

por Ramón Díaz

sector Responsable:

Ramón Díaz

Igor

Nilo Arbillia

sector:

Ramón Díaz, Manfredo Cikato, P. Fossati, Ramiro Rodríguez Vilariño y Danilo Arbillia.

luministas: Daniel Gianelli (político) y Jorge Caumont (economista).

cretario de Redacción:

Guel Arregui.

información política: Gerardo Ironna, Claudio Paolillo, Alejandro Noguera y Alfonso Lessa.

información económica: Efraim Innissé. **Indicadores económicos:** Javier de Haedo (coordinador), Alejandro Echegorry y Robert Paulier. **Información nacido:**

I. Claudio Romanoff, Alvaro Gizarro Amoretti y Gabriel Recarte.

información internacional: Yania Olivera, Servicios especiales

"The Washington Post", "Los Angeles Times", "The Guardian".

A y ANSA. **Cultura y espectáculos:** Sergio Lacuesta (coordinador), Rodolfo Fattoruso y Barreiro (columnistas), Milton Fornari (libros), Jorge Castro Vega (teatro), Alvaro Sanjurjo Toucon (cine), Enrique Hetzel (jazz). **Medicina:** Jean Richerd. **Deportes:** Mauricio Fernández Reyes. **Columnas:** Juan Carlos Paullier (fútbol) y Genio Motoiko (tenis). **Humor:** J. Gragea y Aldo Cammarata. **ediciones:** Arotxa. **Archivo:** Flavia Herrera. **Fotografía:** Milani Cea. **Diagramación:** Nelson Serra. **Correspondentes:** Irix Carreras (Argentina), y José Alfredo Ortiz (columnista). **Administración:** Alfredo Bianchi Varela. **squadra** es una revista semanal miembro de la Sociedad Interamericana de Prensa. Está inscripta en la Dirección de Industrias y la matrícula N° 2079. Con domicilio en Av. Uruguay 1023, tels. 64.35, 90.63.76, 90.63.37 y 56.84. Montevideo, Uruguay. Opiniones vertidas en los artículos son de exclusiva responsabilidad de los autores. Precio de venta: NS 150. En Argentina, A. O Impreso en Talleres Gráficos Impresora Polo Ltda. D.L. 40.172. Distribución: Papacito.

Plan de estabilización

El Uruguay orista

El Uruguay fue siempre orista; pero su orismo no quiso decir siempre la misma cosa; ése es el tema del artículo de hoy, en el cual la cabalgata histórica, que nos llevó por los caminos del ancho mundo en los dos últimos artículos, nos trae hoy a galopar por veráculas praderas.

En un principio, según veremos, el orismo uruguayo no era sino la contracara de la adversión oriental al papel moneda. Más tarde significó estricta adhesión a la disciplina del patrón oro internacional. Más tarde aún fue el soporte físico de la nostalgia nacional por la moneda metálica, combinada con la esperanza de un eventual retorno a la convertibilidad.

Después —y diría que a partir de 1931— el sentido de nuestro orismo comienza a cambiar radicalmente, en la dirección de un apego feticista hacia un metal al cual en rigor las instituciones van negando todo papel nacional. A partir de 1950 la metamorfosis del oro —de moneda a ídolo— puede reputarse completa. Pero sólo la crisis de pagos de la primera mitad de esta década suministra al nuevo orismo —al orismo espurio— la oportunidad de manifestarse en toda su racionabilidad.

■ Desde la Independencia hasta 1896

El Uruguay no tuvo un banco estatal de emisión hasta 1896. Al mismo tiempo las iniciativas para recurrir a la emisión de papel moneda como forma de superar las angustias de la Tesorería se remontan al gobierno provisorio, que elaboró la Constitución que se juró el 18 de julio de 1830; hacia fines de 1829 la asamblea rechazó un proyecto en tal sentido presentado por el gobernador Rondeau y su ministro Lucas Obes.

Entre 1825 y 1828 el Uruguay había formado parte de la confederación argentina, y en tal carácter había tenido su primera experiencia de inflación con los

billetes del Banco de Buenos Aires, convertido en Banco Nacional en 1826. Los billetes fueron declarados inconvertibles y sufrieron una tremenda depreciación. Ante el consiguiente impacto traumático los uruguayos parecen haberse formado el firme propósito de aprovecharse una nueva independencia para transitar en adelante por un camino monetario bien diferente, que los mantuviese alejados de la moneda de papel.

Ningún episodio es capaz de revelar esa idiosincrasia, que un diario montevideano de mediados de siglo pasado describía como "instintiva repugnancia" al papel moneda, (1) de la ley de emergencia que el parlamento uruguayo votó al quedar sitiada la capital por las tropas del General Oribe. A principios de 1843, en aquella atribulada coyuntura, el parlamento autorizó al presidente Joaquín Suárez a procurar recursos para el erario público por cualquier medio —facultades que el Poder Ejecutivo invocó para establecer por decreto un impuesto al pan y para vender tierras públicas en la bahía de Montevideo— excepto, establecía la ley como exclusión única, mediante la emisión de papel moneda.

Desde la década de los años 1850 funcionaron bancos en el Uruguay, la mayoría de los cuales tuvieron la facultad de emitir billetes convertibles en oro. Entre oportunidades se decretó la inconvertibilidad. En las tres inconvertibilidades se restableció a la paridad previa a la suspensión. En 1868 la reanudación de la convertibilidad fue objeto de fuerte oposición. Ella implicaba la quiebra de varios bancos, entre ellos el Mauá, en cuya cartera la deuda del gobierno ocupaba la mayor parte, y que argumentaba que la raíz de sus dificultades

estaba en la emisión del propio gobierno de saldar sus obligaciones exigibles. De todos modos se regresó a la convertibilidad, y el Mauá y otros bancos debieron declararse en cesación de pagos. En 1875 el régimen metálico, puesto en grave peligro por el gobierno de Pedro Varela, que insistía en financiarse a través del curso forzoso, fue salvado por el pacto celebrado por cinco bancos —Londres, Comercial, Alemán-Belga, Herrera y Eastman y Mercantil del Río de la Plata— así como por las principales 500 casas comerciales de la capital, donde los firmantes se comprometieron a no ampararse en el curso forzoso, y a retirar el crédito a toda persona o firma que lo hiciese. Las autoridades, luego de un cambio de gobierno, asumieron la responsabilidad por los billetes emitidos durante el régimen de inconvertibilidad, y los fueron retirando de la circulación a través de un superávit fiscal, hasta que la plena convertibilidad pudo restablecerse. (2)

Estos asuntos conmovieron intensamente a la opinión pública uruguaya, y no faltó un caudillo que se levantase en armas en defensa de los deudores, que aspiraban a poder pagar sus obligaciones con moneda depreciada. Las opiniones se polarizaron rápidamente en dos bandos, que en ciertas fases de la controversia se llamaron oristas y cursistas. Eduardo Acevedo sostiene que una gran mayoría de la opinión nacional era orista, y los desenlaces de todos los episodios parecen darle la razón.

¿Cuál era, en resumen, la situación monetaria del país? Ubiquémonos a mediados de la década de 1860, lapso sobre el cual se dispone de bastante información. El peso uruguayo había sido

definido en 1862 como un cierto contenido, alternativamente, de oro y de plata, más tarde, en 1876, la plata sería removida de su sitio monetario de primera fila, y el país quedaría en régimen de patrón oro estricto. Ya con anterioridad la legislación bancaria había otorgado prelación al metal amarillo, por cuanto los billetes deberían ser pagaderos "en oro sellado" (decreto-ley de 1855). Los billetes convertibles circulaban junto con las monedas metálicas. Estas, en su gran mayoría de oro, principalmente libras inglesas, se hallaban en el encaje de los bancos en una proporción que a mediados de 1866 podía estimarse en dos pesos y medio en poder del sistema por cada peso en poder del público no bancario. En total el stock de oro era del orden de 7 millones de pesos, unos 120 millones de dólares de la actualidad, si convertimos a razón del valor actual del oro; una suma sorprendente si se tiene en cuenta que la población era una décima parte de la actual. (3)

Aunque el país, según señalamos, había definido el contenido metálico de su unidad monetaria, nunca había acuñado las monedas que materializasen aquella definición. El peso era entonces apenas una unidad de cuenta, utilizable en tal carácter en los contratos e instrumentos de crédito, incluidos los billetes de banco. El sistema, en suma poseía grandes semejanzas con el régimen actual de la República de Panamá: carecía de todo elemento tangible que pudiera identificarse con la moneda nacional.

pero a la vez los agentes privados poseían un stock importante de moneda extranjera, fruto de los excedentes acumulados de la balanza de pagos. Y una

opinión sumamente difundida veía en tales arreglos la mejor garantía de que la estabilidad del dinero, que los uruguayos tenían en tan alta estima, sería preservada.

■ Entre 1896 y 1914

Aquel sistema monetario original tuvo su primera alteración importante con la sanción de la ley de 1887 que creó el Banco Nacional, un banco privado con diversos privilegios, según el modelo del Banco de Inglaterra. Con esa ley la República se apartó del régimen de bancos libres, que había adoptado en 1865 y mantenido con algunos cambios, semejante al que imperaba en los EE.UU.

Las iniciativas para fundar un banco privilegiado, un "banco nacional", como reiteradamente se le llamó en el Uruguay, o un banco central, como lo llamaríamos ahora, habían comenzado a formularse cuatro décadas antes. Hacia fines del siglo la posición adversa a tales instituciones se percibe numéricamente debilitada, si bien todavía cuenta con defensores altamente calificados. Los críticos del Banco Nacional denunciaban el propósito de las autoridades para conferir a dicha institución el monopolio de la emisión. De hecho esa perspectiva no tuvo ocasión de materializarse, porque el Banco Nacional quebró a los tres años de inauguradas sus operaciones.

Fracasado que hubieron las tentativas habituales en tales casos para reflotar al Banco Nacional, los partidarios del sistema bancocentralista orientaron sus miras hacia la creación de un banco estatal o de economía mixta. El resultado de sus esfuerzos fue la constitución del Banco de la República en 1896, como banco estatal originariamente con facultades para abrir su capital al sector privado, las que nunca ejerció.

El régimen monetario no cambió (pasa a pág. 30)

Plan de estabilización

(viene de pág. 2)

El Banco de la República comenzó a emitir billetes como un banco emisor más. A medida que las licencias de que gozaban los demás, quedaban canceladas por disposición de la ley de 1896. El Uruguay continuó, pues, en el patrón oro, pero ahora con un banco central (por más que fuera un banco comercial al mismo tiempo) y con una moneda propia, representativa de la soberanía monetaria del estado, materializada en los billetes del banco emisor oficial.

Tales innovaciones le quitaron al país el perfil inusual que le había distinguido, pero no tuvieron por entonces consecuencias prácticas significativas. El país siguió siendo orista. Las estimaciones más cautas del stock aureo en 1913 lo sitúan en 35 millones de pesos (600 millones de dólares de hoy en día, si convertimos una vez más según el valor del oro). (4) Retrotrayéndonos a la estimación de 1866, encontramos que en aproximadamente medio siglo el stock de oro se había multiplicado por 5, mientras que la población lo había hecho por 4. Y los observadores de la época —por ejemplo Octavio Morató en 1912— seguían sosteniendo que el apego a la moneda metálica, lo mismo que a la disciplina presupuestal, era un rasgo distintivo de la personalidad nacional uruguaya.

El Banco República mantuvo la convertibilidad de sus billetes sin interrupciones. La única vez que se manifestaron síntomas de cierto desequilibrio externo, en 1913, optó por ajustar mediante una contracción del crédito, en lugar de solicitar al gobierno un régimen excepcional de inconversión.

Esta etapa toca a su fin en agosto de 1914, cuando, a raíz del estallido de las hostilidades en Europa, aunque sin especificar la razón de ser de la medida, se decreta la inconversión.

■ Desde 1914 hasta 1931

El período que va desde 1914 hasta 1931 contiene el primer período de flotación general del peso uruguayo. El segundo es el actual, que comienza a fines de noviembre de 1982. En otros lapsos mercados libres de cambios han coexistido con mercados regulados, la fluctuación con un tipo unificado, sin embargo, está restringida a estas dos etapas.

La primera de ellas nos dejó ver cuatro subetapas. Al principio, y durante todo el período bélico, el peso se aprecia frente al dólar y la mayor parte de las monedas principales. (Por ello no resulta obvio por qué se decretó la inconversión). Luego, en 1920, el peso cae por debajo de la par respecto al dólar. En 1925 la unidad mo-

netaria uruguaya ha vuelto a la par, y permanece apegada a ella, como si hubiera retornado a la convertibilidad, hasta 1929, cuando las primeras señales de depreciación se manifiestan. El Banco República, que probablemente había intervenido asiduamente en el mercado desde mediados de la década, agota sus fondos de trabajo sin poder evitar una depreciación que sitúa al peso 8% bajo la par. La idea de recurrir al stock de oro para defender al peso ni siquiera se plantea, porque el Banco entiende que se halla comprometido como respaldo de la emisión.

Las dificultades continúan de manera un tanto irregular. El Banco vuelve a ingresar en el mercado, con fondos que toma prestados, y vuelve a retirarse, y ello varias veces. Por fin en 1931, cuando la depreciación sobrepasa el 50%, se recurre al control de cambios.

Las opciones que se planteaban al país eran tres:

- (a) Usar sus reservas oro mientras trataba de ajustar su déficit externo.
- (b) Dejar que el peso se depreciara en el mercado de cambios mientras trataba de ajustar.
- (c) Establecer el control de cambios y constituir el ajuste por el consiguiente racionamiento de las divisas disponibles.

Se optó por el tercer camino, que debió parecer el más fácil, pero que entrañaba los mayores peligros, tanto en materia de eficiencia asignativa como de equilibrio macroeconómico.

Lo que interesa destacar desde nuestro punto de vista es la decisión de no usar las reservas oro en el momento de la gran emergencia. En 1931 el Banco República posee un stock de oro de aproximadamente 3 1/2 millones de onzas, (5) el equivalente de aproximadamente 1400 millones de dólares al precio de mercado actual. El hecho de que el país se haya resuelto a apartarse radicalmente de su línea monetaria tradicional sin echar mano a sus reservas oro, pese a su enorme magnitud (por cabeza era un acervo dos veces y media mayor que el actual), debe considerarse altamente significativo a la hora de inquirir cuál era el papel que la sociedad uruguaya asignaba a ese capital.

Formalmente, la única función que en 1931 desempeñaba el acervo metálico del Banco Republicano consistía en servir de respaldo a la emisión y otros pasivos monetarios del Banco. Ella fue invocada reiteradamente por la institución a través de su gerencia entre 1919 y 1931, para oponerse a la propuesta de renegociación de la convertibilidad que impulsaba —en extraña soledad— el líder socialista Emilio Frugoni.

El retorno a la convertibilidad, aducía el Banco, podría reportarle pérdidas de oro, y en ese caso la política crediticia se vería afectada. (6)

La perduración del régimen de inconversión, inicialmente concebido como excepcional, respondió, pues, a la preocupación por satisfacer la restricción legal sobre la emisión asociada al stock de oro, y otro tanto cabe concluir a propósito de la decisión del Banco de no tocar su stock de oro durante las dificultades sufridas por el peso uruguayo en 1929-31. Sin embargo, el sentido de la restricción institucional reposa precisamente sobre la convertibilidad de las obligaciones del banco emisor. Este está legalmente obligado a conservar en caja precisamente las especies en que sus billetes son convertibles, y la restricción implica que, cuando la institución debe vender reservas, por ejemplo para mantener el valor de sus billetes en el mercado de cambios, debe tomar al mismo tiempo medidas para reducir sus pasivos, sea por medio de políticas de mercado abierto, sea a través de la restricción crediticia. Sin esas implicaciones, la limitación de la emisión en base a las existencias de oro del emisor posee carácter puramente mecánico y arbitrario.

■ Entre 1931 y 1950

Una de las debilidades de la regla que ata la capacidad emisora al stock de oro de la institución respectiva, una vez que el oro, no sólo deja de ser patrón monetario, sino que, como en el caso uruguayo, hasta deja de usarse activamente como reserva, es su inestabilidad, por la sencillísima razón de que la falta de lógica de la institución determina su falta de solidez. En el Uruguay lo previsible comenzó a ocurrir en 1935. El precio del oro, que databa de 1862 se elevó considerablemente, y se permitió al Banco Republicano emitir contra el valor de su stock aureo. Además en 1939 se le permitió emitir sin límite con el fin de redescartar efectos de comercio a corto plazo, sobre la base teórica de que el movimiento consiguiente de la base monetaria simplemente reflejaría las fluctuaciones del comercio real, y por si mismo no generaría impulsos inflacionarios. Se trataba de la teoría de las *letras reales*, que había sido debatida intensamente en el siglo XIX, y que Milton Friedman ha calificado de *falsa ubicua*. La reputación clásica es la de Knut Wicksell, que mostró que la intervención del crédito bancario en esa clase de circunstancias impide que en una expansión la tasa de interés suba hasta su nivel de equilibrio, y es por tanto inflacionario.

El hecho es que ambos hechos le quitaron toda significación al oro como "punta" de la emisión. Con posterioridad la ley puso un tope a la autorización para emitir contra redescuentos, la que fue eliminada definitivamente en 1950. Desde entonces el oro no desempeña otra función efectiva en la estructura monetaria nacional que el de servir como activo de reserva en relación a los pagos externos.

Cabe mencionar dentro de este período que en 1948 se reimplantó la efectividad del control de cambios, luego de una suspensión de facto operada durante la Segunda Guerra Mundial. La posición de reservas del Banco Republicano era aún mejor que en 1931, y la coyuntura mundial incomparablemente superior. El país, sin embargo, parecería haberse acostumbrado al control de cambios, que por otra parte había suscitado en torno a sí cuantiosos intereses favorecidos con sus efectos proteccionistas y monopolísticos.

■ Desde 1950

Como era de temerse, una vez cortada la última amarrilla que unía a la moneda con el oro, los días de la inflación galopante se apropiaron. Fue necesaria aproximadamente una década para que el manejo de la política fiscal trascitase la percepción de los gobiernos del aflojamiento de las viejas restricciones que les había reportado la pérdida de significación del oro en el ordenamiento institucional de la moneda. En la década de los años '60 se llegó a una inflación de tres dígitos. Hubo varios intentos de estabilización, algunos parcialmente exitosos, pero ninguno que dejara de terminar con el habitual retorno al gran déficit fiscal y al empapelamiento monetario. En la última ocasión, el abandono del proceso de estabilización dejó la secuela de una enorme deuda externa, en parte contraída para salvar el stock de oro, como podemos apreciar dentro de un momento.

El ordenamiento legal de la moneda sufrió diversos cambios en esta etapa, ninguno de ellos devolvió al oro ninguna parte de su perdida significación. Aunque sin base institucional, sin embargo, el Uruguay continuó atribuyendo al oro una considerable importancia, que se refleja de mil maneras en el discurso político: por la tentativa de las autoridades a sostener el hecho reiterado de la reducción del stock, por la publicidad y la pompa con que se rodeó en cambio la repatriación de cierta existencia de oro que había estado prendada en el exterior, por la misma renuencia de todas las fuerzas políticas a convertir la política de reservas en

general, y el papel que en ellas debe desempeñar el oro en particular, un tema propio para un análisis racional.

De hecho el stock metálico declinó apreciable y consistentemente desde 1950, pero sería un grave error inferir que ello se debió a una decisión consciente y deliberada de reducir la concentración de los activos oficiales en el segmento metálico de la cartera financiera. El resultado se debe, en cambio, a una sucesión de crisis de pagos externos a través de los 35 años que componen esta última etapa.

El Cuadro 1 muestra la evolución del stock nacional de oro a partir de 1866. Sorprende su magnitud per cápita a través de todo el período, que —según se verá más adelante— carece de parangón en todo el conjunto de los países menos desarrollados, y aún supera los guarismos de EE.UU. y Japón.

El Cuadro 2 se concentra en el quinquenio 1980-85, que es el que registra la mayor pérdida, con el fin de mostrar que la liqui-

dación de existencias metálicas representó apenas una quinta parte del total de la financiación de erogaciones netas en moneda extranjera. Por contraste, el endeudamiento incremental llega a las dos terceras partes del total. El cuadro se refiere a las obligaciones en moneda extranjera en general, y no sólo con no residentes (en cuyo caso estaríamos ante la financiación del déficit de la balanza de pagos) porque el punto crucial que queremos trasmitir es la disposición de las autoridades para asumir deuda, y a hacer soportar a las instituciones deudoras en particular, y al sector público en general y en último término a los contribuyentes, la carga de los servicios correspondientes antes que reducir ulteriormente el stock metálico (debiendo presumirse que cuestiones de disponibilidad y necesidades operativas restringieron la liquidación de otros activos).

Estos son los hechos. El tratar de explicarlos forma ya parte del artículo siguiente.

Cuadro 1
Existencias de oro en el Uruguay
Años seleccionados

Año	Stock: miles de onzas troy	Población: miles de habitantes	Onzas por cabeza
1866	346	300	1.15
1913	1,760	1,250	1.41
1931	3,510	1,710	2.05
1951	6,310	2,230	2.83
1971	4,230	2,710	1.56
1985	2,620	2,930	0.89

Fuentes: Sobre stock: Eduardo Acevedo, *Notas y Apuntes* T. I, p. 207 (1866); J.P. Barrán y B. Nahum, *Historia rural del Uruguay moderno* T. V, p. 35 (1913); Eduardo Acevedo Alvarez, *La gran obra de los poderes constitucionales frente a la crisis*, p. 44 (1931); IFS. Sobre población: Eduardo Acevedo, *Ibid.*; Anichini, Caumont y Sjaastad, *La política comercial y la protección en el Uruguay: censos de población*.

Cuadro 2

Cuadro de usos y fuentes en moneda extranjera de los bancos oficiales: 1980-85

	Millones de dólares	Porcentaje del total
Financiamiento del Sector Público en moneda extranjera por el BCU-BROU	1,623	100.0
Fuentes de fondos:		
Liquidación de oro	327	20.2
Liquidación de otros activos	180	11.1
Incremento de pasivos	1,116	68.7

Fuente: BCU: Boletín Estadístico

- J. Pivel Devoto, *Los Bancos*, T. I, p. 38
- Eduardo Acevedo *Notas y Apuntes* T. II, pp. 249-51
- Eduardo Acevedo op. cit. T. I, p. 207
- J.P. Barrán y B. Nahum, *Historia rural del Uruguay moderno*, T. V, p. 35
- Eduardo Acevedo Alvarez, *La gran obra de los poderes constitucionales frente a la crisis*, p. 44
- Octavio Morató, *Al servicio del Banco de la República y la economía uruguaya*, p. 32 ss.; p. 172 ss.