Enrique V. Iglesias, Presidente del Banco Central, 1967 a 1968.
(Foto de 1965, Colección Caruso, diario El País).

4

LA BANCA CENTRAL EN URUGUAY Y LA POLÍTICA MONETARIA

DIEGO ABOAL

«Me tocó en lo personal la gran oportunidad de poder apoyar con convicción la salida uruguaya a la crisis desde el BID. Los hechos nos han confirmado que era el camino de salida. Uruguay ha hecho honor a su historia y a la seriedad con que forma parte de la comunidad internacional».

ENRIQUE V. IGLESIAS,
Prólogo al libro de Carlos Steneri «Al borde del abismo, Uruguay y la gran crisis del 2002-2003», Ediciones de la Banda Oriental, 2011, Montevideo.

«En la década del cincuenta comenzaba una nueva era en materia de discrecionalidad de la política monetaria. Esta nueva época coincide con el comienzo de una fase de estancamiento del país, que duró una década y media, y de tasas de inflación nunca antes vistas en Uruguay. La economía creció sólo 5% en el período comprendido entre 1954 y 1968, y la inflación alcanzó un pico de 125% en el año 1968. Éste es el período de la gestación del BCU».

4. LA BANCA CENTRAL EN URUGUAY Y LA POLÍTICA MONETARIA

Diego Aboal (CINVE, Uruguay)[1]

1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo no busca contar la historia del Banco Central del Uruguay (BCU) ni tampoco de la política monetaria en Uruguay, como el título puede inducir a pensar. Ésta no es una tarea que pueda ser acometida con las restricciones de espacio que aquí tenemos. Sin embargo, sí pretende ser el repaso breve de algunos de los hechos más importantes que involucraron a la banca central uruguaya y a la política monetaria desde comienzos del siglo XX hasta el presente.

Se pretendió relatar estos hechos a la luz de algunos eventos internacionales y de la teoría económica imperante en cada una de las épocas, en el convencimiento de que ésta era la mejor forma de comprender lo que ocurría en Uruguay. Desde ya es menester afirmar que este objetivo no se logró completamente, y será tarea de futuros trabajos alcanzarlo.

La historia de la política monetaria uruguaya, y su contracara, la política cambiaria, son fascinantes y permiten abordar la historia de la política económica del país, tal como lo afirma Enrique Iglesias en el prólogo de Aboal y Moraes (2003):

> «Durante los primeros años de mi actuación pública, como investigador del Instituto de Economía, como Secretario Técnico de la CIDE, y durante el ejercicio de la Presidencia del Banco Central, pude percibir hasta dónde el valor del tipo de cambio era un elemento clave en la pugna distributiva entre grupos y en la dinámica económica. Por eso mismo, más de una vez he dicho que estoy convencido de que es posible reconstruir la historia de la política económica del país y buena parte de la historia de la política en torno a los debates y peripecias de la política cambiaria».

1 Con contribuciones y asistencia de Fiorella Pizzolon y Paola Cazulo.

Desde esta visión se escribe este capítulo.

El relato que se hará a continuación comienza con la fundación del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), casi a comienzos del siglo XX, y finaliza con algunas reflexiones sobre el debate que se está procesando en la actualidad respecto a los roles que deberá tener la banca central que surja de la de la depresión económica por la que está atravesando el mundo desarrollado. En el medio, pasaremos por la época del patrón oro, la época del control de cambios, la época de la discreción en la política monetaria y la inflación desenfrenada, por las distintas crisis cambiarias y los sucesivos planes de estabilización, y por la nueva política de metas de inflación de un dígito de la primera década del siglo XXI.

2. DESDE LA CREACIÓN DEL BROU HASTA LA CRISIS DEL 29

Previo a la fundación del BROU, en el año 1896, la creación de dinero estaba en manos de los bancos privados. A partir de esta fecha el BROU comienza a constituirse, gradualmente[2], en el poder monopólico en materia de emisión de moneda en el país. La emisión de dinero estaba dentro del patrón oro que regía a nivel mundial, y que tenía por centro a Londres y a la libra esterlina.

Hasta 1914 la emisión estaba condicionada por el encaje en oro, que en el caso de la emisión mayor se situaba en 40%, con la limitación adicional de no superar un múltiplo del capital del BROU[3]. Esta emisión era convertible a oro y a plata en menor proporción. El país presentó en este período un saldo en balanza comercial que permitió la acumulación de importantes reservas auríferas. En general, la mayor restricción a la emisión estaba dada por el capital del BROU.

En 1914, como consecuencia de la primera guerra mundial y las consiguientes necesidades de emisión por encima de lo que las reservas de oro permitían, el patrón oro entra en crisis a nivel mundial. En Uruguay y a consecuencia de estos he-

2 Los bancos privados siguen emitiendo hasta la primera década del siglo XX. En el año 1905 vence la concesión dada al Banco de Londres para emitir y en 1907 la dada al Banco Italiano.

3 «El BROU podía [según la ley de creación del mismo, nº 2480/1896] emitir hasta el 50% de su capital realizado en billetes menores de $10, convertibles en plata u oro sellado, a elección del Banco. En cuanto a la emisión mayor podía emitir hasta el duplo del capital realizado en billetes pagaderos en oro al portador y a la vista (convertibles), debiendo conservar en todo tiempo un encaje oro que no bajara del 40% de los depósitos a la vista y de su emisión mayor en circulación». (Damonte y Saráchaga, 1971, pág. 30).

chos, se decreta la inconvertibilidad de la moneda y la prohibición de exportación de oro en dicho año[4]. Ésta fue la partida de defunción del patrón oro en Uruguay.

Sin embargo, si bien sucesivas leyes otorgaron cierto margen de acción para la emisión, en lo esencial el sistema permaneció atado al encaje oro, y por tanto, conservó su dependencia del comercio exterior y su rigidez para atender adecuadamente a la demanda de circulante. Algunas memorias del BROU reflejaban las dificultades que el sistema imponía:

> «No obstante la ampliación del 14/01/16, resultó insuficiente el límite legal de emisión para las necesidades de la circulación, viéndose obligado el BROU a hacer uso de la facultad de emitir certificados de depósito metálico y más de una vez, el Banco se vio obligado a lanzar a la plaza, oro amonedado, para servir en los pagos». Memoria del BROU (1916), citado por Damonte y Saráchaga (1971, pág. 41).

La cotización del peso oro uruguayo, con algunas fluctuaciones, se mantuvo relativamente constante con respecto a la libra esterlina durante todo el período, como era dable esperar en un sistema monetario internacional y local como el que imperaba. En los años veinte el sistema cambiario podía caracterizarse como de flotación sucia, ya que el BROU intervenía frecuentemente en el mercado de cambios.

Las teorías monetarias de la época permitían inferir las dificultades que un régimen como el imperante podía tener sobre la economía. La teoría cuantitativa del dinero popularizada a comienzos del siglo XX, con enfoques distintos, por Irving Fisher y la Escuela de Cambridge, cuyos máximos exponentes fueron Alfred Marshall y Arthur Cecil Pigou, postulaba que la demanda de dinero era proporcional al nivel de actividad en términos nominales. Por tanto, un nivel creciente de actividad económica demandaba más circulante. En caso de no existir mayor oferta de dinero, era dable esperar caída de precios y salarios y del nivel de actividad, en la medida en que los precios y salarios no lograsen ajustar por completo el desequilibrio[5].

---

4 Si bien esto se hace en forma temporal a través de la Ley 5150/1914, la medida fue prorrogada por sucesivas leyes, hasta que en 1923 se establece que la inconvertibilidad rige hasta nueva resolución en contrario.

5 La teoría cuantitativa tenía su expresión en la siguiente famosa ecuación $PY=MV$ o alternativamente $M=kPY$, donde P era el nivel de precios, Y el ingreso o nivel de actividad real, M la cantidad de dinero y V y k, la velocidad y la inversa de la velocidad de circulación del dinero respectivamente. Es importante señalar que los teóricos de esta corriente confiaban en el mecanismo de ajuste vía precios, por lo cual, el nivel de actividad no debería verse afectado por la alteración de variables nominales como la cantidad de dinero.

Las fluctuaciones de la economía internacional se transmitían al país a través de la balanza comercial, las reservas de oro y la cantidad de dinero circulante. De hecho, la política monetaria implícita en el patrón oro implicaba, al estar atada a la disponibilidad de oro, que los shocks que se recibían a través del comercio exterior se transmitieran a toda la economía, sin posibilidad alguna de ser amortiguados. Esta característica del sistema fue la causa de su desaparición en el mundo en la década del treinta, como veremos en la próxima sección.

3. LA CRISIS DEL 29 Y EL AVANCE HACIA UN SISTEMA MONETARIO MÁS FLEXIBLE

El golpe de gracia al patrón oro lo dio la crisis del año 1929[6]. El derrumbe de Wall Street y las ondas expansivas que ello causó generaron presiones insostenibles sobre un sistema que no tenía la flexibilidad suficiente para lidiar con la crisis. Bajo el patrón oro sólo era posible un ajuste a través de reducciones de precios y salarios. Un economista inglés de la época señalaba:

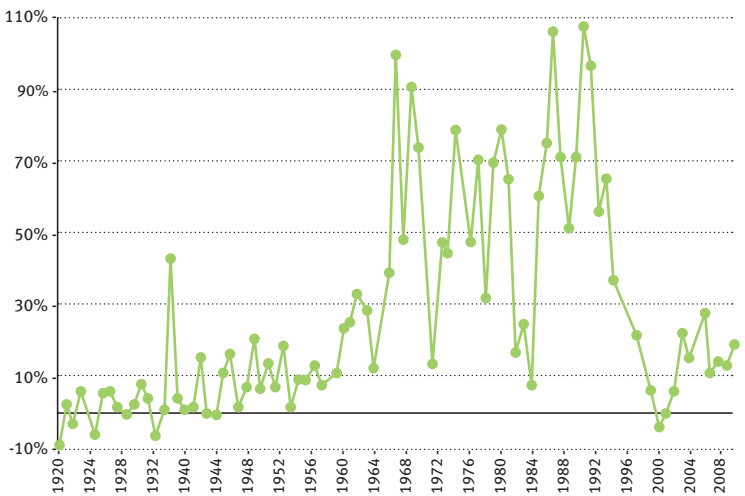
> «La pérdida de oro, o la tasa de interés más alta, sólo puede restablecer el equilibrio internacional a través de la reducción de los precios internos. De todos estos, el más importante es el salario. El salario y otros ingresos del trabajo se reducirán. Esto tendrá un doble efecto. Por una parte, los asalariados y otros agentes tendrán menos para gastar e importar. Por otra parte los costos de todas las industrias, incluidas las exportadoras, serán reducidos. Por tanto, las exportaciones serán estimuladas y las importaciones contenidas, hasta que ambos flujos se igualen». F. C. Benham (1931), citado por Eichengreen y Temin (2000, pág. 188, traducción del autor).

Por supuesto, existía una alternativa menos dolorosa, abandonar el patrón oro y devaluar la moneda, camino que muchos países siguieron, incluidos el Reino Unido y Estados Unidos en 1931 y 1933 respectivamente.

6 Aunque esto no implica necesariamente que la última causó a la primera. Algunos autores, como Eichengreen y Temin (2000), sostienen que el patrón oro causó la crisis de 1929. Estos autores señalan que la mentalidad asociada al patrón oro y sus instituciones limitaron la respuesta a la crisis por parte de los gobiernos y los bancos centrales, y de hecho condujeron a políticas que agravaron la situación económica.

Uruguay no era ajeno a estos problemas. De acuerdo a las mejores estimaciones disponibles[7], el PIB de Uruguay se contrajo en más de 17% en el año 1931 (ver gráfico 4) y se produjo una devaluación de la moneda que llevó a un crecimiento del tipo de cambio de 55% (ver gráfico 2), algo completamente inusual en un país cuya moneda había estado atada al oro, de una forma u otra, y donde el BROU participaba activamente para evitar fluctuaciones del tipo de cambio. Se argumenta que, en parte, la crisis desatada en estos años y la poca flexibilidad institucional que existía para enfrentarla fueron factores explicativos del golpe de Estado de 1933[8].

Gráfico 1. Emisión fuera del BCU (variación anual, a fin de año), 1920-2010.

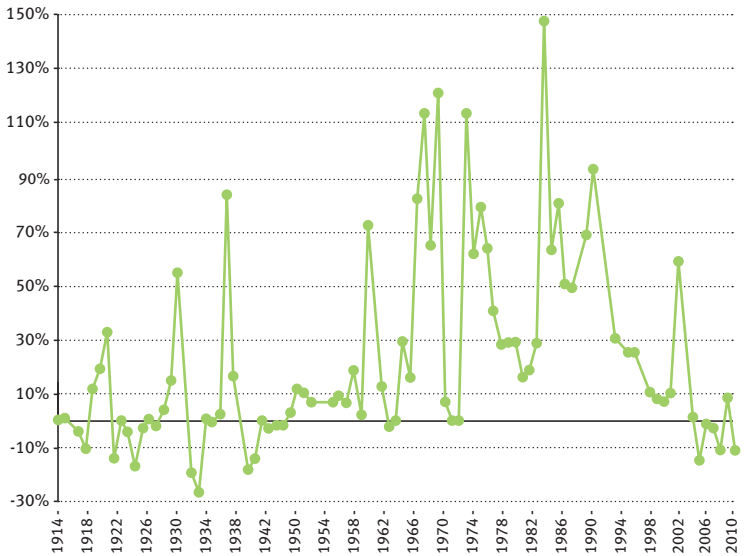


Fuente: BCU.

7 Las estimaciones del PIB corresponden a Bértola (1998).

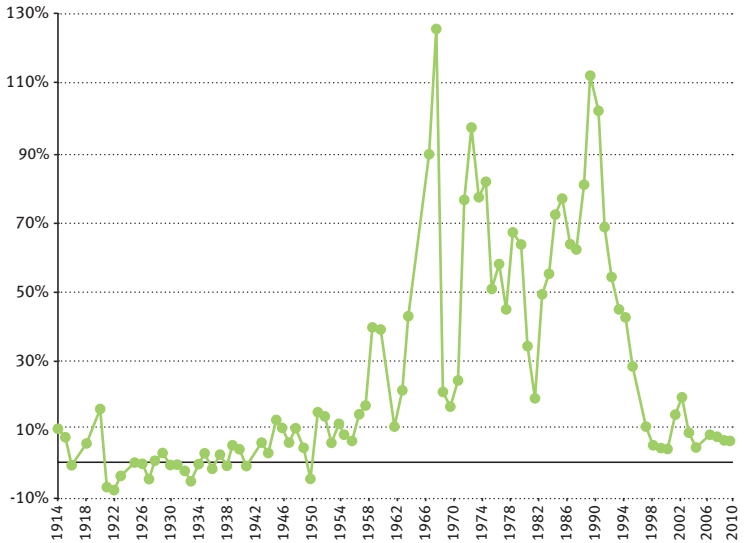
8 Gabriel Terra fue elegido Presidente de la República en el año 1931, y dio el golpe de Estado en 1933. La Constitución de 1918 establecía un Poder Ejecutivo que estaba organizado en torno a dos instituciones, el Presidente de la República y el Consejo Nacional de Administración integrado por 9 miembros. En esta forma institucional el presidente no tenía competencias en materia económica, sus únicas responsabilidades eran la defensa del país, el mantenimiento del orden interno y las relaciones exteriores. Esto, sumado a las dificultades para tomar decisiones económicas en un órgano colegiado como el Consejo Nacional de Gobierno, es lo que según Terra justificaba la ruptura institucional.

Gráfico 2. Tipo de cambio dólar/peso (variación anual promedio), 1914-2010.



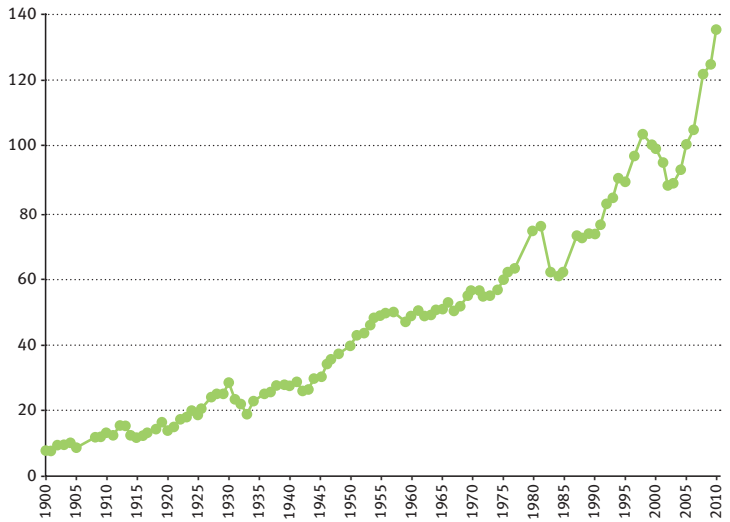
Fuente: Aboal y Calvo (2000) y BCU.

Gráfico 3. Inflación (promedio anual).



Fuente: Aboal e INE.

Gráfico 4. PIB (Índice de volumen físico 2005=100).



Fuente: Bértola (1998) y BCU.

En el año 1931, ante las crecientes dificultades cambiarias y las preocupaciones por la pérdida de valor de la moneda, surge el tristemente célebre control de cambios[9], que con distintos formatos permanecería en el país hasta la década del setenta, con algunas interrupciones esporádicas[10]. El origen del control de cambios se dio a partir de la conformación de una comisión de notables nombrada por el Ministro de Hacienda Javier Mendívil[11]. El debate en esta comisión giró en torno a tres posiciones:

> «Frugoni propuso la reincorporación al patrón oro [...] invocando las ventajas de la solidez de la moneda. Supervielle defendió la solución de la flotación [ ] alegando que

9 Este sistema dio lugar a una intervención extrema del Estado en la vida económica del país, aun a nivel de empresas individuales, lo que como es obvio, causó enormes distorsiones en distintos mercados y hasta algunos casos probados de corrupción en el manejo de las divisas.

10 Regirá hasta 1974 con excepción de tres períodos intermedios: durante la Segunda Guerra Mundial, durante la guerra de Corea y durante los primeros años del plan de estabilización conocido como la reforma cambiaria y monetaria del año 1959.

11 Comisión de estudio sobre la desvalorización de la moneda, integrada por: Eduardo Acevedo Álvarez, Ricardo Cosio, Emilio Frugoni, Julio Ma. Llamas, Pablo Ma. Minelli, Octavio Morató, Carlos Quijano, José Serrato y Luis Supervielle. Octavio Morató, Gerente General del BROU, actuaba como secretario de la comisión.

> la flexibilidad del valor de la moneda ayudaría a los productores en la coyuntura fuertemente recesiva en que el mundo se hallaba. Los demás se plegaron todos a la tesis del control de cambios. Frugoni y Supervielle se batieron sin éxito en la defensa de las opciones de mercado (que podrían describirse respectivamente como «fijación del precio del dinero» y «fijación de la cantidad de dinero» por la autoridad competente), mientras que el resto defendió la postura dirigista (fijación a la vez del precio y la cantidad de dinero a través de la intervención directa de la autoridad, mediante un racionamiento de las divisas), invocando una gama de razones sumamente variadas, como la «inconveniencia» de la exportación de oro (Quijano, Serrato, Acevedo Álvarez), la conveniencia de evitar la especulación y la evasión de capitales (Morató) y la inconveniencia de restringir el crédito del BROU, como la disciplina monetaria lo exigiría en régimen de patrón oro (Serrato, Acevedo Álvarez)». (Ramón Díaz, 2003, pág. 116).

El control de cambios en su versión más definitiva[12] implicaba que las divisas relacionadas al comercio exterior de bienes debían pasar forzosamente por el BROU, el que las compraba o vendía a distintos precios, según el tipo de bien del que provenían (bien que se exportaba) o al que estaban dirigidas (bien que se importaba). En forma paralela funcionaba un mercado libre donde se podía comercializar todas las divisas provenientes de otros orígenes o dirigidas hacia otros destinos. En este último mercado era donde se reflejaban las acciones de política, en especial de política monetaria, como veremos a lo largo de este capítulo.

La capacidad para emitir del BROU siguió limitada, aun cuando se toman algunas medidas de flexibilización[13], lo que desemboca en el revalúo del oro del año 1935. El Ministro de Hacienda de la época, el Dr. César Charlone, aprovechando la depreciación de las monedas internacionales, «ajustó» el valor del stock de oro en el año 1935, lo que le permitió realizar una importante emisión sin afectar el tipo de cambio ni a la inflación (véanse los gráficos 1 a 3). Por estas hazañas sería apodado «Fu-Manchú», rememorando a un famoso mago de la época[14].

La misma ley que revalúa las reservas metálicas en el año 1935[15] da lugar a la creación del Departamento de Emisión del BROU, base sobre la que se estructurará el Banco Central del Uruguay en el año 1967.

---

12 Aquella establecida a partir de 1934, y que se estructuró en forma definitiva en 1941 con la ley 10.000.

13 Por ejemplo, en el año 1929 se levantan los requerimientos para la emisión mayor que hacían referencia al capital del BROU, y sólo permanece el requisito de encaje oro del 40%.

14 David Bamberg, más conocido como Fu-Manchú, nació en Inglaterra en 1904 en el seno de una dinastía de magos. Estrenó en el viejo Teatro San Martín de Buenos Aires en 1929.

15 Ley 9496/1935.

Las consecuencias de la crisis siguieron sintiéndose en los años siguientes y esto impactó en aspectos relacionados a la política monetaria y cambiaria. En 1938 se procedió a una nueva ley de revalúo del oro, alterando la paridad legal. El contenido de oro del peso pasó de 1,556 gramos a 0,585. Esto implicó una fuerte devaluación del peso; el tipo de cambio con respecto al dólar en el mercado libre se incrementa 83% en ese año (véase gráfico 2).

Los principales puntales de emisión que se utilizaron durante los años treinta y buena parte de los cuarenta continuaron siendo el oro y el capital del BROU. El redescuento bancario fue autorizado por leyes especiales y con montos determinados, pero permaneció como un puntal de emisión marginal hasta fines de los cuarenta. Por tanto, los márgenes de acción de la política monetaria permanecían limitados, lo que seguramente explica las bajas tasas de crecimiento de la emisión y de la inflación en estas décadas.

En materia de teoría económica, Keynes revolucionó el pensamiento económico de la época con su Teoría del Empleo, el Interés y el Dinero de 1936. En su obra Keynes discute la tesis clásica de que variables nominales no afectan a las variables reales, y en particular que la política monetaria no afecta al nivel de actividad, lo que estaría asegurado por la flexibilidad de los precios. Para Keynes no existe la flexibilidad perfecta de precios y por tanto el nivel de la demanda agregada puede afectar el nivel de ingreso, lo que determina que tanto la política fiscal como la monetaria, con menor efectividad, pueden ser utilizadas para expandir el nivel de actividad en momentos de recesión o depresión.

Esto implicaba un cambio de paradigma muy importante, en especial en lo que respecta al rol que debían cumplir los bancos centrales. Es interesante en este punto recoger algunos párrafos de un trabajo de Enrique Iglesias (1954) que resume de forma muy clara este cambio de paradigmas:

> «Es conocida la evolución que han seguido los modernos sistemas de emisión. Partiendo de la etapa clásica y ortodoxa en materia económica, para la cual la moneda como tal no ejercía por definición ninguna influencia en el aparato productivo, sino que se le asignaba una mera función agilitadora de los cambios, hasta el momento actual en que se le reconoce como un poderoso instrumento de política económica, el concepto y las bases de los sistemas de emisión han variado fundamentalmente. Dentro de las política del patrón oro clásico, el sistema de emisión en manos de la autoridad central tenía como únicas finalidades: a) garantizar la integridad cualitativa y cuantitativa del metal contenido en la moneda emitida; b) asegurar a la comunidad la posibilidad de conversión del papel en metal y la libertad de fusión y acuñación del mismo metal; c) seguir un rígido principio de respaldo metálico para las cantidades de billetes emitidos contra metal; d) asegurar a la comunidad internacional,

la libre exportación e importación de metal. Es de hacer notar al mismo tiempo, que la noción de moneda se asimilaba a un instrumento concreto –metal– con un valor intrínseco además de su función de cambio. Avanzado el tiempo, ambos conceptos –sistema de emisión y moneda– se transformaron sustancialmente. A raíz de la crisis de 1929 y luego del aporte keynesiano, se reconoció la influencia del aparato monetario sobre el sistema económico y se observó que su influencia no era siempre pasiva con relación a éste. Se cambió entonces la base teórica de lo que debía ser un buen sistema de emisión para concebir un patrón monetario funcionando dentro de un sistema económico nacional, al servicio de los objetivos generales de ocupación total de los factores y desarrollo armónico y creciente del ingreso nacional. En esa forma nació la noción de "papel moneda controlado". Dentro de este concepto, el sistema de emisión, como una parte importante de la política monetaria, dejó de ser un procedimiento automático para convertirse en una intervención activa en el mercado monetario que neutralizara la influencia de la moneda sobre el sistema económico y en especial sobre el nivel general de precios. La propia noción de moneda varió. De un concepto metalista se pasó a definir el dinero como un simple instrumento de cambio cuya existencia venía impuesta por la autoridad emisora con independencia de su respaldo metálico. [ ] Dentro de ese planteamiento, las funciones esenciales de un sistema de emisión nacional pueden concretarse en: a) proporcionar los medios de pago requeridos para el funcionamiento de la creación y comercialización de los bienes y servicios producidos en el país; b) sujetar esa creación al principio de las "legítimas necesidades del mercado" evitando totalmente la creación inorgánica o descontrolada de los medios de pago que no respondan a exigencias reales de la plaza; c) emplear en la consecución de estos objetivos, distintas políticas en el campo monetario y crediticio (políticas de encaje flexibles, de redescuento de acción directa del Banco Central, de contralor selectivo del crédito, etc.); d) orientar la creación de medios de pago por parte del organismo emisor y de los bancos en función de los principios de elasticidad y seguridad[16]».

Es interesante notar cómo Iglesias parece identificar claramente el dilema al que se ve enfrentada la política monetaria. Por una parte se le reconoce la capacidad de afectar el nivel de ingreso y por tanto su capacidad para lograr la «ocupación total de los factores», y por otra, el riesgo de la «creación inorgánica o des-

16 Enrique Iglesias entendía «por un sistema de emisión elástico aquél cuyo mecanismo de creación de medios de pago se adapta fácilmente y sin desplazamientos en el tiempo, a las mayores o menores necesidades de circulante requerido por la plaza» y por sistema de emisión seguro aquél que «es capaz de garantizar el poder adquisitivo de los medios de pago en el tiempo».

controlada de los medios de pago» que podría causar presiones inflacionarias[17], que por otra parte ya se insinuaban en el país en el año en que este documento fue escrito (véase gráfico 3).

Posiblemente esta visión más activa de la política monetaria por parte de la teoría es la que explica el rol más determinante que empiezan a tener los redescuentos, hacia fines de los años cuarenta y comienzos de los cincuenta, en la emisión de dinero. Según cifras exhibidas por Damonte y Saráchaga (1971) el redescuento pasa de representar el 6,2% de los puntales de emisión en el año 1947 a llegar al 43% en 1955. Hasta 1950 el redescuento se daba siempre con un límite máximo; a partir de ese año se elimina ese límite, aunque se establecen algunas restricciones con respecto a qué documentos pueden ser objeto del redescuento. Esto implica nuevas reglas de juego para la política monetaria del país, la que comienza a contar con una flexibilidad que nunca había tenido, con consecuencias importantes en distintos aspectos económicos, como veremos en las próximas secciones.

4. EL CAMINO HACIA LA CREACIÓN DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

En la década del cincuenta comenzaba una nueva era en materia de discrecionalidad de la política monetaria. Esta nueva época coincide con el comienzo de una fase de estancamiento del país, que duró una década y media, y de tasas de inflación nunca antes vistas en Uruguay. La economía creció sólo 5% en el período comprendido entre 1954 y 1968, y la inflación alcanzó un pico de 125% en el año 1968. Éste es el período de la gestación del BCU.

Las ideas que dieron origen al BCU pueden rastrearse hasta los trabajos del Instituto de Teoría y Política Económica de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República (aunque ya existen referencias en la década del treinta)[18]. Ya se ha mencionado el trabajo de Enrique Iglesias, publicado como número 5 del Instituto de Teoría y Política Económica, pero también debemos citar como antecedente el trabajo número 4 de dicho instituto, cuyos autores son Luis Faroppa, Enrique Iglesias e Israel Wonsewer (1954).

17 Es interesante notar que este trabajo es previo al trabajo de William Phillips de 1958 que dio lugar a la famosa curva de Phillips, que en su concepción teórica más básica (formalizada por Paul Samuelson y Robert Solow) establecía una relación negativa y estable entre inflación y desempleo.

18 Creado en el año 1954 a partir del Instituto de Economía Bancaria y Monetaria y dirigido por Luis Faroppa. Este instituto y el Instituto de la Coyuntura Económica Nacional darían lugar luego al Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República.

Al respecto, Garcé (2002) señala que Luis Batlle ofreció el Ministerio de Hacienda en el año 1956 a Luis Faroppa, director del Instituto de Teoría y Política Monetarias de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, pero esta designación se vio frustrada ante la negativa de Batlle a dos condiciones programáticas de Faroppa: la creación del Banco Central y el impuesto a la renta. Garcé también señala que en la época el ruralismo realizó una intensa campaña a favor de la creación de un banco central[19] y generó un debate público muy importante en torno al tema. La semilla para la creación del Banco Central estaba plantada.

Como se ha mencionado, a partir de la década del cincuenta la política monetaria comenzó a transitar por un camino de mayor flexibilidad y discreción. Las trabas para emitir fueron cayendo hasta que la discreción fue total, lo que desencadenó un proceso inflacionario como nunca se había visto en la historia (véase gráfico 3). Por su parte, la política cambiaria enmarcada dentro del sistema de control de cambios era un verdadero caos. Los grupos de presión imponían su peso en las decisiones de cómo asignar las divisas y las distorsiones se extendían a múltiples mercados. En las «mejores épocas» del sistema se logró la hazaña de administrar un sinnúmero de tipos de cambio alternativos, en algunos casos con propósitos dudosos.

La devaluación, junto con la crisis bancaria del año 1958, fue el escenario perfecto para que por primera vez en el siglo el Partido Nacional ganara las elecciones. En pleno estancamiento y con niveles inflacionarios muy importantes, se lleva a cabo la reforma cambiaria y monetaria del año 1959, bajo el liderazgo del Ministro de Hacienda Juan Eduardo Azzini. El plan de estabilización se implementó con el apoyo del FMI, y Uruguay firmó la primera carta de intención con este organismo (ésta operaba como un mecanismo para reducir la discreción en el manejo de la política monetaria).

La reforma buscó dar mayor disciplina fiscal, y llevar los precios y el tipo de cambio a niveles «realistas», ya que estaban distorsionados por el control de cambios, además de lograr su estabilización. Entre otras medidas, se elimina el contralor de exportaciones e importaciones, se altera la paridad con el oro –lo que implicó en los hechos una devaluación de más del 40%, que se sumaba a la del año 1958 (cuando se superó el 70%)– y se establece un nuevo régimen de emisión basado en el oro y en los redescuentos, eliminando otros puntales de emisión. A consecuencia de las devaluaciones de los años ’58 y ’59, la inflación

19 El ruralismo, impulsado en sus orígenes por Domingo Bordaberry, padre del posterior presidente y dictador Juan María Bordaberry, y Benito Nardone, era un movimiento gremial que se convirtió en una corriente política importante dentro del Partido Nacional en la década del cincuenta.

alcanza casi 40% en el año 1959, un nuevo récord en el país. Sin embargo, comienza a ceder paulatinamente y se ubica cercana al 10% en el último año de este período de gobierno (1962).

No obstante, los logros de este plan de estabilización son temporarios, ya que la inflación comienza una tendencia alcista a partir del año 1963, y alcanza el récord histórico, afortunadamente aún no batido, de 125% en 1968. En 1965 se da una nueva crisis bancaria. Este contexto era más que propicio para la creación de un Banco Central que pudiera encargarse del problema de la inflación a través de la política monetaria, y de la supervisión del sistema financiero, con el fin de evitar nuevas crisis bancarias.

En 1962 la Comisión de Inversiones y Desarrollo Económico (CIDE)[20], bajo la dirección de su Secretario Técnico, Enrique Iglesias, inició una evaluación general de la situación de Uruguay, e investigaciones, con el fin de conocer más profundamente la realidad nacional. Con el apoyo de varias instituciones se relevaron estadísticas e información económica a partir de las cuales se elaboró el primer diagnóstico global de la situación económica nacional titulado «Estudio Económico del Uruguay. Evolución y Perspectivas» (1963). Este estudio permitió diagnosticar serios problemas dentro de la economía, destacándose el proceso de estancamiento económico y el crecimiento de la inflación. Se concluye también que el elemento condicionante de toda posibilidad de desarrollo reside en el proceso inflacionario.

A partir del mencionado estudio, la CIDE realizó, a pedido del Poder Ejecutivo, el «Plan Nacional de Desarrollo Económico y Social. 1965-1974». Dentro de este plan se proponía un «Programa de Reformas básicas», el cual incluía una reforma de la organización financiera y bancaria, y un Plan de Estabilización contenido en el «Programa Anual de Financiamiento», el cual abordaba el problema de los precios y del financiamiento, elementos claves dada la situación inflacionaria que atravesaba el país. Dentro de las medidas de política económica se establecía la necesidad de la «creación de un Banco Central a partir del [...] Departamento de Emisión del BROU».

Finalmente la creación del Banco Central queda plasmada en la Constitución de 1967 y Enrique Iglesias se convierte en su primer presidente, señalando al momento de instalación del directorio que:

> «Teniendo en sus manos el manejo de los sensibles y delicados instrumentos monetarios y cambiarios, [el BCU] viene a constituir una pieza esencial en el mantenimiento

20 La CIDE fue creada en el año 1960 por un decreto del Ministro de Hacienda Juan Eduardo Azzini. Véase más detalles en el capítulo 3 de este libro.

de la sanidad de la moneda, en la lucha contra la inflación y en la conservación de las reservas externas del país. En este sentido, las modernas concepciones del banquero central en sus responsabilidades frente a los objetivos del Gobierno no lo convierten por cierto en un obstinado defensor de la estabilidad monetaria a cualquier precio, sino al servicio además, de un conjunto coherente de políticas, que deberán incluir el mantenimiento de las reservas internacionales, un adecuado nivel de actividad y empleo y un aceptable grado de desarrollo económico». (Seguí y Natero, 1985, pág. 297).

Nuevamente, la necesidad de mantener un equilibrio entre los objetivos de estabilización del producto y de la inflación está presente aquí.

5. DESDE LA CREACIÓN DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY HASTA EL FIN DE LA DÉCADA DEL OCHENTA

El primer año de existencia del BCU estuvo cargado de acción. El gobierno de Jorge Pacheco Areco implantó en 1968 un plan de choque contra la inflación que incluía el congelamiento de precios y salarios. La inflación cayó a partir de 1969 y hasta 1970. En 1972, se elabora un Plan Nacional de Desarrollo, por parte de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto (OPP), que se plantea eliminar en forma paulatina el control de precios. Dicho plan, en el plano monetario, pretendía mesura en la expansión monetaria para moderar la inflación y evitar presiones sobre la balanza de pagos.

En 1974 se inicia un proceso de liberalización económica. Este proceso termina aproximadamente a fines de la década, e incluye la eliminación de los controles de precios, la liberalización financiera y la reducción de obstáculos al comercio. Los controles de precios fueron casi completamente eliminados en este período. El mercado cambiario se liberalizó en 1974; se autorizaron los depósitos en dólares y los movimientos irrestrictos de capital. En 1977, los controles sobre la entrada al sistema bancario se retiraron y las tasas de interés se liberalizaron en 1979. La liberalización comercial no avanzó en forma significativa. A pesar de que las cuotas de importación y los impuestos sobre las exportaciones tradicionales fueron eliminados progresivamente, las tarifas no habrían de reducirse de forma significativa hasta después de 1980.

Simultáneamente, como se ha comentado, el gobierno impulsó un plan de estabilización con el objetivo de controlar la tasa de inflación, que alcanzó el 97% en 1973. La política anti-inflacionaria incluía la reducción del crecimiento de la emisión y del déficit fiscal. La política monetaria entre 1974 y 1978 intentó restringir la oferta monetaria a través de instrumentos como el encaje, las operaciones de mercado abierto, el control del crédito al gobierno central y el control del redescuento y de los anticipos a las exportaciones. Pero esta política no logró contener

la expansión monetaria que comenzó a darse por la vía de la monetización de la entrada de capitales. En el año 1978 la inflación se encuentra aún en 45%.

A finales de 1978, la política antiinflacionaria es una prioridad, y tiene precedencia sobre todos los demás objetivos de política. En el marco del Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos (EMBP) se diseña un nuevo plan de estabilización. Se pone en marcha un calendario preanunciado de devaluación que fue conocido en Uruguay como «la tablita». El objetivo era hacer converger la inflación interna a la internacional (o de Estados Unidos) a través de devaluaciones que fueran menores que la diferencia entre la inflación domestica y la inflación internacional. Entre los defensores de este enfoque se encontraba el hoy Premio Nobel de economía Robert Mundell, quien estuvo asesorando al BCU[21].

La teoría Monetarista que tuvo su auge en los setenta partía de algunos preceptos básicos:[22]

> «La inflación es, en esencia, un fenómeno monetario, y por tanto, la tasa de crecimiento de la oferta monetaria explica la tasa de inflación. El sistema económico tiene la virtud de volver rápidamente al equilibrio de pleno empleo después de cualquier shock negativo (se confía en el mecanismo de ajuste automático). Cualquier tasa de crecimiento de la oferta monetaria es compatible con el pleno empleo, aunque genere tasas de inflación distintas. No se cree en la política activista de demanda, tanto fiscal como monetaria, prefiriéndose la política monetaria de largo plazo con reglas u objetivos preestablecidos. Por tanto, se desaconseja la discreción en el manejo de la política monetaria». (Frisch, 1983).

El EMBP traslada algunos de los conceptos básicos de esta teoría a una economía abierta. El enfoque monetario de la balanza de pagos para economías abiertas incluye una ecuación de paridad de poderes de compra. Es decir, la inflación interna, en equilibrio, debe ser igual a la devaluación más la inflación internacional. En este enfoque, con un sistema de tipo de cambio variable, la tasa de crecimiento de la oferta monetaria será la que determine la tasa de crecimiento del tipo de cambio, la que se trasladará a la inflación a través de la ecuación de paridad de poderes de compra. Por tanto, reducir la depreciación a través de contener la emisión es clave, según este enfoque, para reducir la inflación.

---

21 Entre los principales exponentes de esta corriente, además del propio Mundell, se encuentran Jacob Frankel y Harry Johnson.

22 El exponente más importante de la corriente es Milton Friedman. Dos de los autores asociados a una variante de esta corriente son Robert Lucas y Thomas Sargent. Estos presentan una teoría que incluye una innovación que será trascendente en el pensamiento económico: las expectativas racionales.

El plan tuvo un relativo éxito en contener la inflación (véase gráfico 3) pero generó desequilibrios que hicieron vulnerable a la economía ante los shocks externos negativos que habrían de producirse a comienzos de la década del ochenta.

La lenta convergencia de la inflación interna a la inflación internacional generó apreciación del tipo de cambio real. A principios de los años ochenta, la economía uruguaya presenta importaciones en auge, una cuenta comercial altamente deficitaria, un sector no transable en rápida expansión, importantes entradas de capitales, crecimiento relevante del sector financiero, un boom del precio de los activos y bajo desempleo. La situación parece lejos de ser sostenible. Sin embargo, no se tomaron medidas, como es habitual en estas coyunturas.

A raíz de la devaluación en Argentina de principios de 1981, la economía uruguaya deja de crecer en el segundo trimestre de 1981, y en el cuarto trimestre el PIB cae 9% con respecto al primer trimestre; esto muestra el comienzo del fin del plan de estabilización. Sin embargo, al igual que antes en Argentina, confiando en el EMBP, se cree que el ajuste automático habrá de procesarse, y la economía resistirá.

En marzo de 1982, cuatro bancos locales, que representan una quinta parte del sector bancario, serán intervenidos por el Banco Central debido a problemas de «liquidez». En julio de 1982, el presidente del Banco Central, Gil Díaz, renuncia. En septiembre de 1982, después de la crisis mexicana, hay una corrida contra el sistema bancario. En este episodio, el BCU pierde 600 millones de dólares. El Gobierno agota las líneas de crédito de las empresas públicas en un último intento por sostener el sistema cambiario. El 28 de noviembre se devalúa.

Luego de la crisis de 1982 y ya en democracia se sigue una política de tipo de cambio real competitivo, lo que significaba en los hechos una meta implícita sobre el tipo de cambio real. Esto generó un nuevo proceso inflacionario que culminó cercano a batir el récord de inflación del año 1968, en 1990. Era hora de un nuevo plan de estabilización.

6. DESDE EL PLAN DE ESTABILIZACIÓN DE 1991 HASTA HOY[23]

A fines de 1990, y con una inflación que supera el 110%, comienza un nuevo intento estabilizador en Uruguay, cuyo instrumento fundamental es el tipo de cambio. El régimen adoptado es el de bandas cambiarias deslizantes. Empieza un período de más de una década donde la política monetaria pasa a estar nuevamente subordinada a la política cambiaria.

23 En esta sección se usa en forma libre texto perteneciente a Aboal, Lanzilotta y Perera (2006).

El plan de estabilización logró a comienzos de 1998, y por primera vez en más de cuatro décadas, que la inflación se ubicara por debajo del 10% anual. Esto fue realmente un logro de dimensiones históricas. Sin embargo, y a pesar de la tendencia decreciente de la inflación y de la estabilidad del tipo de cambio (que se ubicaba normalmente en el piso de la banda cambiaria), en abril de dicho año el gobierno decide redoblar la apuesta, y aun bajo un contexto internacional amenazante, decide reducir la amplitud de la banda cambiaria de 7% a 3%.

Ocho meses más tarde, la situación de presión sobre el Real que venía insinuándose desde antes de las elecciones de 1998 en Brasil, y en buena parte como consecuencia del contexto de crisis financiera internacional, tiene como corolario la devaluación de dicha moneda en enero de 1999. Esto generó una presión muy fuerte sobre la economía uruguaya.

A esto se sumó, en el año 2001, el cataclismo económico en Argentina que se manifestó en dicho país en una reducción en los niveles de ingreso, en severas restricciones financieras que supuso la instauración del denominado «corralito», y en el abrupto cambio de precios relativos con respecto al resto del mundo. Todo esto impactó muy fuertemente sobre nuestras exportaciones de bienes y servicios (fundamentalmente turismo) hacia Argentina.

Sin embargo, los efectos de la crisis económica argentina sobre Uruguay no se detuvieron allí. Existió adicionalmente una suerte de efecto contagio de la corrida de depósitos en Argentina, que comenzó con el retiro de depósitos por parte de argentinos y que se extendió luego también a uruguayos. La crisis se magnifica por las maniobras fraudulentas de algunos directivos de algunas instituciones de la plaza financiera, y el deterioro consiguiente de la confianza de los depositantes.

Luego de que el problema llegara al sistema financiero, el nivel de reservas se tornó claramente insuficiente para atender simultáneamente tres objetivos: mantener el sistema cambiario, cubrir las necesidades financieras del gobierno y mantener el papel de prestamista en última instancia del Banco Central. En este contexto, la decisión de devaluar la moneda fue impostergable.

En el año 2002 se abandonó el plan de estabilización basado en bandas cambiarias que había guiado la política monetaria del país por más de una década. Este cambio supuso el pasaje a una novel situación de flotación del tipo de cambio y de redefinición de la política monetaria. Ésta es una fase donde la política monetaria activa recupera terreno y el BCU recobra protagonismo.

La política monetaria que se construyó a partir de la devaluación de 2002 muestra una convergencia hacia a un régimen de objetivo inflación. La primera etapa, que duró sólo algunos meses, estuvo caracterizada por la inexistencia de un ancla. Luego, hacia fines del año 2002, la base monetaria comenzó a ser utilizada como

ancla nominal del sistema, hecho que marcó el comienzo de una segunda etapa en este proceso. Simultáneamente, se definieron metas indicativas de inflación.

La tercera etapa, que comenzó en el año 2004, mostró un compromiso más fuerte con las metas de inflación trazadas. Este mayor compromiso implicó el pasaje de una meta puntual de base monetaria a una meta de rango, con el propósito de dar mayor flexibilidad a la política monetaria, lo que en teoría facilitaría el logro de los objetivos propuestos de inflación. La etapa final queda definida a partir de mediados de 2005, cuando la base monetaria pasa a ser sólo una meta indicativa. A fines de 2005 se elimina definitivamente esta meta, constituyéndose la meta de inflación como el único objetivo «explícito» de política monetaria.

En materia de teoría económica estamos en una era donde las rigideces nominales justifican la intervención de los bancos centrales, aun bajo expectativas racionales, las que son por otra parte la norma. Es una época donde el accionar de los bancos centrales está guiado por la teoría neokeynesiana[24], y donde el «descubrimiento» de la política monetaria de objetivo inflación ha dado nuevos márgenes de discreción a la misma. Es también una época donde la independencia del Banco Central ganó enorme terreno tanto en la teoría como en la práctica.

7. EL ROL DE LA BANCA CENTRAL EN DEBATE

A lo largo de su existencia, si dejamos de lado sus inicios que estuvieron signados por la necesidad de financiar al gobierno, los bancos centrales han perseguido los mismos objetivos, velar por la estabilidad de precios, del sistema financiero, y del nivel de actividad (aunque este último objetivo ha sido fuertemente debatido a lo largo de la historia).

A pesar de esto, la interpretación de sus roles ha variado en el tiempo, permitiendo identificar distintas etapas[25]. La primera, llamada «victoriana», va desde 1840 hasta 1914. El principal desafío de esta etapa fue reconciliar el régimen de patrón oro con el mantenimiento de la estabilidad financiera, especialmente en momentos de corridas especulativas. Suponían que el sector privado era, por definición, capaz de estabilizarse por sí mismo. Sin embargo, esta suposición colapsó con la Gran Depresión.

La segunda era, definida desde 1930 hasta fines de los sesenta, representa las décadas de «control del gobierno». Durante este período, los principales roles del

24 Véase por ejemplo Galí (2008).
25 Véase Goodhart (2010).

banco central fueron dar consejos de política, administrar el sistema de control y organizar los mercados. Generalmente, el gobierno definía estrategias de política, pero era el banco central el encargado de definir los parámetros de ésta, por ser quien contaba con la capacidad y experiencia necesarias.

Luego de un período de relativa indefinición en los setenta, surge la tercera era, denominada «de los mercados», que abarca desde los ochenta hasta el presente. En el tramo final de esta última etapa, el régimen estándar consistía en un banco central con independencia operacional para fijar la tasa de interés de corto plazo como instrumento para lograr una inflación objetivo. Esta etapa concluyó con la reciente crisis financiera internacional, al salir a la luz que la estabilidad macroeconómica, la Gran Moderación, sumada a los mercados eficientes, no podían garantizar la estabilidad.

El esquema de política monetaria aceptado colapsó con la reciente crisis financiera internacional, dando lugar a fuertes cuestionamientos de las prácticas aceptadas hasta el momento. En este proceso se ha dado un regreso a etapas de mayor regulación, mayor intervención del gobierno y menor confianza en los mecanismos de mercado. Es de esperar que los bancos centrales no vuelvan a estar subordinados al gobierno central como lo estuvieron en las etapas iniciales, pero sí que vuelvan a compartir responsabilidades. Es probable que aumente la interacción con el gobierno a la hora de definir la política monetaria, la regulación, el manejo de la deuda y otras resoluciones. Esto podría ocurrir incluso sin que el banco central mantenga la independencia operativa para fijar la política monetaria de corto plazo. El período actual también se define por la búsqueda de nuevos instrumentos macro-prudenciales y contra-cíclicos. El uso de estos instrumentos debe estar asociado con variaciones controladas en el sistema de liquidez y en los balances del Banco Central.

Los bancos centrales son nuevamente el centro del debate.

BIBLIOGRAFÍA

Aboal, D., Lanzilotta, B. y Perera, M. (2006). ¿Flotación de jure y de facto?: La Política Monetaria-Cambiaria en el Período Pos Crisis en Uruguay. Jornadas Anuales de Economía del BCU, Montevideo.

Aboal, D. y Oddone, G. (2003). «Reglas Versus Discrecionalidad: la Política Monetaria en Uruguay entre 1920 y 2000», Jornadas Anuales de Economía del BCU, Montevideo.

Aboal, D. y Moraes, J. (eds.) (2003). Economía Política en Uruguay. Instituciones y Actores Políticos en el Proceso Económico. Montevideo: Ediciones Trilce.

Aboal, D. y Calvo, D. (2000). Política y Macroeconomía en el Uruguay del Siglo XX. Trabajo Monográfico, FCEA, Universidad de la República, Montevideo.

Bértola, L. (1998). El PBI Uruguayo y Otras Estimaciones (1970-1936). Facultad de Ciencias Sociales, Programa de Historia Económica y Social, Montevideo.

CIDE (1965). Plan Nacional de Desarrollo Económico y Social, 1965-1974. CIDE, Montevideo.

— (1963). Estudio económico del Uruguay. Evolución y perspectivas. CIDE, Montevideo.

Damonte, J. y Saráchaga, D. (1971). «Evolución Monetaria del Uruguay (1896-1955)». Monografía, Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República, Montevideo.

Díaz, R. (2003). «El Control de Cambios en el Uruguay: 1930-1974». Revista de la Facultad de Ciencias Empresariales y Económicas de la Universidad de Montevideo, pp. 114-134.

Eichengreen, B. y Temin, P. (2000). The Gold Standard and the Great Depression. Contemporary European History, 9 , pp. 183-207.

Faroppa, L., Iglesias, E., y Wonsewer, I. (1954). La creación de los medios de pago en el Uruguay ¿Responde a los objetivos actuales de la Política Económica?, Instituto de Teoría y Política Económica, FCEyA, nº. 4, Montevideo.

Frisch, H. (1983). Theories of Inflation. Cambridge University Press.

Galí (2008). Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework. Princeton University Press.

Garcé, A. (2002). Ideas y competencia política en Uruguay (1960-1973). Revisando el «fracaso» de la CIDE. Montevideo: Ediciones Trilce.

Goodhart, C. (2010). «The Changing Role of Central Banks». Special Paper 197, LSE Financial Markets Group Paper Series.

Iglesias, E. (1959). «El balance monetario del Uruguay. La generación y circulación de medios de pago (1946-1957)», Instituto de economía monetaria y cambiaria, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, nº. 17, Montevideo.

— (1954). El redescuento bancario en la política monetaria nacional, Instituto de Teoría y Política Económica, FCEyA, nº. 5, Montevideo.

Roman, C. (2010). «Política Monetaria y Oferta de Dinero en Uruguay (1931-1959): Nuevos Contextos y Nuevos Instrumentos». Instituto de Economía. Serie Documentos de Trabajo DT 7/10.

Seguí, L. y Natero, H. (1985). El proceso fundacional del Banco Central del Uruguay. BCU, Montevideo.