización del Banco Pan de Azúcar debido a fraudes en su gestión.</li> <li>• <b>Enero/1997:</b> Gualberto de León es designado Gerente General.</li> <li>• <b>Abril/1998:</b> Se reduce la amplitud de la banda de flotación del tipo de cambio de 7% a 3%.</li> <li>• <b>Agosto/1998:</b> Designación de Cárlos Fernández Becchino Superintendente.</li> <li>• <b>Diciembre/1998.</b> Intervención del Banco de Crédito que absorbió al Banco Pan de Azúcar.</li> <li>• <b>Noviembre/1999:</b> Otorgamiento de licencia de banco al Banco Galicia Uruguay que era hasta ese momento una Institución Financiera Externa.</li> <li>• <b>Abril/2000:</b> Nuevo Directorio integrado por César Rodríguez Batlle como Presidente, acompañado de Eva Holz y Rosario Medero en el Directorio.</li> <li>• <b>Diciembre/2001.</b> Venta del Banco Caja Obrera al Banco Montevideo luego de permanecer catorce años bajo gestión estatal.</li> </ul>
--	---	--

	<p>economía.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Diciembre/2001</b> Argentina: i) corralito sobre depósitos bancarios; ii) FMI suspende desembolsos; iii) default de deuda pública declarado por Congreso.</li></ul>		
--	---	--	--

- **Enero/2002:** Argentina: i) devaluación del peso; ii) derogación de la Ley de Convertibilidad y pesificación de los depósitos en dólares; iii) restablecimiento de las retenciones a las exportaciones agrarias.
- **2002:** Escándalos bursátiles en Estados Unidos (Enron, WorldCom, Xerox, Adelphia, etc.) marcan un hito en materia de regulación del mercado de valores, el ejercicio de auditoría y del gobierno corporativo de las empresas.
- **2003:** Inicia periodo de importante dinamismo en la economía mundial y crecimiento a tasas elevadas en comparativa histórica (hasta 2008). Estados Unidos y Asia, particularmente China, fueron los principales
- **Enero/2002:** Detenido en Buenos Aires Carlos Rohm. José Rhom reconoce en el Directorio del Banco Comercial el faltante de bonos.
- **Febrero/2002:** Standard & Poors rebaja la nota de la calificación de la deuda soberana por debajo del grado inversor.
- **Marzo/2002:** Fitch rebaja la nota de la calificación de la deuda y se confirma la pérdida del grado inversor de la deuda pública.
- **Marzo/2002:** acuerdo *stand-by* con el FMI por USD 750 millones.
- **Mayo/2002:** Ley de Estabilidad Fiscal.
- **Junio/2002:** Creación de la Unidad Indexada.
- **Junio/2002.** Stand-By con el FMI concediendo “blindaje financiero” por USD 3.076 millones provistos por FMI, BID y Banco Mundial.
- **Julio/2002:** Asume como Ministro de Economía y Finanzas Alejandro Atchugarry.
- **Agosto/2002. Plan de agosto:** i) frenar la corrida bancaria; ii) estabilizar el tipo de cambio; iii) reestructurar la deuda pública; iv) aprobar la Ley de Fortalecimiento del sistema bancario que crea el Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario con capital de hasta
- **Enero/2002:** Técnicos del Banco Central proponen: i) obtener respaldo internacional de organismos multilaterales; ii) fortalecer el rol de prestamista de última instancia del Banco Central; iii) crear un fondo de garantía de depósitos; iv) evitar soluciones administrativas como restringir retiros de los depositantes o movimientos de capital.
- **Enero/2002:** Corrida de depósitos de no residentes sobre los Bancos Comercial y Galicia.
- **Febrero/2002:** Suspensión de operaciones en Uruguay del Banco Galicia.
- **Marzo de 2002:** Capitalización al Banco Comercial.
- **Marzo/2002:** Generalización de la corrida de depósitos al conjunto del sistema bancario.
- **Mayo/2002:** Fernando Barrán asume como Superintendente del Banco Central.
- **Junio/2002.** Abandono del ancla cambiaria pasando a un régimen de flotación. El peso se devaluó 27% entre junio y julio y en setiembre la devaluación alcanzó 60%.
- **Junio/2002.** Banco Central interviene el Banco de Montevideo.
- **Junio/2002.** Creación del Fondo de Fortalecimiento del Sistema Bancario.
- **Julio/2002:** Designación de nuevo Directorio en el Banco Central. Julio e Brun asume la Presidencia acompañado de Miguel Vieytes y Andrés Pieroni.
- **Julio/2002.** Feriado bancario por cuatro días.
- **Julio – agosto/2002:** Suspensión de actividades del Banco de Montevideo- Caja Obrera, Banco Comercial y Crédito y de la cooperativa de intermediación financiera CAYCU.
- **Agosto/2002:** Introducción de encaje

<p>protagonistas del proceso.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>2003:</b> Argentina reencauza crecimiento y empieza a consolidar un importante dinamismo.</li> <li>• <b>2004:</b> Brasil: la economía exhibe un gran dinamismo, proceso que la convertiría en una de las estrellas emergentes de la década.</li> <li>• <b>Junio/2004:</b> Argentina: el gobierno de Néstor Kirchner inicia la reestructuración de la deuda externa, 76% de los acreedores aceptaron la operación.</li> <li>• <b>2004:</b> inicia "súper ciclo" de commodities.</li> <li>• <b>Junio/2004:</b> Acuerdos de Basilea II.</li> <li>• <b>2004-2007:</b> Reserva Federal aumenta la tasa de interés de referencia hasta 5,25%.</li> </ul>	<p>USD 1,5 millones provenientes del FMI el Banco Mundial y el BID para respaldar los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro en moneda extranjera en el Banco República y en el Banco Hipotecario y reprogramó los depósitos a plazo en moneda extranjera del Banco República y del Banco Hipotecario; v) firmar nuevo acuerdo con FMI.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Agosto/ 2002:</b> Acuerdo de Uruguay con el Departamento del Tesoro de Estados Unidos.</li> <li>• <b>Agosto/2002:</b> Nuevo programa para Uruguay con el FMI; inclusión de una nota con el compromiso del país a la búsqueda de una "solución comprehensiva" a las dificultades económicas y a cambios en el perfil de la deuda en cooperación con los acreedores.</li> <li>• <b>Febrero/2003:</b> Nuevo acuerdo con el FMI.</li> <li>• <b>Marzo/2003:</b> Oficialización de la propuesta de reperfilamiento de la deuda. Inicia el período de consulta con los acreedores para definir los términos de la operación.</li> <li>• <b>Abril-Mayo/2003:</b> Propuesta y cierre de la operación de canje de deuda con los acreedores.</li> <li>• <b>Junio/2003:</b> Nuevo acuerdo con el FMI.</li> </ul>	<p>marginal equivalente al 75% del incremento de los depósitos en moneda nacional con relación al nivel al 29 de julio y al 100% del incremento de depósitos en moneda extranjera.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Setiembre/2002:</b> Licitación de Letra de Regulación Monetaria en Unidades Indexadas bajo la modalidad de subasta holandesa.</li> <li>• <b>Octubre/2002:</b> Inicio de transición a un nuevo esquema de política monetaria. Evaluación de la capacidad del Banco Central de cumplir una meta preestablecida de base monetaria para el trimestre que no se anunció al público.</li> <li>• <b>Diciembre/2002:</b> Autorización al Banco Central por Ley a constituir Fondos de Recuperación del Patrimonio Bancario.</li> <li>• <b>Diciembre/2002:</b> Liquidación de los Bancos Montevideo, Caja Obrera y Comercial; Concordato entre el Banco Galicia y sus depositantes.</li> <li>• <b>Diciembre/2002:</b> Creación de la Superintendencia de Protección al Ahorro Bancario como dependencia desconcentrada del Banco Central y del Fondo de Garantía de Depósitos</li> <li>• <b>2002:</b> Cambios sustanciales en la estructura organizativa de la Superintendencia y en el modelo de supervisión: i) habilitación para sancionar a bancos estatales, ii) priorización del control sobre el gobierno corporativo y de gestión de las instituciones; iii) gestión de un sistema de seguro de depósitos.</li> <li>• <b>Febrero /2003:</b> Liquidación del Banco de Crédito.</li> <li>• <b>Marzo/2003:</b> Absorción por parte de COFAC de la cooperativa CAYCU.</li> <li>• <b>Marzo/2003:</b> Comienzo de actividades del Nuevo Banco Comercial.</li> </ul>
--	--	---

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Julio/2007:</b> <b>Estados Unidos:</b> Crisis de las hipotecas <i>subprime</i>. Volatilidad e incertidumbre en el sistema financiero internacional afectaron fundamentalmente a los mercados de capitales.</li> <li>• <b>Noviembre/2007</b> : Argentina: incremento de tasas de retención a las exportaciones agropecuarias que alcanzan el 35%.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Agosto/2003:</b> Isaac Alfie asume como Ministro de Economía y Finanzas.</li> <li>• <b>Diciembre/2003:</b> Anuncio de rango objetivo de la inflación de 7%-9% para 2004.</li> <li>• <b>Marzo/2005:</b> Danilo Astori asume como Ministro de Economía y Finanzas.</li> <li>• <b>Diciembre/2005:</b> Comienza a funcionar el Comité de Coordinación Macroeconómica integrado por Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central. Se resuelve: i) un nuevo descenso en el rango objetivo de inflación a 4,5%-6,5%; ii) introducción de meta intermedia sobre la cantidad de dinero definida como M1.</li> <li>• <b>Mayo/2005:</b> Reinstalación de los Consejos de Salarios.</li> <li>• <b>Diciembre/2005:</b> Formalización de la creación en el Ministerio de Economía y Finanzas de la Oficina de Deuda que absorbe roles sobre gestión de la deuda que desempeñaba el Banco Central. Inicia proceso de desdolarización de la deuda, reducción del riesgo asociado a las tasas de interés y mejora del perfil de maduración.</li> <li>• <b>Julio/2007:</b> Reforma tributaria, se propone como segundo pilar (además del IVA) el impuesto a la renta diseñado de manera progresiva y reduciéndose el número de impuestos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>2003:</b> i) Meta puntual sobre Base Monetaria; ii) se comienza a publicar trimestralmente el "Informe de Política Monetaria"; iii) se institucionaliza toma de decisiones a través del Comité de Política Monetaria (COPOM) integrado por el Directorio y tres funcionarios del Banco Central.</li> <li>• <b>Julio-Octubre/2003:</b> Reducción de los encajes sobre depósitos en pesos. El encaje sobre depósitos a la vista y plazos menores a 30 días se redujo de 27,5% a 17%.</li> <li>• <b>Octubre/2003:</b> Emisión de Bono Internacional en UI.</li> <li>• <b>Diciembre/2003:</b> Reducción de la meta de Base Monetaria por presiones inflacionarias.</li> <li>• <b>Enero/2004:</b> Inicio de encuesta de expectativas de inflación entre los analistas de coyuntura económica.</li> <li>• <b>2004:</b> Informe McKinsey evalúa la estructura y las funciones del Banco Central con recomendaciones para reformas.</li> <li>• <b>Abril/2004:</b> Se fija un rango de 10% para la variación de la Base Monetaria y un mayor énfasis en la meta de inflación que se anuncia públicamente.</li> <li>• <b>Setiembre/2004:</b> Reducción del rango objetivo de inflación a 6%-8%.</li> <li>• <b>Setiembre/2004:</b> Ley referida a la prevención del Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo.</li> <li>• <b>Diciembre/2004:</b> Nueva reducción en el rango objetivo de inflación a 5.5%-7.5%.</li> <li>• <b>Marzo/2005:</b> Suspensión de actividades de la cooperativa de intermediación financiera COFAC.</li> <li>• <b>Marzo/2005:</b> Asumen Walter Cancela como Presidente del Banco Central y César Failache en el Directorio.</li> </ul>
---	--	--

		<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Diciembre/2007:</b> Reforma de la salud. Creación del Fondo Nacional de Salud (FONASA) y la Junta Nacional de Salud.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Marzo/2005:</b> Reducción del intervalo objetivo de inflación a 5%-7% y modificación al alza del rango de variación de la Base Monetaria.</li> <li>• <b>Abril/2005:</b> Levantamiento de la suspensión de actividades de COFAC y operación de repo para otorgarle liquidez.</li> <li>• <b>Febrero/2006:</b> Intervención de COFAC con desplazamiento de autoridades.</li> <li>• <b>Marzo/2006:</b> Aumento del objetivo de variación de la Base Monetaria a 25% para los siguientes 12 meses.</li> <li>• <b>Agosto/2006:</b> Venta de COFAC al Banco Bandes.</li> <li>• <b>Marzo/2007:</b> i) Política Monetaria contractiva: reducción de la tasa de crecimiento de M1 a 9%; ii) pasaje a régimen monetario basado en el uso de tasa de interés como instrumento sin anuncio formal al mercado.</li> <li>• <b>Mayo/2007:</b> Creación de un Comité Gerencial para la gestión operativa del Banco integrado por Gerentes de Política Monetaria; Servicios Institucionales, Secretario General, Auditora, Gerente de la Asesoría Jurídico Notarial, el Superintendente de la SIIF y el presidente de la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario. Se elimina la gerencia General.</li> <li>• <b>Julio/2007:</b> i) creación de un “corredor” de tasas de interés entre 3,5% y 6%; ii) aplicación del régimen general de encajes al BROU.</li> <li>• <b>Setiembre/2007:</b> Anuncio del cambio de Política Monetaria. Fijación de meta para la <i>tasa call</i> en 5% anual.</li> <li>• <b>Octubre/2007:</b> Jorge Ottavianelli es designado Superintendente del Banco Central.</li> </ul>
--	--	---	--

- **Marzo/2008:** Argentina: Inicia conflicto agropecuario por la imposición de retenciones móviles; incluyó paro agropecuario patronal y bloqueo de rutas.
- **Marzo/2008:** Venta de Bern Stearns (uno de los bancos de inversión estadounidense más grandes) a precio de quiebra anticipa “año negro” para sistema financiero internacional.
- **Julio/2008:** Gobierno americano asiste financieramente y luego nacionaliza (09/2008) a Freddie Mac y Frannie Mae, agencias hipotecarias para viviendas.
- **Setiembre/2008:** Quiebra de *Lehman Brothers* y rescate de la compañía aseguradora AIG inauguran crisis financiera
- **Enero/2008:** Comité de Coordinación Macroeconómica amplió el margen del rango meta de la inflación hasta 3%-7%.
- **Setiembre/2008:** Álvaro García asume como Ministro de Economía y Finanzas.
- **Enero/2009:** Medidas adicionales para reducir la inflación a través del manejo de precios administrados y en el mercado de frutas y verduras.
- **Febrero/2009:** Acuerdos de precios con el sector privado.
- **Abril/2009:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) coloca a Uruguay en “lista negra” y días después en “lista gris” de paraísos fiscales. Inicio de proceso de convergencia hacia la adopción de estándares internacionales sobre transparencia e intercambio de información tributaria elaborada por la OCDE.
- **Diciembre/2009:** Nueva Ley de Mercado de Valores.
- **Diciembre/2009:** Reducción de rango meta de la inflación a 4%-6%.
- **Febrero/2010:** Eliminación del régimen tributario especial de Sociedades Anónimas Financieras de Inversión.
- **Marzo/2010:** Fernando Lorenzo asume como
- **2008:** Implementación de acciones de transparencia dirigidas a los sistemas regulados, público en general y a públicos especializados, y también a acciones internas.
- **Enero/2008:** Reunión del COPOM inaugura un período de creciente preocupación en el Banco por balancear los objetivos de inflación y competitividad.
- **Mayo/2008:** Presiones inflacionarias alcistas condujeron a política monetaria contractiva: aumentos de la Tasa de Política Monetaria y cambio en el régimen de encajes: i) de los requerimientos de encaje para depósitos de corto plazo en el sistema bancario; ii) restablecimiento del encaje del 100% sobre depósitos a la vista en moneda nacional del gobierno central y el Banco de Previsión Social en el Banco República.
- **Octubre/2008:** Aprobación de una nueva Carta Orgánica del Banco Central: i) crea Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) dentro del Banco Central encargada del sector bancario, los mercados de seguros y de valores, así como los fondos de pensión; ii) separa del Banco Central a la Corporación de Protección de Ahorro Bancario (COPAB); iii) formaliza el COPOM y crea el Comité de Coordinación Macroeconómica que está integrado por el Ministro de Economía y Finanzas, dos de sus asesores y por el Directorio del Banco Central; iv) elimina la Gerencia General del Banco Central, lo que se tradujo en una estructura más horizontal del Banco; v) establece la obligación del Banco Central de rendir cuentas al Poder Legislativo a través de un informe anual de operaciones y una proyección de las actividades previstas para el año.
- **Octubre/2008:** Banco Central deja de comprometerse con un nivel de tasa de interés, cuya determinación quedaría sujeta a las condiciones de oferta y demanda del mercado interbancario.

<p>internacional.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Octubre/2008:</b> Estados Unidos aprueba la Ley de Estabilización Económica de Emergencia. Aprobación del Programa de Alivio a los Activos con Problemas (TARP) con el objetivo de recapitalizar el sistema financiero y que las instituciones volcaran liquidez en el mercado. Aprobación de programas de asistencia a la liquidez.</li> <li>• <b>Noviembre/2008</b> : Estados Unidos reduce la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal hasta 0%-0.25% y aplica programa de expansión monetaria no tradicional (QE).</li> <li>• <b>2009:</b> Crisis financiera afecta el proceso de crecimiento global, introduce una elevada volatilidad e incertidumbre financiera y deriva en un cambio de las</li> </ul>	<p>Ministro de Economía y Finanzas.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Enero/2011:</b> Ley para flexibilización del secreto bancario.</li> <li>• <b>Julio/2011:</b> Ley establece marco regulatorio para Contratos de Participación Publico Privada.</li> <li>• <b>Diciembre/2011:</b> OCDE retira a Uruguay de la “lista gris” de paraísos fiscales al firmar 18 acuerdos de intercambio tributario.</li> <li>• <b>Enero/2012:</b> Ley de Promoción de Inversiones.</li> <li>• <b>Abril/2012:</b> Uruguay recupera el grado inversor para la deuda pública.</li> <li>• <b>Julio/2012:</b> Uruguay y Argentina firman Convenio sobre Intercambio de Información Fiscal (vigencia a partir de 2/2013)</li> <li>• <b>Julio/2012:</b> Creación de un registro de sociedades anónimas al portador.</li> <li>• <b>Octubre/2012:</b> Uruguay aprueba la Fase 1 sobre el Marco legal y regulatorio de transparencia fiscal del Foro Global sobre Transparencia e Intercambio de Información con Fines Fiscales.</li> <li>• <b>2012:</b> Resultado primario pasó de 1,9% del PIB a -0,2% entre 2011 y 2012.</li> <li>• <b>Junio/2013:</b> Comité de Coordinación Macroeconómica establece</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Noviembre/2008:</b> Mario Bergara asume como presidente del Banco Central.</li> <li>• <b>Noviembre/2008:</b> Decisión de mantener la tasa de referencia en 7,75% y seguir manejando el rango de tolerancia con flexibilidad.</li> <li>• <b>Enero/2009:</b> COPOM vuelve a fijar la tasa de interés como meta operativa de la política monetaria y se profundiza el sesgo contractivo con un aumento de 7,75% a 10% de la tasa de política monetaria.</li> <li>• <b>Marzo/2009:</b> Reducción de la Tasa de Política Monetaria de 10% a 9%.</li> <li>• <b>Junio/2009:</b> Nueva reducción de la Tasa de Política Monetaria a 8%, inflación dentro del rango meta entre mayo del 2009 y diciembre del 2010 llevó a una flexibilización del sesgo contractivo de la política monetaria.</li> <li>• <b>Julio/2009:</b> Se designa a Elizabeth Oria como Secretaria General del Banco Central.</li> <li>• <b>Diciembre/2009:</b> i) Reducción de la tasa de Política Monetaria de 8% hacia 6,25%; ii) reducciones de las alícuotas de encajes en moneda nacional y en moneda extranjera.</li> <li>• <b>2009:</b> Planificación de una hoja de ruta para la adopción de las Normas Internacionales de Intermediación Financiera (NIIF).</li> <li>• <b>2009-2011:</b> fortalecimiento de la regulación del sistema financiero con la aprobación de normativa destinada a gestionar los riesgos de descalce de monedas y liquidez, mejorar los requisitos de capital y disminuir la exposición a operaciones de no residentes.</li> <li>• <b>Diciembre/2009:</b> Aprobación de un Plan Estratégico para el período 2010-2014. Definición de objetivos estratégicos de estabilidad de precios, la promoción y regulación de un sistema financiero y un sistema de pagos sólido, transparente y eficiente y la gestión interna del Banco y su</li> </ul>
---	---	--

<p>condiciones financieras internacionales. Inauguración de un período de condiciones financieras extraordinarias, particularmente favorables para el crecimiento de las economías emergentes. Esta “nueva era” financiera incluye: (i) tasas de interés en mínimos históricos en economías avanzadas; (ii) debilidad global del dólar; (iii) abundante liquidez y; (iv) estímulo financiero al precio de los <i>Commodities</i>.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Julio/2009:</b> Argentina: Régimen de licencias no automáticas de importación acumula 100 posiciones arancelarias afectadas.</li> <li>• <b>Abril/2010:</b> Argentina: Reapertura de la operación de canje de la deuda argentina; acuerdo con el</li> </ul>	<p>cambios en el régimen de política monetaria y se implementan medidas para desalentar la entrada de capitales asociados al <i>Carry Trade</i>: i) referencia de la política monetaria pasa a ser metas sobre agregados monetarios (M1') ii) ampliación del rango meta a 3%-7%; iii) extensión el régimen de inmovilización de fondos a las Notas de Tesorería e incremento de la alícuota de inmovilización de fondos.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Octubre/2013:</b> Uruguay y Brasil firman Convenio de Intercambio de Información y doble imposición (no vigente)</li> <li>• <b>Diciembre/2013:</b> Mario Bergara asume como Ministro de Economía y Finanzas.</li> <li>• <b>Abril/2014:</b> Ley de inclusión financiera.</li> <li>• <b>Noviembre/2014:</b> Uruguay asume durante Foro Global sobre Transparencia e Intercambio de Información para Fines Fiscales compromiso de sumarse al régimen de intercambio automático de información fiscal desde 2018.</li> <li>• <b>2014:</b> Déficit fiscal pasó de -2,3% del PIB a -3,5%.</li> <li>• <b>Marzo/2015:</b> Danilo Astori asume como Ministro de Economía y Finanzas.</li> <li>• <b>Marzo/2015:</b> Foro Global sobre Transparencia y el Intercambio de Información</li> </ul>	<p>relación con el entorno.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Abril/2010:</b> Creación de los Comités de Planificación Estratégica y de Gestión Estratégica.</li> <li>• <b>Marzo/2011:</b> Aumento de la Tasa de Política Monetaria hasta 7,5%.</li> <li>• <b>Junio/2011:</b> Profundización del sesgo contractivo de la Política Monetaria: i) aumento de la tasa de Política Monetaria a 8%; ii) Implementación de un régimen de encajes marginales.</li> <li>• <b>Junio/2011:</b> Creación del Comité de Estabilidad Financiera, integrado por los agentes de la Red de Seguridad Financiera (que incluye al Ministro de Economía y Finanzas, al Presidente del Banco Central, al Superintendente de Servicios Financieros y al Presidente de la COPAB).</li> <li>• <b>Noviembre/2011:</b> Sesión del Directorio del Banco en el interior del país por primera vez en la ciudad de Minas, Departamento de Lavalleja.</li> <li>• <b>Febrero/2012:</b> La SSF pone a consulta a las instituciones sujetas a su supervisión un documento sobre la adopción de las NIIF.</li> <li>• <b>Abril/2012:</b> Lanzamiento del Programa de Educación Económica y Financiera “BCUEduca”.</li> <li>• <b>Mayo/2012:</b> Designación de Juan Pedro Cantera en la Superintendencia de Servicios Financieros.</li> <li>• <b>Julio/2012:</b> Aumento de las alícuotas de los encajes marginales.</li> <li>• <b>Noviembre/2012:</b> Obtención de un premio en la categoría “Cultura de Transparencia” otorgado por la Unidad de Acceso a la Información Pública.</li> <li>• <b>Diciembre/2012:</b> Creación de la Gerencia de Planificación y Gestión Estratégica.</li> </ul>
--	---	--

<p>92% de los tenedores de deuda.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Noviembre/2010</b>: Inicia segunda etapa del programa de expansión monetaria no tradicional (QE2)</li> <li>• <b>2010</b>: Zona Euro: crisis de la deuda.</li> <li>• <b>Diciembre/2010</b>: Acuerdos de Basilea III.</li> <li>• <b>Setiembre/2011</b>: FED inicia tercera ronda de estímulos monetarios QE 3 (finaliza 10/2014).</li> <li>• <b>Octubre/2011</b>: Argentina introduce cepo cambiario y control de capitales.</li> <li>• <b>Enero/2012</b>: Argentina: Más medidas proteccionistas incluyen la instalación de un régimen de Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación.</li> <li>• <b>Mayo/2013</b>: la FED marca el inicio de un</li> </ul>	<p>con Fines Fiscales aprueba para Uruguay la Fase 2 de implementación de estándares internacionales de intercambio de información fiscal y tributaria.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Diciembre/2015</b>: Eliminación del ajuste por inflación para liquidar el Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE) y ajuste en las tarifas públicas.</li> <li>• <b>2015</b>: Resultado primario deficitario en 0,5%.</li> <li>• <b>Mayo/2016</b>: Anuncio de ajuste fiscal para 2017.</li> <li>• <b>Setiembre/2016</b>: Creación del Comité de Coordinación de Deuda Pública integrado por el Gerente de Política Económica y Mercados del Banco Central y el Director de la Unidad de Gestión de Deuda Pública del Ministerio de Economía y Finanzas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Diciembre/2012</b>: Inflación cierra el año en 7,48% y no vuelve a ubicarse dentro del rango meta.</li> <li>• <b>Marzo/2013</b>: Incremento en las alícuotas de encajes marginales aplicables a los depósitos en moneda nacional y extranjera.</li> <li>• <b>Abril/2013</b>: Banco Central compra dólares en el mercado cambiario para evitar apreciación espuria del peso.</li> <li>• <b>Mayo/2013</b>: La SSF presenta una hoja de ruta hacia la adopción de los criterios establecidos en Basilea III.</li> <li>• <b>Junio/2013</b>: Cambio en el instrumento de política monetaria: sustitución de la tasa de Interés por una meta indicativa de los medios de pago (M1', que suma a la definición tradicional del M1 las cajas de ahorro en moneda nacional).</li> <li>• <b>Setiembre/2013</b>: Plan de Adecuación a estándares internacionales del Área de Estadísticas Económicas para el periodo 2013-2019 orientado a la adecuación a los estándares internacionales para las estadísticas de Cuentas Nacionales, Balanza de Pagos e Inversión Internacional.</li> <li>• <b>Octubre/2013</b>: Secretaría General recibe del Instituto Nacional de Calidad (INACAL) Premio al Compromiso con la Gestión Pública, Categoría Oro.</li> <li>• <b>Diciembre/2013</b>. Asume Alberto Graña como Presidente del Banco Central.</li> <li>• <b>Agosto/2014</b>: exoneración del encaje marginal a los depósitos mayores a 367 días.</li> <li>• <b>Octubre/2014</b>: Banco Central recibe Reconocimiento a la Innovación en el nivel implementación de INACAL.</li> <li>• <b>Diciembre/2014</b>: Banco Central recibe Reconocimiento del Tribunal de Cuentas a las Buenas Prácticas en la Administración</li> </ul>
---	---	--

<p>proceso de normalización de las condiciones financieras. Se inicia el fortalecimiento global del dólar.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>2013:</b> China: Desaceleración crecimiento económico.</li> <li>• <b>Junio/2014:</b> Caída del precio de los <i>commodities</i> por enfriamiento de los grandes países emergentes y rally global del dólar.</li> <li>• <b>2014:</b> Recesión en Brasil y Argentina.</li> <li>• <b>Agosto/2015:</b> China modifica mecanismo de fijación del tipo de cambio y el yuan se devalúa.</li> <li>• <b>Diciembre/2015:</b> Desplome del precio del petróleo y caída de los precios de los <i>commodities</i> alimenticios en general.</li> </ul>		<p>Pública.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Diciembre/2014:</b> Las Jornadas Anuales de Economía reciben de la Fundación Lolita Rubial el Premio Morosoli a la trayectoria.</li> <li>• <b>Diciembre/2014:</b> Aprobación del Plan Estratégico 2015-2020 del Banco Central.</li> <li>• <b>Abril/2015:</b> Mario Bergara asume la presidencia del Banco Central.</li> <li>• <b>Abril/2015:</b> Venta de dólares en el mercado <i>forward</i> para moderar la depreciación del peso.</li> <li>• <b>Mayo/2015:</b> Modificación en el régimen de encajes: i) eliminación gradual de encajes marginales en moneda extranjera entre mayo y diciembre y en moneda nacional completamente a partir de enero de 2016; ii) aumento de las alícuotas de encajes mínimos obligatorios para encajes (moneda extranjera, pesos y unidades indexadas).</li> <li>• <b>Agosto/2015:</b> Banco Central habilita la posibilidad de cobrar en dólares los vencimientos de Letras de Regulación Monetaria denominadas en pesos</li> <li>• <b>Noviembre/2015:</b> Banco Central del Uruguay recibe el Premio a la Transparencia 2015 en la categoría Archivos.</li> </ul>
---	--	---

**ANEXO II: AUTORIDADES DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY**

**Directorio<sup>2</sup>**

<b>Años</b>	<b>Presidente</b>	<b>Vicepresidente</b>	<b>Vocal</b>	<b>Vocal</b>	<b>2do Vicepresidente</b>
03/1967	Daniel Hugo Martins	Guillermo Stewart Vargas	Ledo Arroyo Torres	Casimiro Etchevarren	José Guntin García
05/1967	Enrique Iglesias	Juan Bracco	Raúl Acosta y Lara	Daniel Rodríguez Larreta	José Guntin García
01/1969	Carlos Sanguinetti	Juan Bracco	Raúl Acosta y Lara	Daniel Rodríguez Larreta	José Guntin García
02/1969	Carlos Sanguinetti	José Guntin García	Raúl Acosta y Lara	Daniel Rodríguez Larreta	José Carlos Pena
04/1970	Carlos Sanguinetti	José Guntin García	Raúl Acosta y Lara	Daniel Rodríguez Larreta	Juan Rodríguez López
10/1970	Armando Malet	José Guntin García	Raúl Acosta y Lara	Daniel Rodríguez Larreta	Jorge Echevarría Leunda
12/1970	Nilo Márquez	José Guntin García	Raúl Acosta y Lara	Daniel Rodríguez Larreta	Jorge Echevarría Leunda
08/1971	Jorge Echevarría Leunda	Raúl Acosta y Lara	Daniel Rodríguez Larreta	Vacante	José María Michetti
03/1972	Juan Pedro Amestoy	Raúl Acosta y Lara	Daniel Rodríguez Larreta	Vacante	José María Michetti
06/1973	Carlos Ricci	Mayor Cr. Ruben Branda	Raúl Ferraro		
08/1974	Carlos Ricci	Cnel. Cr. Eugenio Ibáñez	Raúl Ferraro		
12/1974	José Gil Díaz	Cnel. Cr. Eugenio Ibáñez	Raúl Ferraro		
02/1975	José Gil Díaz	Cnel. Cr. Eugenio Ibáñez	Luis Romero Diano		
04/1978	José Gil Díaz	Cnel. (R) Cr. Carlos Martín	Juan Antonio Chiarino Rossi		

<sup>2</sup> Se consideran las designaciones formales en el Directorio.

09/1981	José Gil Díaz	Cnel. (R) Cr. Carlos Martín	Carlos A. Köncke
03/1982	José Gil Díaz	Cnel. José María Rivero	Carlos A. Köncke
07/1982	José María Puppo	Cnel. José María Rivero	Carlos A. Köncke
02/1984	Juan Carlos Protasi	Gral. Daniel Legnani	Vacante
04/1985	Ricardo Pascale	Julio Grauert	Héctor del Campo
06/1985	Ricardo Pascale	René Delgado	Héctor del Campo
11/1989	Ricardo Pascale	René Delgado	José Claudio Williman (h)
06/1990	Ramón Díaz	Agustín de Urtubey	Vacante
08/1990	Ramón Díaz	Agustín de Urtubey	Ricardo Lombardo
11/1991	Ramón Díaz	Javier de Haedo	Ricardo Lombardo
11/1991	Ramón Díaz	Daniel Hugo Martins	Ricardo Lombardo
08/1993	Ramón Díaz		Humberto Capote
10/1993	Enrique Braga	Julio Dalla Rosa	Humberto Capote
09/1994	Enrique Braga	Andrés Jung	Humberto Capote
04/1995	Ricardo Pascale	Humberto Capote	Mario Bucheli
04/1996	Humberto Capote	Julián Moreno	Mario Bucheli
04/2000	César Rodríguez Batlle	Eva Holz	Rosario Medero
07/2002	Julio de Brun	Miguel Vieytes	Andrés Pieroni
03/2005	Walter Cancela	César Failache	Andrés Pieroni

12/2005	Walter Cancela	César Failache	Álvaro Correa
11/2008	Mario Bergara	Jorge Gamarra	
06/2010	Mario Bergara	Jorge Gamarra	Washington Ribeiro
01/2014	Alberto Graña	Jorge Gamarra	Washington Ribeiro
04/2015	Mario Bergara	Jorge Gamarra	
05/2015	Mario Bergara	Jorge Gamarra	Washington Ribeiro

## Secretaría General

Período	Secretario General
03/1967-05/1967	Oscar Goldie Arenas
05/1967-01/1994	Juan César Pacchiotti
01/1994-06/2009	Aureliano Berro
07/2009 a la actualidad	Elizabeth Oria

### *Semblanza de los Secretarios Generales del Banco:*

Juan César Pacchiotti: Abogado egresado de la Universidad de la República en 1956. En 1943 ingresó al Banco de la República, ocupando distintos cargos hasta llegar al Departamento de Emisión. En 1967 con la creación del Banco Central del Uruguay fue designado por el presidente transitorio Daniel Hugo Martins como “coordinador” entre el Banco de la República y la nueva autoridad monetaria. Ocupó desde entonces el cargo de Secretario General del Directorio hasta su jubilación en diciembre de 1993.

Aureliano Berro: Abogado egresado de la Universidad de la República. Inició su carrera laboral en el Banco de la República siendo estudiante de los primeros años de la Facultad de Derecho. Ingresó al Banco Central del Uruguay en 1968, dónde recorrió la carrera administrativa hasta su culminación como Secretario General en enero de 1994, cargo en el cual se desempeñó hasta su jubilación en junio de 2009.

Elizabeth Oria: Contadora Pública y Licenciada en Administración egresada de la Universidad de la República Oriental del Uruguay en el año 1981. En el año 1999 obtuvo el título Brevet en Administración Pública expedido por la École Nationale d'Administration de Francia y en el 2000 recibió el título de Máster en Administración expedido por la misma casa de estudios. Ingresó a la institución en el año 1978 al Área Estadísticas Económicas. Se desempeñó como Jefe de Departamento Desarrollo Funcional del Área de Recursos Humanos del BCU a partir de 1993, y ocupó cargo en la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera entre el año 2003 y 2005. Desde marzo 2005 hasta mayo 2009 ocupó el cargo de Directora General de Secretaría en el Ministerio de Economía y Finanzas. Ocupa el cargo de Secretaria General desde julio de 2009.

## Superintendencia

Período	Superintendente
04/1993–01/1995	Juan Braga
01/1995-09/1996	Rogelio Vázquez
09/1996-08/1999	Enrique Goberna
08/1999-05/2002	Carlos Fernández Becchino
05/2002-10/2007	Fernando Barrán
10/2007-05/2012	Jorge Ottavianelli
05/2012- a la actualidad	Juan Pedro Cantera

## Gerencia General

<b>Período</b>	<b>Gerente General</b>
03/1967-05/1967	Julián A. Ilich
05/1967-08/1968	Mario Bucheli
01/1969-12/1970	Nilo R. Marquez
08/1971-01/1972	Walter Garrido (Co-Gerente General, interino)
08/1971-01/1972	William W. Rosso (Co-Gerente General, interino)
01/1972-02/1974	Walter R. Garrido (Co-Gerente General)
01/1972-12/1976	William W. Rosso (Co-Gerente General)
08/1978-09/1981	Carlos Koncke
10/1982-01/1990	Jorge Sambarino
07/1990-01/1995	Juan Antonio Olascoaga
01/1995-01/1997	Hugo Lacurcia
01/1997-11/2006	Gualberto de León

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, C. & Gros, D. (1986); *The consequences of real Exchange rate rules for inflation: some illustrative examples*; Staff Papers, Fondo Monetario Internacional, Volumen 3.
- Alvarez, U., González, M. & Grimaldi, L. (1989); *Riesgo por concentración de colocaciones y establecimiento de regulaciones*. Segunda Reunión de Técnicos de Supervisión y Fiscalización Bancaria de América Latina y el Caribe, CEMLA, Banco Central del Uruguay.
- Amoroso, B. & Trucillo, R. (1987); *Calificación de la cartera de colocaciones de una empresa de intermediación financiera en función de una evaluación realista del riesgo crediticio*. Segundas Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay.
- Amoroso, B. & Xavier J. (1988); *Adecuación de capital en empresas de intermediación financiera*. Terceras Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay.
- Antía, F. (2001); *La economía uruguaya en 1986-2000: Políticas, resultados y desafíos*; Instituto de Economía - Serie Documentos de Trabajo D.T. 4/01.
- Banda, A. (1990); *Regulación bancaria, crisis financieras y políticas consecuentes: el caso uruguayo*; en: *Ahorro y asignación de recursos financieros: experiencias latinoamericanas*; Series estudios y políticos y sociales CEPAL y PNUD; Buenos Aires.
- Bensión, A. (2004); *La Crisis del 2002*; Fin de Siglo; Montevideo.
- Bergara, M., Dominiononi, D. & Licandro, J.A. (1994); *Un Modelo Para Comprender La Enfermedad Uruguaya*; Revista De Economía Del Banco Central Del Uruguay, Volumen 2, Número 2.
- BCBS (1997); *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Basilea, Setiembre 1997.
- Biasco, D., Eiroa, M. & Nogueira, R. (2012); *Estándares Internacionales de Control Interno Aplicados a instituciones de Intermediación Financiera*; Monografía de Grado. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. Universidad de la República.
- Brando, O., Bucheli, G., Dassatti C., Greising C., Harriett S., Márquez G., Pasturino M., Rilla J. & Yaffé J. Coordinador Nahum B. (2012); *1960-2010 Medio Siglo de Historia Uruguay*; Banda Oriental; Montevideo.
- Boorman, J. (2002); *Globalization and Sovereign Debt. The Ledger*; Georgetown University.
- Bucacos E. & Licandro G. (2003); *La Demanda de Dinero en Uruguay: 1980.1-2002.4*; Revista de Economía; Segunda Época Volumen X Número 2; Banco Central del Uruguay.
- Caetano, G. & Jacob, R. (1989); *El nacimiento del terrismo (1930-1933)*; T.I.E.B.O; Montevideo.
- Caetano, G. & Rilla, J. (2004); *La era militar*; en Apratto C. y otros, *El Uruguay de la dictadura 1973-1985*; Banda Oriental; Montevideo.
- Cárdenas, E., Ocampo, J.A. & Thorp, R. (2000); *An Economic History of Twentieth-Century Latin America, Volume 3: Industrialization and the State in Latin America: The Postwar Years*; Palgrave Macmillan, New York.

- Cayazzo, J., Garcia Pascual, A., Gutierrez, E. & Heysen, S. (2006); *Toward an Effective Supervision of Partially Dollarized Banking Systems*. International Monetary Fund - Working Paper 06/32.
- Chagas, J. y Trullen, G. (2009); *Banco La Caja Obrera: una historia (1905-2001)*; Editorial Perro Andaluz.
- Corbo, V., de Melo, J. & Tybout, J. (1985); *What went wrong with the recent reforms in the southern cone*; Development Research Department discussion paper; no. DRD 128. Washington, DC; World Bank.
- Corbo, V., Landerretche, O. y Schmidt-Hebbel, K. (2002); *Assessing Inflation targeting after a Decade of World Experience*; Working Papers 51, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank).
- De Brun, J. (1993); *Bandas Cambiarias con Realineamiento Continuo: Un Modelo para el Caso Uruguayo*. Cuadernos de CERES, Documentos de Trabajo N° 11, Diciembre.
- De Brun, J. (2004); *Desarrollos recientes en la política monetaria uruguaya*; Revista De Economía Del Banco Central Del Uruguay; Volumen 19, Número 2, Segunda época.
- De Brun, J. y Della Mea, U.; (2003); *Una aproximación de mercado a la reestructuración de la deuda Soberana: Lecciones de la experiencia uruguaya*; Revista de Economía - Segunda Epoca Vol. X N° 2 - Banco Central del Uruguay.
- De Brun, J. & Licandro, G. (2006); *To hell and back. Crisis management in a dollarized economy: the case of Uruguay*, en A. Armas, A. Ize y E. Levy Yeyati (ed.): *Financial dollarization: the policy agenda*, IMF, Palgrave-Macmillan
- De Haedo, J. (2016); *El ajuste fiscal del 90*; Semanario VOCES.
- De Vries, M. G. (1976); *The system under stress: The International Monetary Fund 1966-1971*, Washington: International Monetary Fund.
- De Vries, M. G (1985a); *The International Monetary Fund 1972-1978. Cooperation on Trial. Volume II: Narrative and Analysis*; Washington, D.C.
- De Vries, M. G (1986); *The IMF in a changing world 1945-85*; International Monetary Fund.
- Deblin, R. & Ffrench Davies, R. (1995); *The great Latin American debt crisis: a decade of asymmetric adjustment*; en Revista De Economía Política, Volumen 15, Numero 3.
- Delpiazzo, C. (1983); *El Banco Central del Uruguay*; A.M. Fernández; Montevideo.
- Demasi, C. (2009); *La evolución del campo político en la dictadura*; en AA.VV, *La dictadura cívico- militar. Uruguay 1973-1985*; Banda Oriental; Montevideo.
- Di Maggio, P., Díaz, A. & Perdomo, G. (2003); *Coaliciones de interés y política económica en Uruguay y Chile: 1974-1982*; Monografía Universidad ORT Uruguay; Montevideo.
- Díaz, R. (1981); *El Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos*; Banco Central del Uruguay; Montevideo.
- Díaz, R. (2003); *Historia Económica de Uruguay*; Taurus; Montevideo.

Fanelli, J.M., Lorenzo F. & Oddone G. (2003); *Fluctuaciones y crecimiento económico de América Latina durante la década del noventa: Evaluación y agenda política*; (En colaboración). Publicado por la "Revista de Economía" Información Comercial Española (ICE) N°806, abril 2003, pp.153-172.; Dirección General de Política Comercial, Secretaría de Estado de Comercio y Turismo, Madrid (España).

Fernández Castro R. (1997); *El plan de estabilización de 1990*; Revista De Economía Del Banco Central Del Uruguay, Volumen 4, Número 2.

Fernández, W. & Pereyra A. (1988); *Segregación de componentes financieros en la tasa de interés: el sobreprecio por riesgo de incobrabilidad*. Terceras Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay.

Finch, H. (2005); *La Economía Política del Uruguay Contemporáneo 1870-2000*; Ediciones de la Banda Oriental.

Ffrench Davies R. (1999); *Policies for Stabilizing Surges Into Emerging Economies*; ECLAC, W.Count: 7.606.

Folkerts-landau (1985);  
[http://econpapers.repec.org/article/palimfstp/v\\_3a32\\_3ay\\_3a1985\\_3ai\\_3a2\\_3ap\\_3a317-363.htm](http://econpapers.repec.org/article/palimfstp/v_3a32_3ay_3a1985_3ai_3a2_3ap_3a317-363.htm)

Forteza, A. (1995); *La indexación salarial en el banquillo*; Departamento de Economía; UDELAR.

Garcé, A., (2002); *Ideas y competencia política en Uruguay (1960-1973). Revisando el "fracaso" de la CIDE*; Trilce, Montevideo.

García Pintos, P. (2006); *Faltan 60 meses, Peripecias del Gobierno Blanco (1990-95)*; Ediciones Cruz del Sur.

Goberna, E., A. Porro y G. Torres (1989); *Concentración crediticia y su supervisión: un intento de evaluación crítica a partir de la experiencia del Uruguay*. Cuartas Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay.

Guenaga, M., Hernández, S. & Rovira, F. (2004). El financiamiento de la vivienda en el Uruguay; Monografía Facultad de Ciencias Económicas y de Administración UDELAR; Montevideo.

Gulati, M. & Buchheit, L.C (2000); *Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges*; 48 *UCLA Law Review* 59-84.

Hale (2001); <http://aida.econ.yale.edu/~gh79/jmp.pdf>

Harberger, A. (1981); Nuevas políticas cambiarias, arancelarias y de crecimiento en América del Sur; en Mundell R., *Las economías del Cono Sur en el contexto monetario mundial*; Banco Central del Uruguay.

Hopenhayn, B. (1995); *Movimientos de capital y financiamiento externo*; [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11975/1/055079091\\_es.pdf](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11975/1/055079091_es.pdf)

Johnson, H.G. (1958); *Towards a General Theory of the Balance of Payments*, incluido en Frenkel, J.A. y Johnson, H.G. (eds.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Allen and Unwin, Londres, 1976, páginas. 46-63.

Krueger, A. (2003,); *The Need to Improve the Resolution of Financial Crises: An Emerging Consensus?*, Conferencia al Harvard University Business School's Finance Club, Marzo 27.

Licandro, G. & Vicente, L. (2006); *Incentivos fiscales e inconsistencia temporal: Uruguay 1970-2006*; Revista De Economía Del Banco Central Del Uruguay, Volumen 14, Número 1.

Licandro, J.A. & Bergara, M.; (2004); *El rol y la organización de la Banca Pública; en Una Agenda de Reformas para el Sistema Financiero Uruguayo*; Universidad para la paz, Centro mundial de investigación para la paz.

Licandro, G. & Licandro, J.A.; (2004); *La dolarización del sistema de ahorro y crédito. ¿Existe un camino alternativo?*; en *Una Agenda de Reformas para el Sistema Financiero Uruguayo*; Universidad para la paz, Centro mundial de investigación para la paz.

Licandro, G. (2000); *¿Es necesaria una Oficina de Deuda en el Uruguay?*; Banco Central del Uruguay, Documento de Trabajo (versión preliminar) No. 12/00.

López, N. & Ottavianelli, J. (2003); *La crisis financiera del 2002 y las oportunidades para la supervisión*; Revista De Economía Del Banco Central Del Uruguay, Volumen 10, Número 2.

Martin, L. (2003); *Estrategias y Perspectivas la Deuda Uruguaya*; Revista De Economía Del Banco Central del Uruguay, Volumen 10, Número 2.

Masson, P., Savastano, M. & Sharna, S. (1997); *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*; International Monetary Fund Working Paper No 97/ 130, Washington D.C., International Monetary Fund.

McCallum, B. (1978); *On macroeconomic instability from a monetarist policy rule*; Economics Letters 4(1): 121-24.

McCallum, B. (1981); *Monetarist principles and the money stock growth rule*; Working Paper 630. National Bureau of Economic Research.

McKinnon, R. (1979); *La liberalización en Uruguay y un enfoque fiscalista del problema del control monetario*; en Conferencia en el Banco Central del Uruguay.

Mishkin, F. (2003); *Exchange Rate Regimes*; Revista De Economía Del Banco Central del Uruguay, Volumen 10, Número 2.

Mishkin, F. y Schmidt-Hebbel, K. (2001); *One decade of Inflation Targeting in the world: What do we know and what do we need to know?*; National Bureau of Economic Research, Working Paper Series (U.S), Number 8397: 1-[47].

Mondino, G. (2003); *Algunas consideraciones sobre la reestructura de deuda Uruguaya*; Revista De Economía Del Banco Central del Uruguay, Volumen 10, Número 2.

- Nahum, B.; *Medio Siglo de Historia Uruguay 1960-2010*; Ediciones de la Banda Oriental; Montevideo, 2012.
- Noya, N. & Laens, S. (2000). *Efectos fiscales de la reforma de la seguridad social en Uruguay*. CEPAL.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K. (1983); *Speculative Hyperinflations in Maximizing Models: Can We Rule Them Out?*; The Journal of Political Economy, Vol. 91, Nº 4, Agosto, 675-687.
- Oddone, G. & Marandino, J. (2016); *The Fiscal and Monetary History of Latin America: The case of Uruguay (1960-2014)*. Working Paper. The Becker-Friedman Institute for Research in Economics.
- Oddone, G. (2010); *El declive: una mirada de la historia económica de Uruguay del siglo XX*; Linardi & Risso; Montevideo.
- Ottavianelli, J. (2008); *La crisis financiera en Uruguay del año 2002: ¿Y qué del Gobierno Corporativo?* Mimeo.
- Paolillo, C. (2004); *Con los Días Contados*; Fin de Siglo; Montevideo.
- Paolillo, C. (2006); *La Cacería del Caballero*. Búsqueda, Editorial Fin de Siglo, abril de 2006.
- París, B., Faraone, R. & Oddone, J. (1997); *Cronología comparada de la historia uruguaya 1830-1985*; UDELAR; Montevideo.
- Pascale R. (1990); *Conferencias sobre Política Económica .1985-90*; Instituto Nacional del Libro; Montevideo.
- Pascale, R. (2012); *Economía y confianza: cómo se evitó el derrumbe (1985-1989)*; Editorial Fin de Siglo; Montevideo.
- Pereyra, A. & Porro, A. (1986); *Limitaciones al riesgo de cambio en las empresas de intermediación financiera y el tope a la posición en el Uruguay*. Primeras Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay.
- Polak, J.J. (1957); *Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems*; incluido en Rhomberg, R.R. y R.H. Heller (eds.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, The International Monetary Fund, Washington, 1977, páginas. 1-64.
- Polgar, J. (2004) *Crisis bancarias y regulación: Algunas claves para el nuevo marco regulatorio*; en *Una Agenda de Reformas para el Sistema Financiero Uruguayo*; Universidad para la paz, Centro mundial de investigación para la paz.
- Ponce, J. (2001) *Estrategia, Estructura y Rentabilidad de la Banca Privada Uruguaya: 1992-1999*; Revista de Economía del Banco Central del Uruguay, Segunda época Vol 8, Número 2.
- Reinhart, C. y Trebesch, C (2016); *The International Monetary Fund: 70 Years of Reinvention*; Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Vol. 30(1).

- Rial, I. & Vicente, L. (2003); *Sostenibilidad y vulnerabilidad de la deuda pública uruguaya: 1988-2015*; Revista De Economía Del Banco Central del Uruguay, Volumen 10, Número 2.
- Rosselli, P. (2003); *Perspectivas de la deuda pública uruguaya tras el canje 2003*; Revista De Economía Del Banco Central del Uruguay, Volumen 10, Número 2.
- Sachs, J. (1989); *Making the Brady Plan Work*; Foreign Affairs ; Summer 1989d, 68.
- Sanguinetti, J. M. y Pacheco Seré, A. (1967); *La nueva Constitución*; Editorial Alfa; Montevideo.
- Sargent T. & Wallace N. (1981); *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review vol. 5, no 3.
- Sarmiento, A. (2004); *El manejo de la deuda pública y el acuerdo realizado con las AFAPS*; Revista De Economía Del Banco Central Del Uruguay, Volumen 11, Número 2.
- Schaechter, A.; Stone, M. y Zelmer, M. (2000); *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*; IMF Occasional Paper Number 202; International Monetary Fund.
- Seelig, S. (2007); *Resolving the banking crisis in Uruguay*; en Building Monetary and Financial Systems. Case Studies in Technical Assistance; International Monetary Fund.
- Segui Gonzalez, L. & Natero Demartini, H. (1985); *Proceso fundacional del Banco Central del Uruguay*; Banco Central del Uruguay; Montevideo.
- Steneri, C. (1994); *El endeudamiento externo de Uruguay desde la crisis de los años 80 al Plan Brady*; Revista de Economía del Banco Central del Uruguay, Volumen 1, Número 1.
- Steneri, C (2003); *Acerca de la Reestructura Uruguaya de Deuda*; Revista De Economía Del Banco Central del Uruguay, Volumen 10, Número 2.
- Steneri, C. (2011); *Al borde del abismo. Uruguay y la gran crisis del 2002-2003*; Banda Oriental; Montevideo.
- Svensson, L. (1997); *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*; National Bureau of Economic Research Paper Number 5797.
- Tamagna, F. (1965); *La Banca Central en America Latina*; Centro de estudios Monetarios Latinoamericanos; Ciudad de México.
- Vaz, D. (1999); *Four Banking Crises: Their Causes And Consequences*; Revista De Economía Del Banco Central Del Uruguay, Volumen 6, Segunda Época.
- Xavier, J. (1990); *Análisis de riesgos de conglomerados económicos*. Quintas Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay.
- Yergin, Daniel (1992): *La Historia del Petróleo*. Javier Vergara Editor S.A., Buenos Aires, Argentina.
- Zunino, G. (2010); *¿Experimentó Uruguay la Gran Moderación? Un análisis de cambio estructural*. CINVE-Documentos de trabajo DT. 01/2010.



## DOCUMENTACIÓN REVISADA

### LEYES:

Ley de 18 de octubre de 1928  
Ley de 29 de mayo de 1931  
Ley 9.496 de 14 de agosto de 1935  
Ley 9.756 de 10 de enero de 1938  
Ley 9.808 de 2 de enero de 1939  
Ley 12.183 de 11 de enero de 1955  
Ley 12.670 de 17 de diciembre de 1959  
Ley de junio de 1963  
Ley 13.243 de 20 de febrero de 1964  
Ley 13.319 de 28 de diciembre de 1964  
Ley 13.320 de 28 de diciembre de 1964  
Ley 13.330 del 30 de abril de 1965  
Ley 13.331 de 13 de mayo de 1965  
Ley 13.350 de 4 de agosto de 1965  
Ley 13.349 de 29 de julio de 1965  
Ley 13.420 de 2 de diciembre de 1965  
Ley 13.594 de 6 de julio de 1967  
Ley 13.608 de 8 de setiembre de 1967  
Ley 13.640 de 26 de diciembre de 1967  
Ley 13.720 de 16 de diciembre de 1968  
Ley 13.835 de 7 de enero de 1970  
Ley 13.892 de 19 de octubre de 1970  
Ley 14.095 de 17 de noviembre de 1972  
Ley 14.189 de 30 de abril de 1974  
Ley 14.219 de 4 de julio de 1974  
Ley 14.500 de 8 de marzo de 1976  
Ley 15.741 de 10 de abril de 1985  
Ley 15.786 de 4 de diciembre de 1985  
Ley 16.327 de 11 de noviembre de 1992  
Ley 16.696 de 30 de marzo de 1995  
Ley 16.774 de 27 de setiembre de 1996  
Ley 17.502 de 29 de mayo de 2002  
Ley 17.523 de 4 de agosto de 2002  
Ley 17.613 de 27 de diciembre de 2002  
Ley 17.761 de 12 de mayo de 2004  
Ley 17.835 de 23 de setiembre de 2004  
Ley 17.863 de 10 de marzo de 2005  
Ley 18.188 de 12 de noviembre de 2007  
Ley 18.381 de 17 de octubre de 2008  
Ley 18.401 de 24 de octubre de 2008  
Ley 18.573 de 30 de setiembre de 2009  
Ley 18.670 del 20 de julio de 2010

### Decretos:

Decreto de 10 de enero de 1961  
Decreto 455/965 de 16 de octubre de 1965.  
Decretos 460 a 468 de 18 de octubre de 1965.  
Decreto 469/965 de 18 de octubre de 1965.  
Decreto de 7 de enero de 1966.  
Decreto de 28 de abril de 1966.  
Decreto de 17 de marzo de 1966.  
Decreto de 9 de junio de 1966.  
Decreto 178/966 de 14 de abril de 1966.  
Decreto 220/966 de 12 de mayo de 1966.  
Decreto 162/967 de 2 de marzo de 1967.  
Decreto 436/967 de 17 de julio de 1967.  
Decreto 383/968 de 13 de junio de 1968  
Decreto 420/968 de 28 de junio de 1968.  
Decreto 756/968 de 18 de diciembre de 1968  
Decreto 19/969 de 9 de enero de 1969  
Decreto de 20 de octubre de 1970  
Decreto 560/970 de 11 de noviembre de 1970  
Decreto 158/971 de 20 de marzo de 1971  
Decreto 183/971 de 2 de abril de 1971  
Decreto 202/971 de 22 de abril de 1971  
Decreto 211/971 de 26 de abril de 1971.  
Decreto 344/971 de 8 de junio de 1971  
Decreto 1004/75  
Decreto 237/76  
Decreto 439/976 de 21 de julio de 1976  
Decreto 381/989  
Decreto 103/005 de 17 de marzo de 2005  
Decreto 222/002 de 17 de junio de 2002

### Resoluciones:

Del Departamento de Emisión:

Resolución del Departamento de Emisión del 19 de setiembre de 1966.

Del Poder Ejecutivo:

Resolución del Poder Ejecutivo 1113/965 de 16 de setiembre de 1965.

Resolución del Poder Ejecutivo 986/968 de 15 de julio de 1968.

Resolución del Poder Ejecutivo 122/969 de 30 de enero de 1969.

Resolución del Poder Ejecutivo 1.757/970

Resolución del Poder Ejecutivo 1.758/970

Resolución del Poder Ejecutivo 1.759/970

Resolución del Poder Ejecutivo 1.760/970

Resolución del Poder Ejecutivo 1.761/970

Resolución del Poder Ejecutivo 1.762/970  
Resolución del Poder Ejecutivo 1.764/970 de 26 de octubre de 1970.  
Resolución del Poder Ejecutivo 2.022/970 de 11 de diciembre de 1970.  
Resolución del Poder Ejecutivo de 26 de febrero de 2002

Del Directorio del BCU:

Resolución de Directorio de 28 de noviembre de 1967  
Resolución del Directorio de 9 de enero de 1968  
Resolución de Directorio de 18 de junio de 1968  
Resolución de Directorio de 22 de enero de 1970  
Resolución de Directorio de 29 de abril de 1970  
Resolución de Directorio de 13 de octubre de 1970  
Resolución de Directorio de 28 de mayo de 1971  
Resolución de Directorio de 2 de mayo de 1977  
Resolución de Directorio de 14 de octubre de 1977  
Resolución del Directorio de 9 de marzo de 1984  
Resolución del Directorio de 30 de mayo de 1984  
Resolución del Directorio de 21 de enero de 1986  
Resolución del Directorio de 24 de octubre de 1986  
Resolución del Directorio de 13 de setiembre de 1988  
Resolución del Directorio de 25 de noviembre de 1988  
Resolución del Directorio de 16 de setiembre de 1992  
Resolución del Directorio de 18 de marzo de 1993  
Resolución del Directorio de 8 de marzo de 1994  
Resolución del Directorio de 2 de julio de 1999  
Resolución del Directorio de 4 de marzo de 2005.  
Resolución del Directorio del BCU de 10 de mayo de 2002  
Resolución del Directorio de 20 de abril de 2005

#### Circulares del BCU

Circular N° 40 de 28 de noviembre de 1967  
Circular N° 234 de 18 de febrero de 1971  
Circular N° 260 de 1° de junio de 1971  
Circular N° 358 de 2 de marzo de 1972  
Circular N° 1803 de 4 de agosto de 2002  
Circular N° 2099 de 30 de diciembre de 2011

#### Actas:

Del Consejo Honorario del Departamento de Emisión:  
Número 457 de 29 de abril de 1965  
Número 554 de 5 de diciembre de 1966.

Actas de Directorio del Banco República:  
Acta N° 14.750 de 3 de marzo de 1967

Actas de Directorio del Banco Central del Uruguay:

Acta de Instalación del Directorio, 16 de mayo de 1967

Acta de Directorio N°34 de 11 de junio de 1967

Acta de Directorio N°25 de 6 de junio de 1967

Acta de Directorio N°34, de 11 de junio de 1967

Acta de Directorio N°36 de 21 de julio de 1967

Acta de Directorio N°39 de 27 de julio de 1967

Acta de Directorio N°53 de 12 de setiembre de 1967

Acta de Directorio N°58 de 26 de setiembre de 1967

Acta de Directorio N°61 de 5 de octubre de 1967

Acta de Directorio N°66 de 26 de octubre de 1967

Acta de Directorio N°75 de 28 de noviembre de 1967

Acta de Directorio N°79 de 6 de diciembre de 1967

Acta de Directorio N°89, de 9 de enero de 1968

Acta de Directorio N°120 de 30 de abril de 1968

Acta de Directorio N°126, de 15 de mayo de 1968

Acta de Directorio N°131, de 7 de junio de 1968

Acta de Directorio N°134 de 18 de junio de 1968

Acta de Directorio N°139 de 3 de julio de 1968

Acta de Directorio N°150, 13 de agosto de 1968

Acta de Directorio N°155 de 29 de agosto de 1968

Acta de Directorio N°177 de 6 de noviembre de 1968

Acta de Directorio N°180 de 14 de noviembre de 1968

Acta de Directorio N°187 de 10 de diciembre de 1968

Acta de Directorio N°191 de 24 de diciembre de 1968

Acta de Directorio N°200 de 21 de enero de 1969

Acta de Directorio N°208 de 20 de febrero de 1969

Acta de Directorio N°214 de 13 de marzo de 1969

Acta de Directorio N°387 de 4 de noviembre de 1970

Acta de Directorio N°389 de 10 de noviembre de 1970

Acta de Directorio N°390 de 11 de noviembre de 1970

Acta de Directorio N°401 de 15 de diciembre de 1970

Acta de Directorio N°399 bis de 14 de diciembre de 1970

Acta de Directorio N°431 de 9 de marzo de 1971

Acta de Directorio N°438 de 19 de marzo de 1971

Acta de Directorio N°442 de 31 de marzo de 1971

Acta de Directorio N°460 de 30 de abril de 1971

Acta de Directorio N°446 de 13 de abril de 1971

Acta de Directorio N°493 de 2 de julio de 1971

Acta de Directorio N°537 de 5 de octubre de 1971

Acta de Directorio N°539 de 14 de octubre de 1971

Acta de Directorio N°1.478 de 21 de marzo de 1985

Acta de Directorio N°1.470 de 12 de mayo de 1985

Acta de Directorio N°1.505 de 6 de noviembre de 1985

Actas del Directorio N° 1.901, 1.902, 1.903, 1.904, 1.907, 1.908 y 1.909 de los meses de enero, febrero y marzo de 1994

Acta de Directorio N° 2.195 de 2 de julio de 1999

Acta de Directorio N° 2.351 de 7 de febrero de 2002  
Acta de Directorio N° 2.353 de 13 de febrero de 2002  
Acta de Directorio N° 2.362 de 21 de febrero de 2002  
Acta de Directorio N° 2.646 de 25 de febrero de 2005.  
Acta de Directorio N° 2.363 de 26 de febrero de 2002  
Acta de Directorio N° 2.366 de 28 de febrero de 2002  
Acta de Directorio N° 2.374 de 18 de marzo de 2002  
Acta de Directorio N° 2.370 de 11 de marzo de 2002  
Acta de Directorio N° 2.376 de 20 de marzo de 2002  
Acta de Directorio N° 2.381 de 19 de abril de 2002  
Acta de Directorio N° 2.383 de 25 de abril de 2002  
Acta de Directorio N° 2.391 de 10 de mayo de 2002  
Acta de Directorio N° 2.677 de 17 de agosto de 2005  
Acta de Directorio N° 2.707 de 1° de febrero de 2006  
Acta de Directorio N° 2.713 de 15 de febrero de 2006  
Acta de Directorio N° 2.747 de 23 de agosto de 2006  
Acta de Directorio N° 2865

#### Diarios:

Diario Oficial, 4 de junio de 1965.

*Hacia el despeñadero*, Times, Nueva York, 4 de agosto de 1965

El País, 11 de setiembre 1965

*Página de Historia: el Banco de la República, Banco Central*; La Mañana, 1° de abril de 1967

*Journal of Commerce*, del 8 de junio de 1967

El País, 17 de junio de 1967

El País, 11 de noviembre de 1967.

El País, 2 de mayo de 1968.

Extra, 2 de mayo de 1968

Columna de Daniel Rodríguez Larreta en El Mirador Económico, diario El País, 5 de mayo de 1968.

El País, 16 de octubre de 1970

*Resulta poco apropiada la compra del Banco Mercantil*, El Mirador Económico, Diario El País, domingo 4 de abril de 1971.

*Intentóse en el Senado hacer del Central un chivo emisario*. Diario El País, domingo 18 de abril de 1971.

Búsqueda, Edición 6 de diciembre de 1990.

Búsqueda, Edición 17 de julio de 2002.

Búsqueda, Edición 24 de octubre de 2002

Búsqueda, Edición 31 de diciembre de 2002.

#### Constitución:

De 1952: Artículos 199 y 200

De 1967: Artículos 117, 147, 148, 168, 187, 192, 196, 197, 198, 221, 230; Disposiciones Transitorias y Especiales de la Constitución de la República, literales F) y H)

Otros documentos:

Carta de Daniel Hugo Martins al Consejo Nacional de Gobierno, lunes 13 de setiembre de 1965.

*Análisis del Cumplimiento del Presupuesto Monetario del Año 1966*, Banco de la República Oriental del Uruguay.

Memoria Anual del Banco de la República Oriental del Uruguay, 1966, página 99.

Banco Central del Uruguay; *Competencia para fijar el precio de compra y venta de la moneda extranjera que se negocia a través de la mesa de cambios del Banco de la República*. Asesoría Legal del BCU, Dictamen N° 57/68 de 24 de mayo de 1968.

Banco Central (1971): Series Estadísticas Monetarias y Bancarias.

Banco Central del Uruguay; *Alternativas para la proyección del comportamiento de las reservas internacionales en 1971 y consideraciones sobre sus efectos en el campo monetario*. Departamento de Investigaciones Económicas, BCU, 18 de marzo de 1971.

Banco Central del Uruguay (1974): *Delitos Económicos, Tomo II*. Asesoría legal, BCU, Montevideo.

Banco Hipotecario del Uruguay (1986); *Construcción de viviendas y reactivación*; Banco Hipotecario del Uruguay; Montevideo.

Banco Central del Uruguay, (2002); *Estrategia para enfrentar la situación del sistema financiero*; Memo interno del Banco Central del Uruguay.

Comisión de Hacienda, Cámara de Senadores, Distribuido 1421/2002, 4 de abril de 2002.

*IMF Board Discuss Possible Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, Public Information Notice N° 03/06, de 7 de enero de 2003.

*Uruguay anuncia oferta de canje de deuda*, Comunicado de Prensa, 10 de abril de 2003.

Comunicado de Prensa N° 03/50 del Comité Monetario y Financiero Internacional, 12 de abril de 2003.

*IMF Managing Director Issues Statement on Uruguay*, Comunicado de Prensa del FMI, 22 de abril de 2003.

*Uruguay: Second Review Under the Stand-By Arrangement, Requests for Modification and Extension of the Arrangement, and Waiver of Nonobservance and Applicability of Performance Criteria, and Exchange System -- Staff Report; Staff Supplements; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Uruguay*. IMF, 25 de abril de 2003.

*I see the stick, where is the carrot?* UBS newsletter, mayo de 2003.

*Marco Regulator global para reforzar los bancos y los sistemas bancarios*. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Banco de Pagos Internacionales, 2010.

IMF Uruguay; *Report on the Observance of Standards. Codes- Data Module*. IMF Country Report No. 14/42. February 2014.

CPA-Ferrere. *Incentivos tributarios y pagos electrónicos: Aprendizajes del caso Uruguay*. 2016.

Páginas web:

Sobre el manejo de información por parte del Banco Central:

<http://www.uaip.gub.uy/inicio/noticias/bcu+y+el+camino+hacia+la+transparencia>

[http://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Paginas/Transparencia\\_2015\\_Premio.aspx](http://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Paginas/Transparencia_2015_Premio.aspx)

Presentación de Alberto Graña sobre el Banco Central y la inclusión financiera:

[http://www.bcu.gub.uy/NoticiasArchivosAdjuntos/JDB\\_Cierre\\_Gra%C3%B1a/GRA%C3%91A%20-%20INCLUSION%20FINANCIERA\\_1.pdf](http://www.bcu.gub.uy/NoticiasArchivosAdjuntos/JDB_Cierre_Gra%C3%B1a/GRA%C3%91A%20-%20INCLUSION%20FINANCIERA_1.pdf)

Estudio de Equipos Mori sobre la imagen del Banco Central:

[http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Documents/Informe\\_Reputaci%C3%B3n\\_Equipos.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Documents/Informe_Reputaci%C3%B3n_Equipos.pdf)

Hoja de Ruta Basilea III, BCU (SF):

[http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Bancos/hoja\\_ruta\\_basilea\\_iii.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/Bancos/hoja_ruta_basilea_iii.pdf).

Sobre el Área estadísticas Económicas y el seguimiento de buenas prácticas internacionales:

[http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Informe\\_ROSC.aspx](http://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Informe_ROSC.aspx)

## ENTREVISTAS

### **Alfie, Isaac**

Ministro de Economía y Finanzas (2003-2005). Director de Asesoría Macroeconómica (1996-2003). Asesor del Ministerio de Economía y Finanzas (1991-1996).

### **Banda, Ariel**

Gerente de Política Económica del Banco Central (1995-1999). Cumple funciones en la reestructura (1991-1995). Gerente de Investigaciones Económicas (1988-1991).

### **Barrán, Fernando**

Superintendente de Instituciones Financieras (2002-2007).

### **Bergara, Mario**

Presidente del Banco Central (2008-2013 y 2015 a la actualidad).

### **Cantera, Juan Pedro**

Superintendente de Instituciones Financieras (2012 a la actualidad).

### **Capote, Humberto**

Presidente del Banco Central (1996-2000) y Director (1993-1996).

### **Davrieux, Ariel**

Director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto (1985-1990 y 1995-2005).

### **De León, Gualberto**

Gerente General del Banco Central (1997-2007).

### **De Posadas, Ignacio**

Ministro de Economía y Finanzas (1992-1995).

### **Dominioni, Daniel**

Gerente del Área de Política Monetaria y Programación Macroeconómica (1997 a la actualidad).

### **Erro, Lourdes**

Gerente del Área de Estadísticas Económicas (1999 a la actualidad).

### **Graña, Alberto**

Gerente del Área de Política Económica y Mercados (2006-2013 y 2015 a la actualidad). Presidente del Banco Central (2013-2015).

### **Herrera, Nicolás**

Subsecretario del Ministerio de Economía y Finanzas (1990-1991).

### **Iglesias, Enrique**

Primer Presidente del Banco Central (1967-1968).

### **Licandro, Gerardo**

Gerente del Área de Investigaciones Económicas (2004 a la actualidad).

### **Licandro, José Antonio**

Intendente de Regulación Financiera de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central (2013 a la actualidad).

### **Martins, Daniel Hugo**

Vicepresidente del Banco Central (1991-1993). Presidente Interino del Banco Central (Marzo-Mayo 1967). Director del Banco República (1965-1967). Ministro de Hacienda (1964-1965).

**Olascoaga, Juan**

Gerente General del Banco Central (1990-1994). Funcionario desde su creación.

**Oria, Elizabeth**

Secretaria General del Banco Central (2009 a la actualidad).

**Ottavianelli, Jorge**

Superintendente de Instituciones Financieras (2007-2012).

**Pascale, Ricardo**

Presidente del Banco Central (1985-1990 y 1995-1996).

**Protasi, Juan Carlos**

Presidente del Banco Central (1984-1985).

**Puppo, José María**

Presidente del Banco Central (1982-1984).

**Ribeiro, Washington**

Director del Banco Central (2010 a la actualidad)

**Rodríguez Batlle, César**

Presidente del Banco Central (2000-2002).

**Romano, Roberto**

Funcionario del Banco Central y dirigente del Sindicato Bancario. Se reintegró como funcionario en la inspección de bancos en 1985 y trabajó hasta 1993.

**Steneri, Carlos**

Agente financiero de Uruguay en Estados Unidos (1989- 2010).

**Talvi, Ernesto**

Gerente de Política Económica del Banco Central (1993-1995). Asesor del Presidente del Banco Central (1990-1993).