

Parte III
Política Prudencial

7

Regreso del infierno. Manejo de la crisis en una economía dolarizada: El caso del Uruguay

Julio de Brun y Gerardo Licandro¹

7.1. Introducción

En julio de 2002, un feriado bancario marcó la cúspide de una corrida de 45 por ciento de los depósitos bancarios en la economía uruguaya, y culminó en la peor crisis bancaria que el país jamás haya conocido. Al mismo tiempo, el riesgo-país uruguayo alcanzó 3 099 puntos básicos, una cifra inédita para una economía que apenas cinco meses atrás tenía grado de inversión, de acuerdo con las agencias calificadoras de riesgo más prestigiosas. Considerando la corrida del peso experimentada a inicios de 2002, hacia julio el Uruguay había sufrido una “triple” crisis, es decir, cambiaria, de deuda pública y un pánico bancario.

Ni siquiera el paquete financiero más grande que el FMI haya diseñado jamás, en términos del PBI, pudo salvar al país de una caída de depósitos sin precedentes, de la reestructuración de depósitos en bancos públicos y de una reestructuración integral de la deuda pública. Más adelante fracasaron dos intentos por detener la crisis, lo que condujo a una contracción sin precedentes del PBI de 10,8 por ciento, la caída anual más grande jamás registrada en la historia uruguaya.

El 27 de julio, ocho meses después de iniciada la crisis, el Uruguay decretó un feriado bancario de cuatro días. En ese periodo, y con un programa apoyado por el FMI, cuatro bancos fueron cerrados, los depósitos a plazo en los bancos públicos se reprogramaron y se decidió la reestructuración de la deuda pública. Diez meses más tarde, la economía comenzó a mostrar signos de lo que ahora se considera como una recuperación firme en todos los frentes. En los doce meses que siguieron a la reestructuración de la deuda pública, el PBI creció en 12,7 por ciento, la inflación bajó a 10 por ciento, el superávit primario alcanzó 4,1 por ciento y el sistema financiero recuperó \$ 800 millones en depósitos.

Este capítulo tiene un doble propósito. Primero, se sostiene que, a pesar de algunos elementos de contagio, no se debería ver el comportamiento irracional como la explicación principal del colapso uruguayo. La fragilidad financiera, debida a la dolarización de pasivos y a una red de protección mal diseñada, junto con la fuerte depreciación del tipo de cambio real y el contagio derivado de la crisis argentina —es decir, caída de la demanda regional, reducción de los términos de intercambio y problemas de solvencia en el sector

financiero asociados a inversiones en la Argentina y contagio financiero–, llevaron a una corrida racional simultánea en el sistema bancario doméstico y en el mercado de deuda pública –una detención súbita (*sudden stop*)–. Se enfatizará la relación entre las cuentas fiscales y el sector bancario por medio de un seguro de depósitos implícito, apoyado por las finanzas públicas.

Segundo, se revisan las estrategias de resolución de la crisis y se discute por qué los dos primeros intentos de estabilización fracasaron –a pesar del gran respaldo de las instituciones financieras internacionales– mientras que el tercero tuvo éxito. Finalmente, se dará un vistazo a la recuperación de la economía uruguaya y se identificarán algunas lecciones básicas de la experiencia reciente.

7.2. Uruguay en la década de 1990: Grado de inversión y fragilidad estructural

En 1997 el Uruguay alcanzó el grado de inversión con base en lo que parecía ser un sólido crecimiento y un buen desempeño fiscal. El grado de inversión marcó la cúspide de un proceso gradual de reformas macroeconómicas que comenzó a inicios de la década de 1990. Las reformas abarcaron un conjunto bastante amplio de temas, que iban desde la política monetaria hasta la política comercial. No obstante, detrás de estas mejoras yacía una grave fragilidad financiera, agudizada por un auge regional insostenible. Por esa razón, no es necesario recurrir al comportamiento irracional para explicar la crisis experimentada en 2002.

Comercio, Mercosur y la burbuja regional

En el ámbito macroeconómico, el primer pilar de las reformas del decenio de 1990 fue el Mercosur. El Uruguay, siguiendo al Brasil y la Argentina, ingresó al acuerdo comercial como una plataforma para mejorar las posibilidades de supervivencia de las empresas uruguayas, en un contexto de apertura comercial creciente y para reducir el costo social de la competencia extranjera. La estrategia uruguaya consistió en abrirse al Mercosur antes de que éste se abriera al mundo.²

Sin embargo, incluso si pudiera sostenerse que el Mercosur logró desarrollar el comercio entre los países miembros, el proceso de apertura al mundo nunca ocurrió. Luego de la firma del Tratado de Ouro Preto (1994) se estableció un cronograma de convergencia de aranceles que funcionó efectivamente hasta 1998. El arancel externo común, en vez de declinar con el tiempo, se elevó en 1998 para acomodarse a las necesidades del Brasil y nunca se volvió a reducir.

Como era de esperar, el comercio con el Mercosur creció constantemente entre 1990 y 1998, elevando la participación de las exportaciones de bienes y servicios totales del Uruguay en la región de 45 por ciento en 1990 a 67 por ciento en 1998. Sin embargo, más adelante el Uruguay se cerró más al resto del mundo.

La concentración de las exportaciones se reforzó con la implementación en la región de planes de estabilización cambiaria que promovieron la demanda regional. La Argentina comenzó con su Plan de Convertibilidad en 1990, el Uruguay introdujo un “ancla cambiaria” en 1991³ y el Brasil adoptó el Plan Real en 1994. Los planes de estabilización y el proceso del Mercosur se vieron impulsados por significativos flujos de capital a la región hasta 1997, que favorecieron la apreciación de las monedas regionales.

Se ha sostenido que, en el Uruguay, el auge del consumo regional generó el fenómeno conocido como la “enfermedad holandesa”. Dados los estrechos lazos entre el Uruguay y el resto de miembros del Mercosur, en especial la Argentina, muchos de los bienes que usualmente hubieran sido no transables se convirtieron en bienes regionales. Después de un aumento de la demanda regional, ello llevó a incrementos en los precios regionales y a una apreciación de la moneda local que desplazó la producción transable.⁴

Esta expansión resultó insostenible y terminó con el abandono del Plan Real en 1999 y el colapso del Plan de Convertibilidad en la Argentina en 2001. Aunque sea cuestionable, *ex post*, es posible caracterizar lo que ocurrió en la región en la década de 1990 como una burbuja o una situación transitoria. En este tipo de entorno económico, si el objetivo es mitigar el efecto negativo en el sector transable, se requiere controlar el gasto agregado, lo que significa supervisar estrictamente el consumo público y el privado. En las siguientes secciones se verá que no se cumplió con ninguna de estas dos condiciones.

El frente fiscal

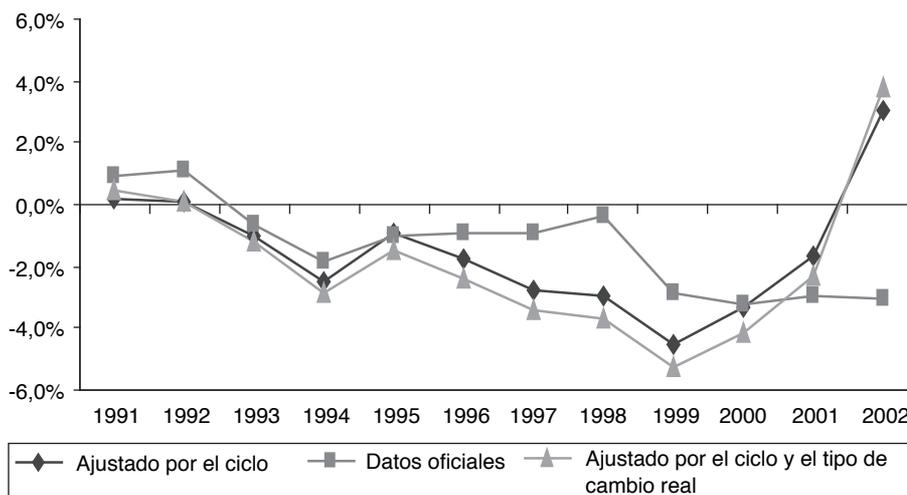
Por el lado fiscal, se implementaron tres medidas importantes para mejorar la sostenibilidad de la deuda: (i) la promulgación de planes de ajuste fiscal a principios de 1990 y de 1995 para compensar incrementos en el gasto público e inversiones realizados en años electorales previos, así como el impacto negativo sobre los ingresos fiscales de la reducción de la actividad económica de 1989 y el “efecto tequila” de 1994; (ii) la renegociación de la deuda pública externa en el marco del Plan Brady en febrero de 1991, que alivió la presión de pagos de intereses; y, (iii) la reforma de 1995 del sistema de pensiones, que transformó un sistema de pensiones basado en el esquema de reparto (*pay-as-you-go*) en un sistema mixto que combinaba el esquema de capitalización con un componente de reparto.⁵ De acuerdo con las proyecciones elaboradas en ese momento –a pesar de tener un costo fiscal en el mediano plazo–, en el largo plazo la reforma debería haber producido una reducción equivalente a entre 3,0 y 5,5 por ciento del PBI en los gastos por seguridad social (Masoller y Rial, 1997; Forteza, 1999).

En ese momento, estas medidas parecieron permitir una consolidación bastante ordenada de las cuentas públicas. Luego de alcanzar el pico de 7,4 por ciento del PBI en 1989, el déficit fiscal cayó al rango de 1,0 a 2,0 por ciento entre 1997 y 1998. Sin embargo, la mejora fiscal, medida según definiciones convencionales del déficit, no mostró la situación real de las cuentas del sector público. El gráfico 7.1 muestra cómo habría cambiado el resultado fiscal si el gobierno hubiese mantenido una tasa de crecimiento real constante para los gastos, considerando un crecimiento de 3 por ciento del PBI, un supuesto presumiblemente conservador tomando en cuenta la tasa de crecimiento del PBI

potencial (Bucacos 1997). Si se parte de un año “normal”, esta regla debería asegurar el equilibrio fiscal a lo largo del ciclo económico. De acuerdo con este equilibrio fiscal ajustado por el ciclo, el comportamiento procíclico de las cuentas públicas llevó a una acumulación de deuda de casi 22 por ciento entre 1993 y 2001.

La dolarización de la deuda pública desempeña un papel importante en el comportamiento procíclico de la política fiscal. El primer efecto es directo y proviene del costo real del pago de intereses. A medida que el tipo de cambio real se aprecia durante las expansiones, el pago de intereses de la deuda pública se hace más fácil que si el tipo de cambio real hubiera evolucionado de manera diferente. Un segundo efecto surge de la relación entre la prima por riesgo y el coeficiente de deuda respecto del PBI. Un dólar más barato se traduce en un PBI más grande en dólares, lo que conduce a una aparente reducción en el endeudamiento del país y en una menor prima por riesgo.

Gráfico 7.1 Uruguay: Resultado fiscal, 1991-2002



En la década de 1990, el coeficiente de la deuda uruguaya con respecto al PBI cayó en 26 puntos, y alcanzó 30 por ciento del PBI en 1998. En la medida en que el saldo de deuda en dólares se elevó durante tal periodo, el total de esa reducción se explica por el incremento del PBI en términos de dólares. Luego de 1998, los ingresos públicos se vieron afectados por una recesión de tres años. Comenzando con la caída de la demanda brasileña, derivada del abandono del Plan Real en enero de 1999, el Uruguay experimentó una serie de choques negativos que deterioraron su situación fiscal. El gobierno, aunque trató de controlar los gastos, permitió que el déficit fiscal alcanzara 4 por ciento del PBI entre 1999 y 2001, incrementando el coeficiente de la deuda respecto del PBI a 54 por ciento en 2001.

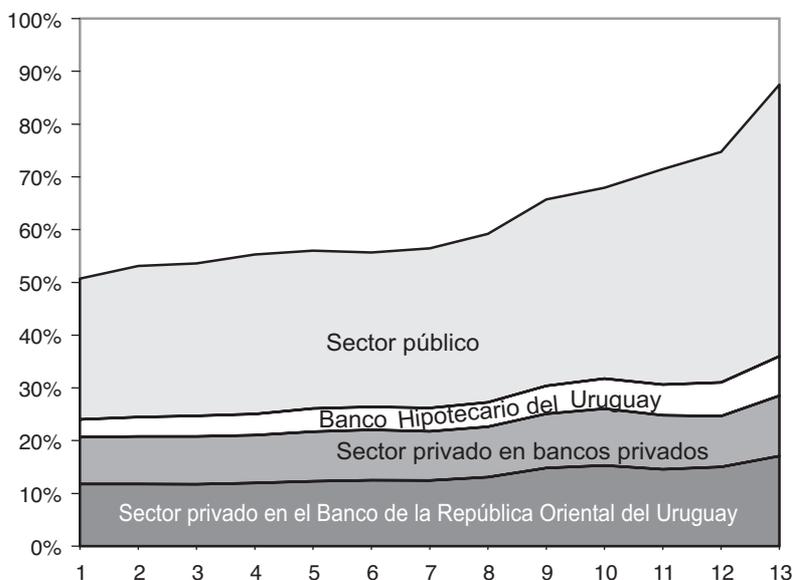
La fragilidad financiera del sistema bancario

La falta de confianza en la política monetaria –luego de cuatro décadas de inflación alta y de sucesivos intentos fallidos por reducirla– llevó naturalmente a un uso más amplio

de la moneda extranjera como sustituto del peso, lo que generó un abrupto incremento de la dolarización de los instrumentos financieros durante el último cuarto del siglo XX (Licandro y Licandro 2003).

El ciclo económico asociado con el plan de estabilización, basado en el “ancla cambiaria”, y el mayor acceso a los mercados de deuda soberana voluntaria en un contexto de alta liquidez internacional, estimularon a los bancos a ampliar los créditos denominados en dólares al sector privado, que se duplicaron entre 1994 y 1998.⁶

Gráfico 7.2 Uruguay: Descalce de monedas por sectores (porcentaje del PBI).



Un marco regulatorio que no tomaba en cuenta el tipo de moneda y las garantías implícitas proporcionadas a deudores y depositantes del sistema bancario generó un conjunto de incentivos perversos que distorsionaron la percepción de riesgo. Los deudores no temían tomar créditos en dólares, porque había una banda cambiaria preanunciada –garantía cambiaria– y porque la experiencia les decía que, si algo ocurría con el régimen cambiario, el gobierno los rescataría como en el pasado. A los depositantes tampoco les interesaba la calidad de la cartera de los bancos, porque había una garantía implícita para los depósitos. Con este conjunto de incentivos, la regulación podría haber impedido comportamientos riesgosos. Sin embargo, no lo hizo. Los requerimientos de capital y de provisiones no tuvieron en cuenta el descalce de monedas.

El Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), un banco de propiedad estatal, comenzó a captar depósitos en dólares en la segunda mitad de 1980, lo que se convirtió en su principal fuente de financiamiento para préstamos en “unidades reajustables” (UR) –la UR es una unidad indexada a los salarios–. Ello contribuyó adicionalmente a un rápido crecimiento del crédito, pero basado en un descalce de monedas.

Mientras que el BHU asumió el riesgo directamente en su propia cartera, para los bancos privados el riesgo cambiario se convirtió en parte de su riesgo crediticio, en la medida en que otorgaba préstamos en dólares a agentes con ingresos en pesos.

El gráfico 7.2 muestra el incremento resultante en el descalce de monedas de los distintos sectores, expresado como porcentaje del PBI. El descalce de monedas acumulado creció constantemente hasta alcanzar 80 por ciento en el momento previo al estallido de la crisis. En lo que concierne a los préstamos, cerca de 100 por ciento de crédito al sector público y 70 por ciento del crédito al sector privado registraban descalce de monedas, lo que preparó el escenario para graves problemas de solvencia tanto para los bancos cuanto para el sector público.

La banca para los argentinos

El sistema bancario uruguayo se ha acomodado tradicionalmente a las necesidades de los clientes argentinos y de los uruguayos. Sobre la base del secreto bancario y de una tradición de estabilidad y respeto por los depósitos, que contrastaba marcadamente con la del sistema bancario argentino, el Uruguay atrajo a inversionistas de ese país. Como resultado, los depósitos de los argentinos han constituido por varias décadas una buena parte del negocio bancario en el Uruguay.

Desde inicios de la década de 1980 y principalmente en la de 1990, estos lazos financieros llevaron naturalmente a un proceso de creación de sucursales de bancos argentinos en el Uruguay y de bancos uruguayos en la Argentina. Los bancos internacionales también tenían sucursales en ambos países. Con ello creció la probabilidad de un gran riesgo transfronterizo en las carteras de los bancos. Las regulaciones uruguayas no consideraban este riesgo, sino que dejaron su manejo a las políticas internas de los bancos individuales.

No es sorprendente que las sucursales uruguayas de los bancos regionales privados, como cualquier banco con una presencia en el mercado argentino, tuviesen una gran exposición al crédito, tanto al sector público cuanto al privado, en ese país. Los más afectados fueron el Banco Galicia, el Banco Comercial y el Banco de Montevideo-La Caja Obrera, que estaban entre los cuatro bancos privados más importantes del Uruguay si se consideran los activos totales a fines de 2001.

El lazo entre las cuentas públicas y el sector bancario

Para diciembre de 2001 había un lazo obvio entre el sector público y el sistema bancario, derivado del hecho de que los bancos de propiedad estatal representaban más de 40 por ciento de los depósitos totales. Aparte del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) y del BHU, la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) era el accionista principal del Banco de Crédito y del Banco La Caja Obrera, dos bancos pequeños cuya supervivencia dependía de las garantías del gobierno.

Al mismo tiempo, a pesar de que los bancos privados no contaban con una adecuada capitalización basada en el riesgo del crédito al sector público, no tenían una exposición

significativa al gobierno en sus carteras de activos. Luego de la crisis de 1982, la regulación forzó a los bancos a invertir en bonos uruguayos, como reservas. Con el tiempo –principalmente luego de que el Uruguay entrara al Plan Brady en 1991–, este tipo de regulación comenzó a relajarse, lo que redujo la participación de la cartera de los bancos invertida en créditos al gobierno.

Sin embargo, la existencia de un seguro implícito para los depósitos y el legado de dos generaciones de rescates en crisis bancarias vincularon la salud de las cuentas fiscales y las del sistema bancario privado.⁷ Los agentes económicos esperaban que si algo ocurría en el sistema bancario, el gobierno los rescataría. Esta garantía implícita se convirtió, a su vez, en una obligación potencial para el Estado.

Lo que nadie tomó en cuenta fue el círculo vicioso que se generaría en caso ocurriese un choque en el tipo de cambio real, ya que un incremento significativo en el valor real de los dólares dañaría la solvencia de los bancos. Si la garantía del gobierno hubiese sido fuerte, el sector bancario podría haber evitado una ‘corrida’.

Sin embargo, debido a la dolarización de la deuda pública, el escenario más probable era aquél en el que la sostenibilidad de la deuda pública también era cuestionable. El resultado fue un círculo vicioso por el que la realización de pasivos potenciales en el sector bancario empeoraría las cuentas públicas, lo que, al mismo tiempo, erosionaría el valor del esquema implícito de seguros de depósitos y profundizaría la ‘corrida’ en el sector bancario. Si el choque era lo suficientemente grande, el capital de los bancos y la garantía del gobierno se evaporarían al mismo tiempo, y así se producirían ‘corridas’ simultáneas en el sistema bancario y en la deuda pública.

La imagen del Uruguay que se acaba de ilustrar es una imagen de fragilidad estructural y de corto plazo. El país era frágil estructuralmente debido a la dolarización de pasivos. En el corto plazo, la fragilidad resultó de las expectativas negativas derivadas de la recesión que se inició en 1999. En este escenario ya problemático, el Uruguay fue golpeado por un nuevo choque: la crisis financiera argentina de 2001-2002.

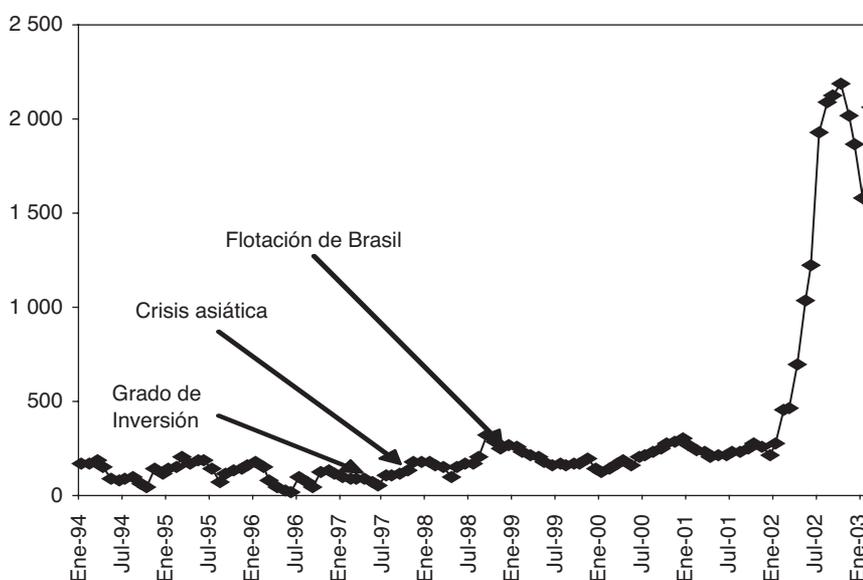
7.3. Uruguay 2002: *spill-overs*, fragilidad financiera y... ¿contagio?

Asia, Rusia y más allá: Detenciones súbitas (*sudden stops*) y crisis regional

La situación financiera generada por las crisis asiática y rusa se manifestó en el Uruguay como una reducción de la demanda brasileña y argentina. Los datos sobre el riesgo-país muestran que, a pesar de una reacción inicial del *spread* uruguayo a las noticias financieras provenientes del Asia y Rusia, las primas uruguayas se mantuvieron bajas (véase el gráfico 7.3). En efecto, luego de la crisis asiática el Uruguay intensificó su estrategia de extender la maduración de su deuda con la emisión de bonos globales, lo que fue un signo claro de que los mercados financieros continuaban abiertos. Tanto el Brasil cuanto la Argentina, por otro lado, mostraron signos claros de una reversión de los flujos financieros (Calvo, Izquierdo y Talvi 2002).

Los temores del abandono del Plan Real y el probable efecto contagio en la región elevaron el *spread* del Uruguay por encima de 200 puntos básicos a fines de 1998. Si bien el colapso del Plan Real generó un claro incremento en el riesgo-país uruguayo, este efecto disminuyó en 1999. Como respuesta a la crisis, el gobierno uruguayo cambió el cronograma preanunciado de la banda de minidevaluaciones (*crawling band*) y pospuso indefinidamente, en abril de 1999, una reducción de 4 por ciento mensual en la tasa de esas minidevaluaciones. Con esta medida el Uruguay consiguió generar una deflación en dólares de 11 por ciento en los precios mayoristas en 1999, y mostró más flexibilidad que la Argentina en el manejo del ajuste de los precios relativos.

Gráfico 7.3 Riesgo-país del Uruguay, 1994-2003 (en puntos básicos).



A medida que aumentaba la probabilidad de un colapso argentino,⁸ el Uruguay trató de ajustar permitiendo mayor posibilidad de corrección de precios relativos. Para mediados de 2001, la pendiente y el ancho de la banda cambiaria se duplicaron a 1,2 por ciento y 6 por ciento mensual respectivamente. Los mercados respondieron bien a esta mayor flexibilidad. Sin embargo, fue claro que se necesitaba un ajuste fiscal de largo plazo para asegurar la sostenibilidad de la política fiscal. Además, algunos temas estructurales, como las pérdidas generadas por la dolarización de pasivos de la cartera del BHU, se convirtieron en una preocupación pública.

El ajuste de precios relativos ocasionado por el desastre argentino significaba que ni el sector financiero ni las cuentas públicas estaban ya en una senda sostenible. De este modo, luego de la flotación del peso argentino a inicios de enero de 2002, el gobierno uruguayo decidió dar dos pasos importantes. Primero, se duplicó nuevamente la fluctuación y ancho de la banda cambiaria a 2,4 por ciento y 12 por ciento por mes respectivamente. Originalmente programada para durar hasta junio, a principios de abril se determinó que esta medida se extendiera hasta diciembre. Además, se envió al Congreso una propuesta

de ajuste fiscal de 400 millones de dólares. Se esperaba que estas dos señales, junto con una política de comunicaciones dirigida a asegurar que se respetaría a las instituciones, serían suficientes para mantener las expectativas alineadas con la sostenibilidad de la deuda pública y preservar el acceso a los mercados financieros internacionales.

Sin embargo, en los días siguientes esas medidas demostraron ser totalmente inadecuadas. El efecto contagio desde la Argentina y el descubrimiento de prácticas ilícitas en el Banco Comercial suscitaron expectativas de que el Uruguay terminaría siguiendo el camino de su vecino.

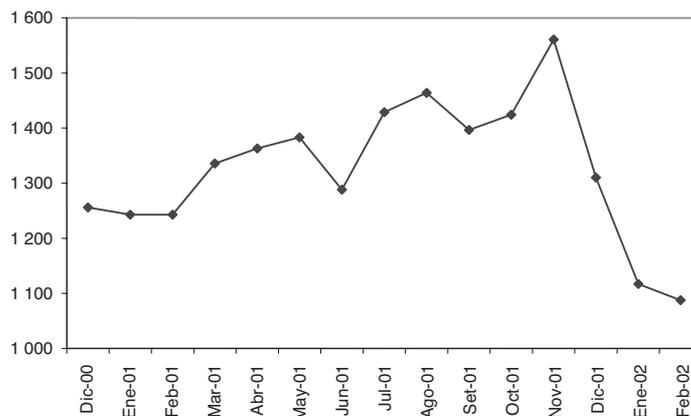
El contagio desde la Argentina y la primera etapa de la crisis

Luego de la promulgación del ‘corralito’ a principios de diciembre de 2001, el Banco de Galicia –la sucursal uruguaya del banco argentino del mismo nombre– comenzó a perder depósitos. La solvencia del Banco de Galicia se encontraba bajo un severo escrutinio en la Argentina, y los depositantes comenzaron a retirar sus depósitos de su sucursal en el Uruguay, donde no existían los topes de retiro del ‘corralito’ (véase el gráfico 7.4). A fines de diciembre, los rumores de prácticas ilícitas y riesgosas en el Banco Comercial desencadenaron la ‘corrida’ del banco.

La primera reacción de los depositantes argentinos fue consistente con una búsqueda de activos más seguros (*flight to quality*) en el Uruguay. El resto del sistema, principalmente los bancos públicos e internacionales, vieron aumentar sus depósitos hasta inicios de febrero.⁹ Los bancos privados no perdieron depósitos hasta mediados de enero, cuando Standard & Poor’s revisó la perspectiva (*outlook*) del Uruguay a negativa. Aún en ese momento, los depósitos en los bancos públicos siguieron incrementándose.

Aunque el Banco de Galicia había acumulado una fuerte posición de liquidez en el Uruguay, justo antes de la crisis, a inicios de febrero el banco se encontraba en serias dificultades financieras y sin capacidad de recuperar los activos de su casa matriz en Buenos Aires debido al ‘corralito’. El 13 de febrero, el Banco Central del Uruguay suspendió las operaciones del Banco de Galicia.

Gráfico 7.4 Banco de Galicia: Depósitos totales, 2000-2
(en miles de dólares).



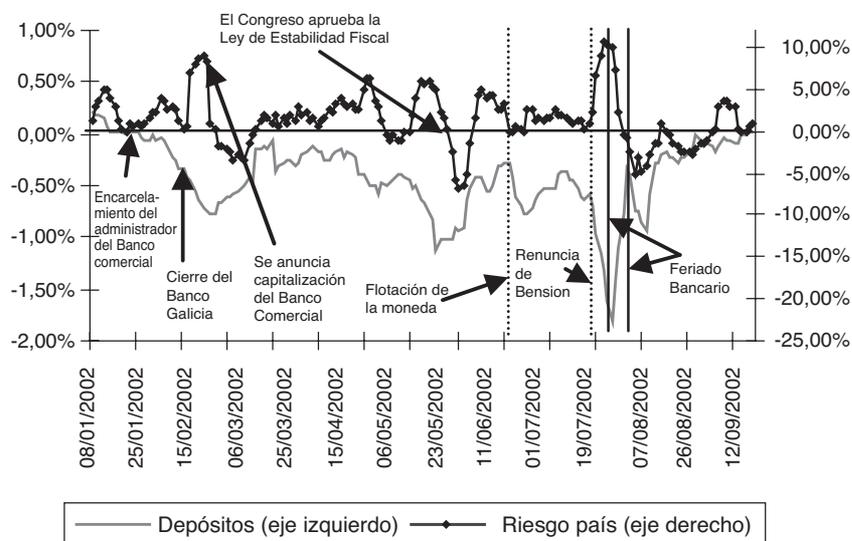
Luego de este incidente, cuatro factores desempeñaron un papel importante en el deterioro de la situación uruguaya. Primero, el 14 de febrero Standard & Poor's rebajó la calificación del Uruguay por debajo del grado de inversión. Segundo, la comunicación de la suspensión del Banco de Galicia por las autoridades uruguayas no fue clara y dio la impresión de que los depósitos argentinos no estaban siendo tratados de la misma manera que los de los residentes. Tercero, la falta de información sobre la situación de solvencia de los bancos uruguayos dio la apariencia de que el problema era generalizado. Finalmente, los medios argentinos, influenciados por su propia experiencia, anunciaron que en el Uruguay se había introducido un 'corralito'. Para el 14 de febrero, la 'corrida' en el sistema bancario se convirtió en un pánico. Como muestra el gráfico 7.5, hubo una aguda aceleración de la tasa de retiro de los depósitos luego del 13 de febrero.

El gobierno respondió ejerciendo presión política en el Congreso para acelerar la aprobación del ajuste fiscal, extendiendo el acuerdo *stand-by* con el FMI y negociando la 'capitalización' del Banco Comercial con sus accionistas. El compromiso de mantener la banda cambiaria se conservó. El gobierno trató de dar la impresión de que el problema en el sector bancario se limitaba a dos bancos ya identificados como bancos en dificultades. En el caso del Banco Comercial, que era el banco comercial privado más grande de acuerdo con el tamaño de sus activos domésticos, se logró un acuerdo entre el gobierno y sus tres accionistas principales (J. P. Morgan, Credit Suisse First Boston y Dresdner Bank), como resultado de lo cual cada una de las cuatro partes contribuyó con 33 millones de dólares para capitalizar el banco por un total de 133 millones de dólares.

El 28 de febrero el Congreso aprobó una serie de impuestos adicionales para apoyar los esfuerzos gubernamentales orientados a reducir el déficit. Se estimó que las medidas tributarias proporcionarían ingresos adicionales de cerca de 0,8 por ciento del PBI en 2002. Las concesiones de servicios públicos proporcionarían ingresos adicionales de 0,3 por ciento del PBI. Por otro lado, se esperaba que los gastos, excluyendo intereses, cayeran en cerca de 1,5 por ciento del PBI.

El 25 de marzo el gobierno uruguayo firmó un nuevo acuerdo *stand-by* con el FMI por 594,1 millones de derechos especiales de giro (DEG) –unos 743 millones de dólares–. El crédito *stand-by* serviría para apoyar el programa económico del país durante el periodo 2002-04. El Uruguay ya había retirado 122,6 millones de DEG, aproximadamente 153 millones de dólares, de esta línea de crédito.

Gráfico 7.5 Uruguay: Riesgo-país y depósitos bancarios, 2002 (promedio móvil de cinco días).



A pesar de la significativa reducción de la velocidad de los retiros, estas medidas no pudieron detener la ‘corrida’, por varias razones:

- La percepción de que la *situación fiscal no era sostenible*¹⁰ era latente, inclusive luego de que, el 28 de febrero, se promulgara la ley de ajuste fiscal.
- La *capitalización de Banco Comercial fue bastante oscura*. La prensa reportó abiertamente la desaparición de unos 400 millones de dólares de la cartera del banco, mientras que el acuerdo de “capitalización” era sólo de un tercio de ese monto. Además, tomó más de un mes para que el dinero llegara, lo que dañó la percepción de compromiso que se necesitaba.
- *El nuevo programa con el FMI era inapropiado por tres razones*. Primero, el monto involucrado en el programa parecía bajo comparado con la pérdida de reservas –550 millones de dólares en promedio por mes entre enero y febrero–. Segundo, como se verá claramente en la segunda etapa de la crisis, el esquema tradicional de los desembolsos del FMI era totalmente inapropiado para resolver las necesidades de liquidez generadas por una crisis como la que experimentó el Uruguay. Tercero, la voluntad del FMI de proporcionar un apoyo decisivo al Uruguay se hizo poco clara luego de que abandonó a la Argentina en noviembre de 2001.
- Finalmente, el gobierno no pudo divulgar la estrategia que estaba siguiendo para resolver el problema y mostró claros signos de *falta de coordinación y mal manejo de las comunicaciones públicas*.

La crisis financiera se ahondó en abril y mayo luego del feriado bancario en la Argentina, de los crecientes rumores de que el Brasil no pagaría su deuda, de las reducciones en las calificaciones otorgadas al Uruguay por Moody’s y Standard & Poor’s y de una serie de comentarios en la prensa sobre las debilidades del sistema bancario.

En vísperas del feriado bancario

A inicios de mayo, el Uruguay comenzó a negociar un cambio de estrategia con el FMI de acuerdo con los siguientes principios:

- Transición a un tipo de cambio flotante, con una política monetaria basada en el manejo de agregados monetarios.
- Medidas para restaurar la confianza en el sistema bancario, que deberían incluir:
 - Reestructuración de los bancos públicos.
 - Creación del Fondo para Fortalecer el Sistema Bancario (FFSB), una agencia del gobierno a cargo de reestructurar los bancos privados y de proveer liquidez si fuera necesaria.
 - Fortalecimiento de la superintendencia de instituciones financieras, particularmente en sus funciones de supervisión.
- Mejora de la solidez de las cuentas fiscales, tanto en el corto cuanto en el largo plazo.

Las medidas del sistema bancario se financiarían con el aumento de los derechos de giro del Uruguay a DEG 1 152 millones (1 500 millones de dólares) y un financiamiento adicional del Banco Mundial y el BID por aproximadamente 1 100 millones de dólares.

Para finales de mayo, el anuncio del aumento del programa con el FMI tuvo un visible impacto en la situación financiera. El riesgo-país y la velocidad de retiros de depósitos cayeron. La aprobación de la llamada “Ley de Estabilidad Fiscal” contribuyó a calmar el clima financiero en apenas una semana.

Pero dos medidas de política causaron pánico nuevamente: la flotación de la moneda el 19 de junio y la intervención al Banco de Montevideo-La Caja Obrera al día siguiente. Al mismo tiempo, el Uruguay presentó la carta de intención para la consideración del Directorio del FMI. En los días que siguieron, la velocidad de los retiros de depósitos se aceleraría. Un desembolso de 500 millones de dólares del FMI se evaporó de las reservas internacionales del Banco Central en menos de una semana. El apoyo político del Ejecutivo uruguayo se desmoronó cuando se hizo obvio que el megapaquete con las instituciones financieras internacionales (IFI) no era suficiente para resolver el problema.

El incremento de la presión política y el deterioro evidente de la situación financiera llevaron a la renuncia del Ministro de Finanzas y de todo el Directorio del Banco Central el 22 de julio. Se nombró un nuevo equipo económico dos días después. El mismo día, un grupo integrado por miembros del Ministerio de Finanzas, el Banco Central y la Oficina de Planeamiento y Presupuesto (OPP) viajó a Washington para negociar un nuevo programa. La velocidad de los retiros forzó al Uruguay a declarar un feriado bancario el 29 de julio.

La estrategia subyacente al plan de junio falló por varias razones:

- La flotación de la moneda, que tenía como objetivo preservar las reservas internacionales y corregir el desalineamiento de los precios relativos, se hizo, por decir lo menos, a destiempo:

- a) No había presión sobre el mercado cambiario. Luego de perder 100 millones de dólares a principios de enero, el Banco Central no desperdició más reservas internacionales en el mercado cambiario. Las reservas cayeron debido al pánico bancario y a la crisis de la deuda.
 - b) Agudizó la falta de confianza en el sector bancario. Debido a que la mayor parte del crédito en el sector bancario se otorgaba a agentes con ingresos en pesos, ahora era claro que los bancos tendrían que enfrentar un agudo incremento en la morosidad de los préstamos.
 - c) Resaltó un punto central para los deudores, quienes tomaron conciencia de que el problema era generalizado y comenzaron a actuar como grupo de presión. Este efecto de riesgo moral empeoró el riesgo crediticio y el balance de los bancos.
 - d) Dado que toda la deuda pública estaba en dólares, la flotación cambiaria demostró claramente que el gobierno estaba quebrado, lo que cuestionó severamente la capacidad del sector público de seguir ayudando a los bancos, en particular a los públicos.
 - e) Fue un claro signo de falta de control. Un par de meses antes, el Ministro de Finanzas y el Presidente del Banco Central habían asegurado que el sistema cambiario se mantendría hasta finales de 2004.
- La intervención al Banco de Montevideo-La Caja Obrera, que podría haber sido justificada por factores de supervisión, se percibió como el simple inicio de una serie de intervenciones con un final imprevisible.
 - a) Los balances de bancos disponibles para el público tenían más de nueve meses de antigüedad, lo que hacía difícil distinguir entre los bancos buenos y los malos.
 - b) El compromiso de los bancos internacionales con la región estaba dañado por sus reacciones a la experiencia argentina.
 - c) El público sabía que al menos dos instituciones, las que fueron cerradas posteriormente, podrían seguir el mismo camino.
 - d) Los problemas de los bancos públicos ya eran notorios y había la percepción del público de que su liquidez se relacionaba con la evolución de las reservas internacionales del Banco Central.
 - Aunque el monto de la financiación por las IFI era bastante grande, el cronograma de desembolsos siguió el tradicional patrón ‘gota a gota’ del FMI, que no encajaba con las necesidades para detener el pánico bancario, ni proporcionaba confianza respecto del compromiso del FMI con el programa.¹¹
 - El momento de promulgación de la estrategia resultó inoportuno. La flotación fue un prerequisite para la discusión del plan por el FMI, lo que introdujo un retraso entre la implementación de la flotación y la introducción de las medidas en el sector bancario. Esto impidió que se percibiera la presentación de la flotación y las medidas bancarias como parte de la misma estrategia.
 - A pesar de los dos ajustes fiscales, había serias dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.
 - También hubo un mal manejo de las comunicaciones. No era claro cómo se comunicaría el programa para indicar que se estaba actuando para resolver los dos problemas principales generados por el colapso financiero: la deuda pública y la crisis bancaria.

- La credibilidad del equipo económico quedó dañada por el fracaso de sus intentos previos para resolver el problema.

7.4. Estrategia de resolución de la crisis

El plan de agosto: Racionalidad e implementación

La declaración de otro feriado bancario el 30 de julio y la implementación del plan de agosto significaron un cambio importante en la estrategia del gobierno en lo que se refiere al sistema bancario. En vez de proporcionar liquidez para tratar de mantener las instituciones financieras operando y, en ciertas circunstancias, inyectándoles capital a través del FFSB, la nueva estrategia implicó el uso de todo el financiamiento disponible para respaldar sólo los depósitos relacionados con el sistema de pagos, y dejó para una etapa posterior la reestructuración del sector bancario. Esta meta comprendió: (i) la suspensión inmediata de las actividades de los bancos insolventes; (ii) la extensión del plazo de vencimiento de los depósitos a plazo en dólares en los bancos públicos (República e Hipotecario); y, (iii) la preservación del sistema de pagos, con respaldo total a los depósitos a la vista y ahorros –en moneda local y extranjera– en los bancos públicos y los bancos privados suspendidos. Este último objetivo se implementó a través del Fondo para la Estabilidad del Sistema Bancario (FESB), financiado con cerca de 1 500 millones de dólares asegurados gracias al apoyo de las IFI.¹²

El diseño de la nueva estrategia tenía como objetivo resolver los determinantes principales del pánico bancario y proporcionar respaldo pleno por medio de la disponibilidad inmediata de recursos del FESB, para los depósitos denominados en dólares que permanecieron libres en el sistema –incluyendo los depósitos a la vista y los ahorros en los bancos suspendidos–.¹³ El Banco Central apoyó los depósitos en pesos en los bancos públicos cumpliendo la función de prestamista de última instancia. Para proteger el sistema de pagos, el Banco Central fue autorizado para reemplazar los derechos de los depositantes, de depósitos a la vista y ahorros en pesos en los bancos suspendidos.¹⁴

El respaldo total de los depósitos liberados desde el principio, junto con la reprogramación de los depósitos a plazo en los bancos públicos, aseguraron la disponibilidad de liquidez suficiente para resistir a cualquier retiro de depósitos en los bancos públicos y para permitir la reasignación de depósitos a la vista y ahorros en los bancos insolventes. Se esperaba que los retiros de depósitos en los otros bancos privados –los bancos ‘buenos’, que en general cumplían con requisitos mínimos de liquidez en dólares y tenían un patrimonio positivo– serían afrontados con sus propios fondos o, en los casos de sucursales y subsidiarias extranjeras, serían respaldados por sus casas matrices.

La justificación que subyacía a esta estrategia era bastante clara. Para fortalecer la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario uruguayo, las autoridades diseñaron un marco bajo el cual, incluso en el peor escenario, este sistema podría soportar cualquier retiro de depósitos. Esta era una primera diferencia importante con la implementación y funcionamiento del anterior FFSB, para el cual el monto de 2 500

millones de dólares no estaba inmediatamente disponible y cubría apenas una parte de los depósitos de los bancos nacionales, públicos y privados.

Este esfuerzo final de las autoridades uruguayas¹⁵ para estabilizar el sistema financiero requirió un choque a las expectativas, incluyendo no sólo el respaldo total e inmediato de los depósitos liberados, una condición necesaria pero no suficiente, sino también la introducción de una separación entre los bancos ‘buenos’ y ‘malos’ en el sistema financiero. Ésta es una segunda diferencia importante entre el plan de agosto y la estrategia original del FFSB. Para incrementar las expectativas era necesario no sólo mejorar la imagen por medio de la cobertura total de los depósitos al final del feriado bancario, sino también establecer dinámicas consistentes luego del 5 de agosto. Si los bancos insolventes hubieran tenido autorización para seguir operando, sus desequilibrios económicos habrían minado, tarde o temprano, el respaldo proporcionado por el FFSB, y esto habría causado un nuevo pánico.¹⁶

No sólo se necesitaba una separación entre los bancos ‘buenos’ y ‘malos’, sino también entre los fondos destinados al manejo de la crisis y aquéllos orientados a las reservas internacionales, lo que, a su vez, introdujo una separación entre los desarrollos en la banca y en el sector fiscal. En consecuencia, una tercera diferencia entre la implementación y el funcionamiento del FFSB y el fallido FFSB residía en su constitución como una cuenta en fideicomiso, separada de las reservas internacionales. Gracias a este mecanismo, el apoyo a los depósitos a la vista y de ahorro no contaminó el manejo de las reservas internacionales, las que con este nuevo arreglo se dedicaron completamente a respaldar los pasivos del Banco Central con instituciones financieras y a proporcionar liquidez internacional para el servicio de la deuda pública externa.

El riesgo principal del plan de agosto era la posibilidad de que cualquiera de los bancos privados que reabrieron el 5 de ese mes no pudiera resistir una nueva ola de retiros. Esta situación podría haber surgido si las sucursales y subsidiarias locales hubieran carecido del apoyo de sus casas matrices o si los bancos nacionales restantes, sobre todo cooperativas, hubiesen enfrentado una escasez de liquidez. Sin embargo, este riesgo parecía relativamente pequeño cuando se comparaba con el compromiso que los bancos internacionales demostraron con el Uruguay.¹⁷ Además, el Banco Central minimizó este riesgo, pues fue bastante restrictivo en lo que respecta a las condiciones impuestas a los bancos para su reapertura.¹⁸ De acuerdo con la información que se publicó algunos días después del final del feriado bancario, hubo una distinción clara en términos de solvencia y liquidez entre los bancos que continuaron sus operaciones luego del 5 de agosto y aquéllos que fueron suspendidos.¹⁹

Para contribuir con el fortalecimiento de la liquidez del sistema bancario, el Banco Central incrementó los requisitos de encaje: primero impuso un requisito marginal de 100 por ciento sobre el incremento de depósitos, vigente desde agosto; luego, en setiembre, transformó este requerimiento en un incremento del requisito promedio.²⁰ Los requisitos de encaje se elevaron tanto para los depósitos en dólares cuanto para aquéllos en moneda nacional, estos últimos justificados por razones de política monetaria.²¹

Otro cambio regulatorio, vigente desde setiembre de 2002, fue la introducción de restricciones a la liquidez sobre depósitos de no residentes. Antes de esta fecha, las regulaciones sólo establecieron un requisito de reserva único para los depósitos en dólares –la única excepción correspondía a depósitos obtenidos por un banco en el exterior, en cuyo caso no se aplicaba ninguna reserva mínima–. La naturaleza ilíquida de muchos activos financiados por depósitos de no residentes, en los casos de los bancos que eventualmente dejarían de pagar, especialmente luego de la introducción del control de capitales en la Argentina, explica las dificultades que enfrentaron desde el inicio mismo del pánico. La nueva regulación no introducía requisitos de reserva mínimos para los depósitos de no residentes que se originaban en el exterior, sino que requería que al menos 30 por ciento de estos fondos fueran colocados en un instrumento de alta calidad. Las regulaciones adicionales, que se introducirían posteriormente, tomarían en consideración el riesgo-país y riesgos operativos que también estaban presentes en los bancos que dejaron de pagar durante la crisis de 2002.

El plan de agosto fue diseñado no sólo para detener efectivamente el retiro de depósitos, sino también para promover la recuperación del sector bancario, así como la de la economía uruguaya. Por esa razón, la protección del sistema de pagos, incluso bajo la gran presión resultante del cierre de cuatro bancos nacionales, fue una pieza clave de la nueva estrategia.²²

El acceso de los bancos públicos a los recursos del FESB fue relativamente fácil de implementar y controlar, pero la transferencia de fondos a la vista y de depósitos de ahorro en los bancos suspendidos devino una tarea difícil y abrumadora. Obtener un documento bancario válido para que se depositara en un banco de elección del depositante, o una cantidad limitada de efectivo en algunos casos, requería la participación de miles de personas instaladas en las ventanillas de los bancos suspendidos. A pesar de las largas colas formadas por los depositantes que solicitaban sus fondos en los bancos suspendidos, el procedimiento culminó de forma segura en un periodo relativamente corto.²³

La tarea pendiente luego de detener la ‘corrida’ era el cierre de los bancos suspendidos. Un proceso convencional de bancarrota que incluía casi 2 mil millones de dólares en activos habría sido abrumador, muy riesgoso para el mantenimiento del sistema de pagos y costoso para la economía en su conjunto. Se hicieron algunos intentos iniciales de obtener el compromiso de los accionistas privados del Banco Comercial y el Banco de Crédito para su recapitalización. También se exploró la posibilidad de convertir a otros inversionistas y depositantes en accionistas. Sin embargo, la gran cantidad de préstamos impagos hacía imposible que cualquiera de los bancos suspendidos fuera viable por sí solo.

Entonces se re canalizaron los esfuerzos en una reforma legal que permitiera:

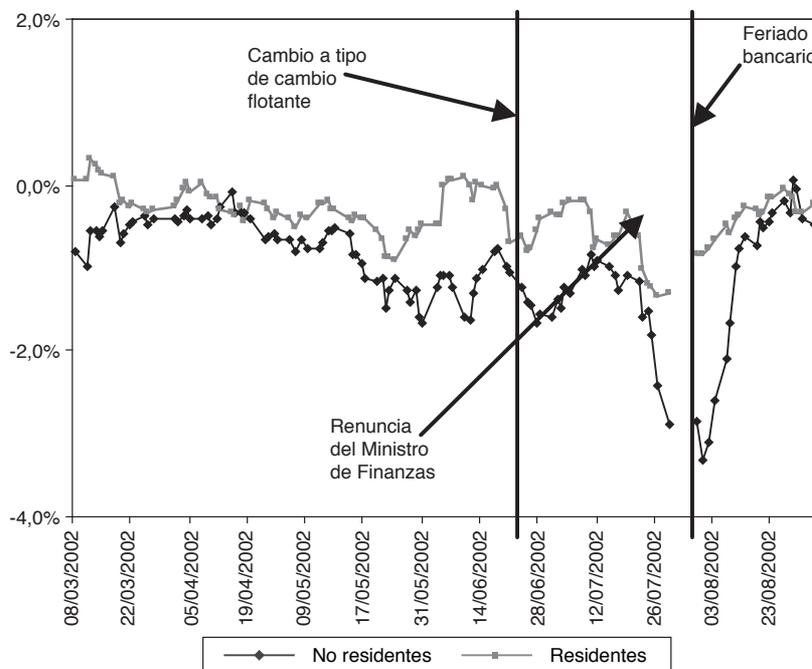
- El establecimiento de algún tipo de empresa de gestión de activos (EGA), capaz de realizar actividades financieras y de reunir los créditos solventes del Banco Montevideo, del Banco Caja Obrera y del Banco Comercial.²⁴ La EGA estaba autorizada para operar como un banco, llamado Nuevo Banco Comercial (NBC).²⁵ El NBC abrió al público en marzo de 2003, con activos totales de 1 000 millones de dólares y un patrimonio de 150 millones de dólares, en pleno cumplimiento de las regulaciones del Banco Central.

- La transferencia de los activos remanentes del Banco Montevideo, Caja Obrera y Comercial se transfirieron a “fondos de liquidación”, siguiendo un marco legal creado en diciembre de 2002 –similar a un contrato de fideicomiso– que permitió al banco central administrar los activos en dificultades con reglas mucho más flexibles que las que se aplican en procedimientos usuales de bancarrota, de manera de preservar su valor y el de los negocios relacionados con ellos. Un procedimiento similar se aplicó al Banco de Crédito, cuando el Banco Central decidió liquidarlo en febrero de 2003, una vez que sus accionistas privados se rehusaron a recapitalizarlo. Los “beneficiarios” en todos estos fondos de liquidación fueron los acreedores anteriores de los bancos que dejaron de pagar, cuyos derechos se autorizaron a transar en el mercado.²⁶ El Banco Central delegó la administración de todos los fondos de liquidación a particulares en el 2004.

Resultados iniciales

El retiro diario de los depósitos en dólares del sector no financiero en el sistema bancario durante los cinco días laborables, antes del feriado bancario, promediaba los 130 millones de dólares. El 5 de agosto, el primer día después del feriado, el retiro de depósitos en dólares alcanzó los 136 millones de dólares. Al día siguiente salieron de los bancos otros 119 millones de dólares. Pero para el último día de la semana los retiros cayeron a 25 millones de dólares. El lunes 12 de agosto, una semana después de la reapertura de los bancos, la reducción de los depósitos en dólares del sector no financiero fue solamente de 14 millones de dólares.

Gráfico 7.6 Uruguay: Variación porcentual de los depósitos bancarios, 2002.



El 22 de agosto los depósitos se incrementaron luego de meses de reducciones, y el 27 de setiembre finalmente se registró una semana completa de aumento de depósitos, con un promedio diario positivo por primera vez desde el inicio de la pesadilla.

Los residentes uruguayos reaccionaron con mayor prontitud a la nueva estrategia. En este caso la ‘corrida’ de los depósitos en dólares se detuvo efectivamente en la primera semana de setiembre. Sin embargo, los no residentes reaccionaron con más cautela y los retiros continuaron con algunos altibajos hasta la segunda mitad de octubre. El gráfico 7.6 muestra la variación de cinco días de los depósitos de residentes y no residentes en el sistema bancario, que revela una ruptura clara en el comportamiento de los agentes económicos luego de la implementación del plan de agosto. Sin embargo, hasta que se pusieron en práctica las nuevas medidas, el incremento en los depósitos permaneció muy por debajo de la enorme caída que habían sufrido.

Es importante enfatizar en este punto que la reversión en el flujo de los depósitos sólo se aceleró luego de la reestructuración de la deuda pública en mayo de 2003, como puede verse con claridad en el gráfico 7.6. Este mismo gráfico muestra que otro episodio de retiro de depósitos tuvo lugar durante la última semana de enero y la primera semana de febrero de 2003, lo que revela que el plan de agosto sólo había permitido una primera victoria en una larga guerra cuyo final era aún incierto.

Otros indicadores apoyaron la noción de que el plan de agosto había sido sólo el primer paso en el regreso del infierno. El sentimiento de los agentes económicos respecto del sistema bancario se pudo captar también por medio de la evolución de la tasa de interés para los depósitos a plazo en dólares y sus márgenes respecto de las tasas internacionales. Como lo indica el gráfico 7.7, la tasa de interés pagada por las instituciones bancarias para los depósitos a plazo en dólares y sus márgenes se estabilizaron y comenzaron a reducirse a medida que los efectos del plan de agosto se hacían más aparentes. Pero sólo luego del cierre del canje (*swap*) de deuda en mayo se agudizó más la caída de las tasas de interés y de los márgenes.

Un rasgo distintivo de los pasivos de los bancos en el periodo posterior a la crisis fue la reducción del plazo de vencimiento, debido a su fuerte concentración en depósitos a la vista y ahorro (véase el gráfico 7.8). Esta preferencia de los depositantes por los activos financieros de corto plazo fue un vestigio de su comportamiento durante la crisis y probablemente reflejó la persistencia de alguna incertidumbre sobre la solidez del sistema financiero. Además, la estrategia de salida de la crisis benefició los depósitos de corto plazo al proteger el sistema de pagos. Dada esa experiencia, es posible que los depositantes hayan llegado a creer que las cuentas a la vista, en particular, gozarían de un mayor apoyo del gobierno en el futuro.²⁷

Gráfico 7.7 Uruguay: Margen entre LIBOR y la tasa de depósitos, 2002-4.

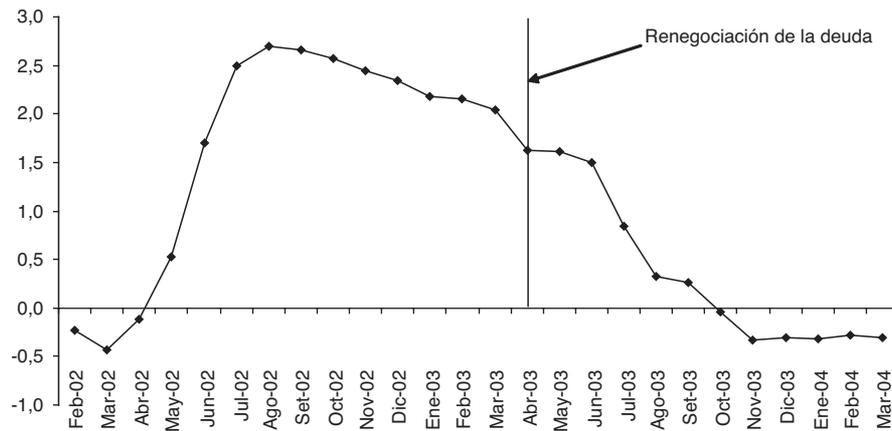
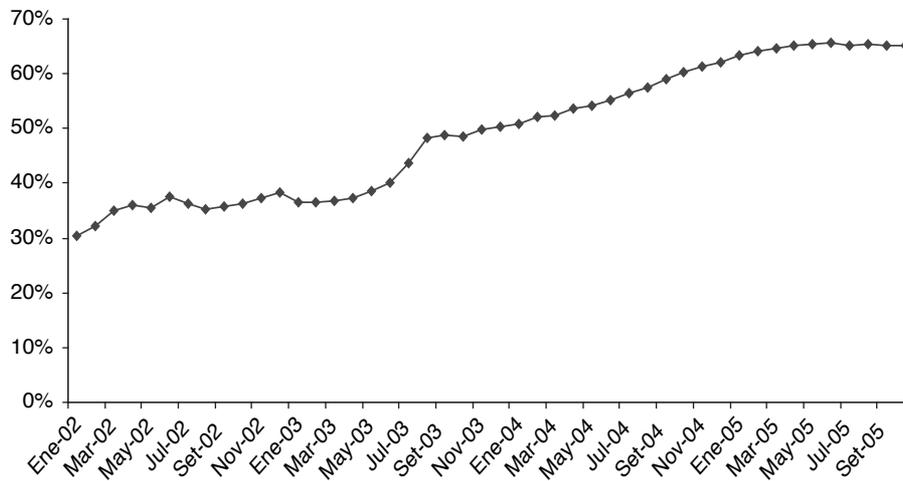


Gráfico 7.8 Uruguay: Participación de los depósitos a la vista en el sistema bancario, 2002-5.



Finalmente, el plan de agosto también ayudó a detener la fuga de reservas internacionales del Banco Central. Luego de alcanzar los 554 millones de dólares el 14 de agosto, las reservas internacionales comenzaron a incrementarse gradualmente a un nivel de aproximadamente 700 millones de dólares, apoyadas principalmente por el incremento de los depósitos del sistema bancario en el Banco Central. No obstante, no fue posible mantener esta fuente de financiamiento de manera indefinida. La contraparte de las reservas internacionales pedidas en préstamo al sistema bancario para cumplir con las obligaciones del sector público es una reducción de las reservas internacionales que sirven de respaldo a los pasivos del Banco Central con el sistema bancario. En efecto, a fines de setiembre los depósitos en dólares de las instituciones financieras en el Banco Central excedieron las reservas internacionales en más de 300 millones de dólares. En febrero de 2003 esta cifra había empeorado a cerca de 800 millones de dólares.

El tipo de cambio saltó a 32,4 pesos por dólar el 16 de setiembre de 2002, en parte como resultado de los problemas en la microestructura del mercado cambiario. Para aliviar la presión extraordinaria en el mercado, que resultaba en una aceleración de la devaluación del peso, el Banco Central implementó, en setiembre, una serie de contratos a futuro sin entrega con el Banco de la República, para trasladar hacia diciembre las compras de dólares requeridas para sostener la posición neta en moneda extranjera de este último. Luego de que se implementaron estos contratos a futuro sin entrega, el tipo de cambio cayó en 10 por ciento a lo largo de los siguientes cuarenta días. La fragilidad de la situación se hizo evidente a fines de enero de 2003 cuando, ante rumores de ‘pesificación’ de la deuda uruguaya o de los depósitos en dólares, se desencadenó una ‘corrida’ intensa pero, por fortuna, de corta duración.

Vale la pena notar que la implementación del FESB como una cuenta en fideicomiso separada de las reservas internacionales probó ser eficaz para aislarlas de los acontecimientos en el sector bancario.²⁸ En cualquier caso, la ‘corrida’ del verano de 2003 mostró que aún era necesario cubrir una brecha de credibilidad.

Las siguientes dos secciones se concentran en el análisis de la política monetaria y del canje de deuda pública y explican cómo complementaron el plan de agosto en la normalización del sistema financiero uruguayo, que permitió retomar el crecimiento. Es importante anotar aquí que detener el pánico bancario, estabilizar el sistema financiero y reestructurar la deuda fueron, todos, elementos necesarios para que el Uruguay emergiera de la crisis. Sin embargo, estos temas tuvieron que resolverse con un enfoque secuencial que se basa en tres argumentos:

- La evaluación de la sostenibilidad de la deuda se distorsiona mucho si los precios relativos están lejos del equilibrio, una situación que es característica de un periodo de gran turbulencia. La detención de la ‘corrida’, la recuperación del control de la inflación y la estabilización del tipo de cambio se convirtieron en prerrequisitos de una evaluación realista de la solvencia intertemporal del sector público, lo que se convirtió en la base de una política sólida de administración de la deuda.
- Las autoridades uruguayas pusieron mucho énfasis en tratar el problema de la deuda con un enfoque cooperativo con los inversionistas, con la esperanza de crear la base

para una recuperación rápida del acceso al mercado. Evitar la falta de pago hasta que se reestructure efectivamente la deuda fue una diferencia importante en comparación con el enfoque argentino y un signo de buena fe. Sin embargo, esta estrategia implicó que la reestructuración de la deuda no se debía implementar en un periodo de elevado servicio de ésta, porque la incertidumbre que rodea a esta transacción podía ocasionar fuga de capitales, facilitada por los pagos del gobierno. Dada la importancia de los depósitos del sistema bancario en el Banco Central como fuentes de fondos, para impedir la fuga de capitales se consideró necesario que el servicio de la deuda se hiciera en un clima favorable.

- Las autoridades uruguayas estuvieron preocupadas por los efectos negativos que podría acarrear sobre los depósitos en el sistema bancario, particularmente en los bancos públicos, el no pago de la deuda pública o la realización de propuestas de reestructuración no amistosas.

El papel de la política monetaria

El ajuste del tipo de cambio que siguió a la decisión de flotar tuvo un impacto severo sobre los precios. La tasa de inflación anualizada en el tercer trimestre de 2002 fue de 71,5 por ciento, luego de haber acumulado, en los últimos doce meses, una inflación de sólo 6,5 por ciento a mayo. Se tuvo que incorporar una nueva ancla nominal para detener la inflación y restablecer la estabilidad en el mercado cambiario.

A pesar del ruido que introdujo la modificación del régimen monetario del 20 de junio, el nivel de las reservas internacionales luego del feriado bancario –alrededor de 600 millones de dólares– fue completamente insuficiente para sostener un retorno creíble a un régimen de minidevaluaciones, incluso con la flexibilidad de una amplia banda cambiaria. El uso del tipo de cambio como ancla nominal se descartó, a pesar de que era el instrumento más eficiente para reducir la inflación en una economía abierta altamente dolarizada, por lo que se implementó una política monetaria activa basada en el control de agregados monetarios.

Se puede reconocer tres etapas en la implementación y operación del nuevo marco de política monetaria. La primera, básicamente un periodo de prueba, corresponde a los últimos cuatro meses de 2002. Durante ese periodo los bancos centrales tuvieron una política monetaria más estricta y trataron de desarrollar un mercado para los instrumentos denominados en pesos, que consistía principalmente en el uso de títulos del Tesoro (TT) de corto plazo. También se hicieron esfuerzos para colocar los primeros valores indexados a la inflación, utilizando la recientemente creada unidad indexada (UI). El Banco Central emitió estos valores con fines de control monetario para tratar de absorber el exceso de liquidez del mercado, derivado del acceso concedido a los depositantes a sus depósitos a la vista y ahorros en los bancos intervenidos.²⁹ El ajuste monetario fue apoyado por un incremento de los requerimientos de encaje para los depósitos en pesos, de 20 por ciento a 30 por ciento en el caso de los depósitos a la vista.

El ajuste monetario moderó el alza de la inflación observada en el tercer trimestre de 2002. El incremento anualizado de los precios al consumidor en el cuarto trimestre fue

de 11 por ciento, mucho más bajo que el 71,5 por ciento registrado en el tercero. Durante esta primera etapa se logró la estabilización del tipo de cambio,³⁰ y la tasa de interés para los papeles del Tesoro se redujo a la mitad, desde más de 150 por ciento en setiembre a un todavía alto 60 por ciento hacia el final del año. En este periodo el Banco Central comprobó satisfactoriamente su capacidad de cumplir con la meta de emisión.

En virtud de este progreso, el Banco Central anunció sus metas para la base monetaria del año siguiente, 2003. Durante esta segunda etapa la meta monetaria se estableció asumiendo una tasa de inflación de 27 por ciento para el año. Sin embargo, la mejora del entorno macroeconómico luego del canje de deuda determinó una demanda por dinero mayor que la originalmente prevista. El canje de deuda redujo las expectativas de requerimiento de moneda extranjera para el sector público, y condujo a los agentes económicos a revisar hacia abajo sus expectativas de devaluación de la moneda. Junto con una menor depreciación esperada, las tasas de interés en pesos se redujeron a tasas menores de 20 por ciento, desde un nivel de 60 por ciento registrado a principios de año.

Una devaluación y tasas de interés menores que las esperadas, un mayor crecimiento y la ausencia de presiones significativas sobre los sueldos y los precios de bienes no transables, dado el exceso de capacidad de la economía uruguaya en ese momento, llevaron a mejores resultados inflacionarios de lo que se asumió en el programa: 10,2 por ciento comparado con el 27 por ciento originalmente proyectado. A pesar de ello, el Banco Central mantuvo sus metas de emisión y aprovechó la oportunidad para reducir el encaje legal para depósitos en pesos, por debajo del requerimiento para depósitos en dólares, de manera consistente con una apropiada evaluación de los riesgos en el sector bancario.³¹

Sobre la base de la credibilidad obtenida luego del primer año de aplicación del nuevo régimen monetario, el Banco Central dio otro paso importante en 2004, al cambiar las prioridades de la política monetaria. En vez de adherirse estrictamente a una meta monetaria, comenzó a enfatizar el cumplimiento de un objetivo de inflación, revisando sus metas monetarias cuando era necesario. Con este esquema, ahora el Banco Central anuncia, al final de cada trimestre, la meta de inflación para los siguientes doce meses; y, si fuera necesario, cambia las metas anunciadas al final del trimestre previo.

Gráfico 7.9 Uruguay: Tipo de cambio e inflación, 2002-4 (en porcentaje).

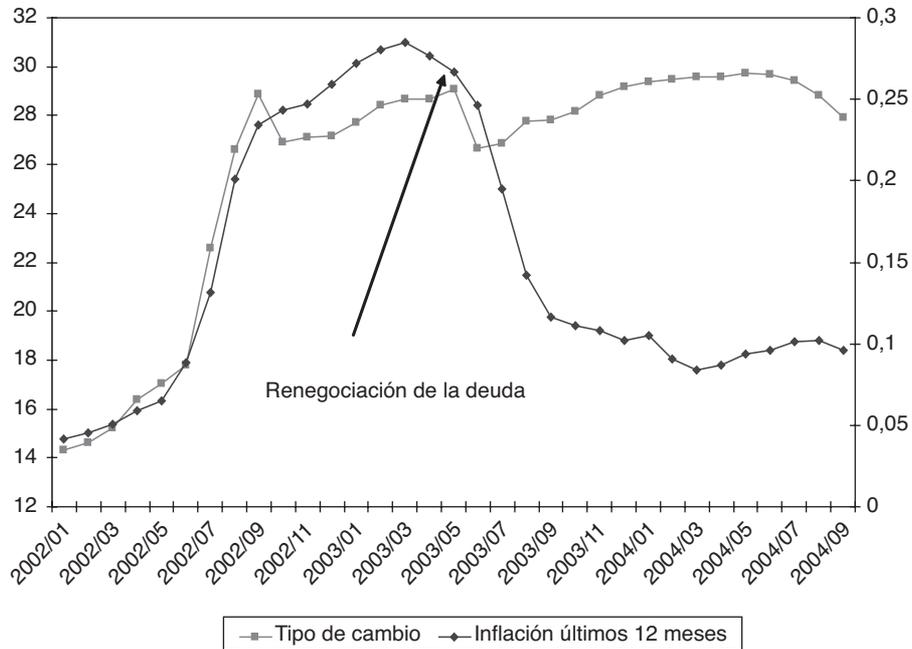
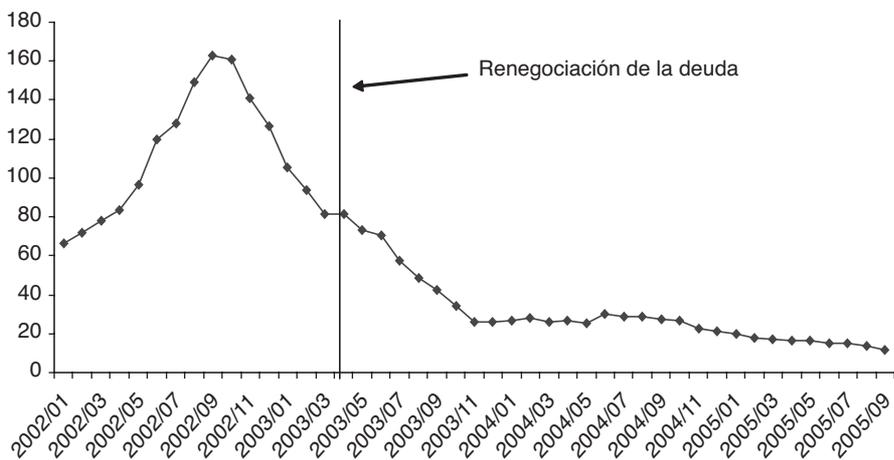


Gráfico 7.10 Uruguay: Tasa de interés de corto plazo del peso, 2002-5 (en porcentaje).



Los gráficos 7.9 y 7.10 muestran que, incluso con los inconvenientes recién discutidos sobre la exactitud de una política monetaria basada en metas de base monetaria, el Banco Central ha logrado estabilizar la inflación y cambiar las expectativas sobre la evolución de variables financieras claves, como el tipo de cambio y la tasa de interés. A su vez, el entorno más estable en el mercado cambiario abrió las puertas a compras de moneda extranjera por el Banco Central con el fin de reconstruir su posición neta en moneda extranjera, seriamente deteriorada en el tercer trimestre de 2002.³²

Reestructuración de deuda

Detener la ‘corrida’ bancaria y reconstruir el sistema financiero fueron solamente los primeros pasos para resolver las fragilidades de la economía uruguaya. El salto sustancial en el coeficiente deuda a PBI luego de la devaluación del peso –de 54 por ciento en 2001 a 92 por ciento en 2002– cambió los fundamentos de la dinámica de la deuda. La alta concentración de amortizaciones de deuda, la detención súbita (*sudden stop*) del acceso a los mercados de capital y el bajo nivel de reservas internacionales introdujeron una brecha financiera desde inicios del cuarto trimestre de 2002 y en adelante, lo que contribuyó con la percepción de muchos analistas, banqueros de inversión y compañías calificadoras de que la deuda uruguaya había ingresado a una vía insostenible.

En agosto de 2002 las autoridades acordaron con el FMI una suerte de “participación del sector privado” en la resolución del problema de la deuda, que finalizaría antes de la conclusión de la Segunda Revisión del programa con el FMI programada para octubre. Sin embargo, los objetivos del gobierno uruguayo respecto de la reestructuración de la deuda no parecían consistentes con el diagnóstico del FMI de agosto de 2002 sobre la dinámica de la deuda pública. El perfil de la deuda se había deteriorado mucho desde junio, básicamente debido al incremento de la deuda uruguaya con las instituciones financieras internacionales, luego del rescate de agosto y la fuerte depreciación del peso después de la flotación. Con esta perspectiva en mente, el equipo del FMI era reticente a concluir la Segunda Revisión del programa y a aceptar una propuesta de reestructuración de la deuda formulada a partir del supuesto de que el problema de la deuda pública del Uruguay era simplemente uno de liquidez.³³

Los distintos puntos de vista sobre la estrategia apropiada para tratar el problema de la deuda retrasaron la conclusión de la Segunda Revisión hasta inicios de 2003, cuando la mejora de las condiciones macroeconómicas, junto con la sensación de urgencia que trajo la ‘corrida’ del verano en el sector bancario, facilitaron una convergencia de puntos de vista sobre la sostenibilidad de la deuda y la magnitud de la brecha financiera en 2003-2005.³⁴

En febrero de 2003 el Fondo acordó dar su apoyo a un canje de deuda integral cuyos principales elementos fueron:

- Participación voluntaria de los tenedores de bonos en el canje de deuda, con base en las expectativas de la recuperación del valor de mercado, asociada con la mejora de la capacidad de pago uruguaya.

- Inclusión de todos los bonos denominados en dólares como elegibles, excepto los instrumentos de corto plazo emitidos desde enero de 2003. Esto alcanzó los 5 400 millones de dólares de principal, de los cuales: (i) 1 600 millones de dólares eran bonos emitidos domésticamente; (ii) 3 500 millones de dólares correspondían a bonos externos emitidos en el ámbito de la ley extranjera; y, (iii) 250 millones de dólares eran de un bono emitido en el Japón.
- El Uruguay debería mantenerse al día en todas sus obligaciones financieras hasta el cierre del canje.
- Un proceso de consulta con los tenedores de bonos debía preceder al lanzamiento de la oferta, y en él se determinarían los términos. Las autoridades vieron esta consulta como un elemento importante de su enfoque.³⁵
- El apoyo de las instituciones financieras internacionales sería necesario, incluyendo un desembolso inicial del FMI dirigido a reconstruir las reservas internacionales y a evitar cualquier interrupción en el sistema financiero después del anuncio del canje de deuda.

Un factor de riesgo clave del enfoque uruguayo fue el nivel de participación en el canje de deuda. Una de las preocupaciones principales del FMI respecto del enfoque voluntario fue el aparentemente limitado incentivo de los tenedores de bonos a participar de manera voluntaria en una reestructuración de la deuda, debido a los problemas de coordinación en la acción colectiva (Krueger 2003). Pero como muestran de Brun y Della Mea (2003), por lo general se sobreestima el problema de los tenedores que se rehúsan a participar (*hold-outs*) en el acuerdo. Si la reestructuración de la deuda añade valor a los tenedores de bonos, comparado con los valores de recuperación en caso de incumplimiento de pago, se debe asignar valores muy altos a la probabilidad de mantenimiento en el servicio de la deuda para hacer que la decisión de no participar en el acuerdo (*hold out*) sea racional. Además, si el canje de deuda se percibe como difícil, los tenedores de bonos serán inducidos a participar y esperarán un tratamiento favorable incluso si la transacción fracasa.³⁶

La estrategia de comunicación del gobierno uruguayo enfatizó el compromiso de las autoridades de culminar el canje sólo si se alcanzaba un 90 por ciento de participación. Para alentar esta participación se introdujo un uso moderado de mecanismos de salida y de incentivos regulatorios para las instituciones financieras nacionales. Los mecanismos de salida se diseñaron básicamente para proteger los pagos derivados de los nuevos bonos ante eventuales acciones legales de los *hold outs* y para establecer una estructura en la que los bonos “antiguos” serían considerados como deuda subordinada en relación con los nuevos. Los cambios regulatorios sirvieron a un propósito similar en el caso de los bonos emitidos domésticamente. Además, los mecanismos de salida y los cambios regulatorios redujeron la liquidez de los bonos “antiguos” que permanecerían en circulación, y, así, eliminaron el requisito de listar públicamente sus precios tanto en el mercado interno cuanto en el externo.

El intercambio ofrecía a los tenedores de bonos dos opciones, y ambas implicaban aproximadamente un intercambio a la par:

- *Opción de extensión del periodo de vencimiento (maturity extension option)*, que proponía modificar sólo el periodo de vencimiento de los bonos, por lo general adicionando cinco años.
- *Opción de bonos de referencia (benchmark bond option)*, que planteaba el intercambio de bonos existentes por bonos de referencia (*benchmark bonds*), de más larga duración que la de los bonos de vencimiento extendido, pero con una mayor cantidad de bonos en circulación, lo que ofrecía más liquidez en el mercado secundario. Se introdujeron tres bonos de referencia externos y cuatro domésticos. Con la reapertura del bono de referencia 2011 dos semanas después del cierre del canje, los tres bonos externos fueron lo suficientemente grandes como para incluirse en el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI).

Una innovación legal de los nuevos bonos fue la introducción de cláusulas de acción colectiva (CAC) con una cláusula de agregación. Dado el alcance de la transacción, luego del canje de deuda casi toda la deuda uruguaya emitida en mercados internacionales tiene esta cláusula.³⁷

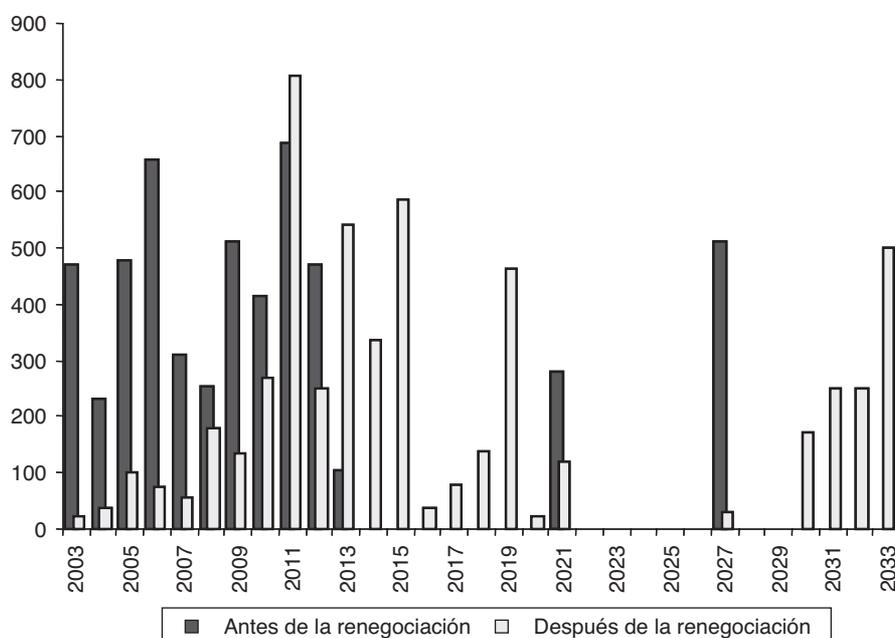
De regreso del infierno

Por último, la tasa de participación fue de 93 por ciento, y, de ella, 99 por ciento correspondió a los bonos nacionales (véanse más detalles sobre esta transacción en De Brun y Della Mea 2003). El éxito de esta transacción trajo beneficios visibles al desarrollo de la economía uruguaya en el futuro inmediato. La confianza en la situación financiera mejoró y los depósitos denominados en dólares en el sistema bancario comenzaron a incrementarse más rápidamente que en los meses anteriores. La confianza de los consumidores e inversionistas también mejoró, y la absorción privada doméstica comenzó a impulsar la demanda agregada, sumándose al papel desempeñado por las exportaciones en la primera mitad de 2003. Como resultado, el PBI creció a cifras de dos dígitos en la segunda mitad de 2003, una tendencia que continuaría durante 2004.

La recuperación del consumo y del crecimiento interno ayudó a mejorar las cuentas fiscales, y permitió que el superávit primario se elevara de 0,2 por ciento del PBI en 2002 a 2,9 por ciento en 2003. El mejor perfil de la deuda uruguaya, tal como se observa en el gráfico 7.11, en la que se muestra el cronograma de amortización antes y después del intercambio, junto con la recuperación económica y la consolidación de la situación fiscal, permitieron una reducción del riesgo-país y un rápido retorno a los mercados internacionales. En octubre de 2003 el Uruguay fue el primer país emergente en muchas décadas en emitir un bono internacional denominado en moneda nacional.

La recuperación de la confianza se reflejó en el retorno de los flujos de capital: indujo una reversión de abrupto ajuste (*overshooting*) en el tipo de cambio y facilitó una reducción pronunciada de las tasas de interés nacionales.

Gráfico 7.11 Uruguay: Perfil de madurez de los bonos públicos domésticos y externos (en US\$ millones).



Estos acontecimientos permitieron un rápido incremento de las reservas internacionales, pues cerraron la posición de venta en moneda extranjera y la brecha entre las reservas y las obligaciones en moneda extranjera del Banco Central con el sistema financiero. La estabilización de éste dio un mayor margen de maniobra para el Banco Central, y facilitó de esta manera el funcionamiento de los nuevos instrumentos de política monetaria. Se profundizó el mercado de instrumentos de renta fija emitidos por el Banco Central, así como el de los instrumentos de más largo plazo, tales como los títulos indexados a la inflación. Había comenzado un proceso gradual de desdolarización de la deuda pública.

7.5. Lecciones

La experiencia reciente del Uruguay nos permite sacar un amplio conjunto de lecciones que van desde las reformas estructurales en la red de protección del sistema financiero hasta el manejo cotidiano de la crisis financiera.

Problemas estructurales

Hemos identificado un conjunto de factores estructurales que se podrían señalar como causas de la crisis o como mecanismos de propagación:

1. Los problemas en el diseño de la red de protección del sistema bancario llevaron a fragilidades financieras que fomentaron la crisis. Primero, la existencia de garantías

cambiarias –régimen de banda cambiaria– y sobre los depósitos –seguro implícito de depósitos– dieron incentivos equivocados para la evaluación de riesgo. El esquema de seguro implícito de depósito generó también un vínculo entre la sostenibilidad en la deuda pública y la solidez del sector bancario.

2. El marco regulatorio, en particular respecto del riesgo de liquidez, favoreció a la moneda extranjera.
3. No hubo tratamiento regulatorio de riesgo transfronterizo, que hubiera podido impedir la toma de riesgos por los bancos regionales en la Argentina.
4. La dolarización impidió una evaluación justa de la posición fiscal, por varias razones. Primero, cuando la deuda es en dólares, los indicadores usuales de su sostenibilidad pueden estar sesgados. En particular si el tipo de cambio real está por debajo de su equilibrio de largo plazo, el indicador deuda/PBI subestima el verdadero endeudamiento de un país. Los flujos fiscales también llevan a error. Hemos mostrado que los pagos de intereses son una parte muy importante de la naturaleza procíclica de la política fiscal en países con deuda pública dolarizada. Como el tipo de cambio real es procíclico, la presión por el pago de intereses se reduce, tanto porque los pagos nominales descienden luego de una caída en los *spreads*, cuanto porque el valor real de esos pagos es más bajo con un dólar más barato.

Crisis bancaria

Una vez que comienza una ‘corrida’ se requiere una evaluación temprana de la sostenibilidad de los bancos y de la deuda pública. Para dar una respuesta rápida, es necesario tener una intervención coordinada entre el FMI y las instituciones domésticas, como el Banco Central. Aunque estas últimas pueden ser capaces de identificar el problema desde el inicio, el sistema político está sesgado a pensar que las dificultades son más pequeñas de lo que realmente son, lo que trae como resultado una demora del diseño de una estrategia de solución. El FMI puede colaborar dándole un ‘sentido de urgencia’ derivado de su experiencia en el manejo de crisis.

Para restaurar la confianza se tiene que comunicar con claridad una estrategia completamente desarrollada al público, una vez que se ha identificado la extensión de la crisis. Se ha mostrado que la respuesta lenta del gobierno en el caso uruguayo, así como la falta de coordinación en la estrategia de solución en los dos primeros intentos fallidos, dañaron la credibilidad de planes de asistencia muy grandes.

Aunque es difícil llevar a cabo una estrategia de desdolarización con un régimen de tipo de cambio fijo, el cambio a uno de tipo de cambio flotante en una economía dolarizada también está lleno de retos si se hace en medio de una crisis financiera en la que las expectativas desempeñan un papel crucial. Con grandes descalces de moneda en los sectores público y privado, una aguda depreciación de la moneda empeora la percepción de la sostenibilidad del sistema financiero y la deuda pública. Además, el cambio de régimen acompañado por un ‘salto’ en el tipo de cambio opera como un dispositivo de coordinación para el riesgo moral a cargo de los deudores, cuyas actividades de *lobby* sólo pueden deteriorar aun más la solidez del sector bancario.

La crisis uruguaya deja también varias lecciones importantes en lo que respecta a la función de prestamista de última instancia en las pequeñas economías dolarizadas. Primero, se ha probado que las IFI pueden proporcionar la asistencia de liquidez necesaria asumiendo eficazmente las tareas de prestamista de última instancia, sin problemas significativos de riesgo moral. Segundo, es claro que, puesto que los bancos centrales domésticos no pueden emitir dólares, los requerimientos de liquidez deberían ser más altos en dólares que en pesos. Tercero, si el banco central realiza funciones de prestamista de última instancia en dólares con sus propias reservas internacionales, se crea una relación perversa entre las cuentas públicas y el sistema financiero. El episodio uruguayo muestra cómo la caída de reservas internacionales, por su visibilidad, puede promover un comportamiento de ‘manada’ en los depositantes. Finalmente, si el FMI asume la función de dar apoyo como prestamista de última instancia en dólares, la asistencia debe ser completa al inicio (*up front*) y no seguir el esquema de desembolso usual ‘gota a gota’ de los programas *stand-by* estándares.

Aunque restaurar la sostenibilidad de la deuda es esencial en estas situaciones, se debe detener primero la ‘corrida’ bancaria, antes de que el alcance del *shock* sobre la sostenibilidad de la deuda pública se haga visible. En medio del pánico bancario, problemas como la trayectoria del PBI potencial, el tipo de cambio real de equilibrio y el déficit fiscal son extremadamente difíciles de medir. Como consecuencia, la sostenibilidad de la deuda pública no se puede evaluar apropiadamente. Reestructurar de manera apresurada la deuda pública puede llevar, así, a una nueva renegociación en el futuro, y a promover incertidumbre fiscal en el largo plazo.

En ese mismo largo plazo, la herencia de la crisis uruguaya enfatiza el papel de la estabilidad institucional. En el peor periodo no se interrumpió el trabajo normal de las instituciones. Se respetaron los contratos privados. Se cumplió la ley orgánica del Banco Central, particularmente respecto del financiamiento inflacionario, y se preservó la estabilidad política. La rápida recuperación de la economía uruguaya parece favorecer la estrategia que siguió. Sin embargo, subsiste la pregunta de si debieron haberse seguido políticas más agresivas, particularmente en el frente fiscal.

Notas

1. Agradecemos a Fernando Barrán, José Antonio Licandro, Daniel Dominioni, Umberto Della Mea, Eduardo Levy Yeyati, Alain Ize y a los participantes de la conferencia de abril de 2005 en Lima por sus comentarios, así como a Margarita Guenaga por su valiosa asistencia en la investigación. Cualquier error es de nuestra exclusiva responsabilidad.
2. La utilización del Mercosur como “puente” para la mayor participación en el comercio mundial fue un objetivo declarado de las autoridades de todos los países del Mercosur al principio del proceso. Para el gobierno uruguayo también fue un medio de consolidación de la apertura unilateral que el país había estado implementando desde mediados de la década de 1970.
3. El plan de estabilización uruguayo basado en el tipo de cambio llevó la inflación a cifras de un solo dígito en 1998, desde el récord de 130 por ciento registrado en

- marzo de 1990 (Fernández 1997; Licandro 2003). Este objetivo de estabilización de la inflación se hizo institucional en 1995 cuando el Congreso aprobó la Ley Orgánica del Banco Central, que establecía explícitamente el compromiso de lograr la estabilidad en el valor del peso uruguayo y limitaba la capacidad de financiar al gobierno central.
4. Véase Favaro y Sapelli (1986); Bergara, Dominioni y Licandro (1995), y Masoller (1998).
 5. Véase Saldain (1996).
 6. En 1998 el Banco Central del Uruguay, en un intento por desacelerar el rápido crecimiento del crédito, incrementó los requerimientos de capital de los bancos de 8 por ciento a 10 por ciento.
 7. Véase Bergara y Licandro (2000).
 8. Véase una descripción detallada de la crisis argentina en La Torre, Levy y Schmukler (2002), y Calvo, Izquierdo y Talvi (2002).
 9. Aunque se generalizó el pánico, algunos elementos de la disciplina de mercado estuvieron presentes a lo largo de la crisis (véase Goday, Gruss y Ponce (2005), y Levy Yeyati, Martínez Pería y Schmukler (2004).
 10. Los informes de las agencias de calificación subrayaron este punto. El descenso en la calificación de Standard & Poor's a inicios de febrero se basó en esa premisa más que en la presencia de una 'corrida' bancaria, básicamente inexistente en ese momento.
 11. La experiencia argentina en 2001 mostró que el FMI podía simplemente cortar el financiamiento en cualquier momento.
 12. Para reabrir los bancos el 5 de agosto, antes de que el Directorio del FMI diera la aprobación final del programa, se aseguró un préstamo puente de 1 500 millones de dólares del gobierno de los Estados Unidos.
 13. De acuerdo con datos disponibles en ese momento, al principio del feriado bancario, el 30 de julio, los depósitos a la vista y de ahorro denominados en dólares en el BROU y el BHU eran 1 040 millones de dólares, mientras que 406 millones de dólares permanecían para los depósitos a la vista y de ahorro en dólares en los bancos suspendidos: Comercial, Caja Obrera, Montevideo y Crédito.
 14. La autorización al Banco Central para que reemplazara los derechos de ciertos depositantes contra los bancos suspendidos se dio por medio de la ley 17523. Esa ley también creó el FESB, autorizó al gobierno a hacer adelantos a depósitos a la vista y de ahorro denominados en dólares en los bancos suspendidos, y estableció la reprogramación de los depósitos a plazo en dólares en los bancos públicos durante tres años. Los depósitos a plazos en pesos no se reprogramaron.
 15. Las dificultades que el gobierno uruguayo enfrentó para obtener un acuerdo de las instituciones del sistema financiero internacional, especialmente del FMI, sobre un aumento y aceleración de los desembolsos para financiar el plan, reflejaron la reticencia a continuar poniendo dinero en el Uruguay para financiar la salida de capitales.
 16. Es importante enfatizar este punto, pues explica las razones por las cuales las autoridades no respaldaron los depósitos a la vista y de ahorro en los bancos Comercial, Caja Obrera, Montevideo y Crédito (y, eventualmente, la cooperativa Caycu), y, en consecuencia, propusieron al Congreso la reprogramación de sus depósitos a plazo, como en el caso de los bancos públicos, en vez de la suspensión y posterior liquidación de estos bancos, financiando la transferencia de los depósitos a la vista y de ahorro a

través del FESB. Ninguno de los bancos suspendidos era viable por sí mismo en ese momento, aunque en términos de la liquidez disponible ambas alternativas habrían ofrecido el mismo apoyo para los depósitos liberados.

17. El apoyo proporcionado por la casa matriz de las subsidiarias y sucursales locales en el caso del Uruguay contrasta con su comportamiento en la Argentina y se explica en gran parte por las distintas estrategias adoptadas por esos países cuando enfrentaron la crisis.
18. Aparte de los bancos en dificultades como el Comercial, el Montevideo, la Caja Obrera y el Crédito, también se suspendió a una pequeña cooperativa con patrimonio negativo y sin ninguna liquidez: la Caycu.
19. La publicación de los balances de los bancos mejoró, aunque todavía existía un retraso de dos meses.
20. En el caso de los depósitos a la vista en dólares, el requisito de reserva mínima se elevó de 20 por ciento a 25 por ciento de los depósitos. Para vencimientos más largos se aplicó también un incremento promedio de 5 por ciento.
21. En efecto, el incremento inicial de los requisitos de reserva para los depósitos denominados en pesos fue más alto que el aplicado a los depósitos en moneda extranjera. Para los depósitos a la vista en pesos, el requisito legal se elevó de 20 por ciento a 30 por ciento a partir de setiembre de 2002. Luego de la normalización de operaciones, se redujo el requisito para eliminar la falta de consideración de tipo de moneda en la regulación de liquidez.
22. Los cuatro bancos suspendidos representaban, en el momento del feriado bancario, casi 30 por ciento de los depósitos a la vista y de ahorro que no se encontraban en bancos públicos.
23. Las auditorías conducidas posteriormente sobre los usos de recursos del FESB mostraron muy poca desviación respecto de sus objetivos.
24. También se incluyeron algunos créditos impagos que tenían buen colateral o buenas posibilidades de cobrarse dadas las perspectivas económicas del deudor. Para mejorar la solvencia del Nuevo Banco Comercial (NBC), la oferta incluyó una opción de venta (*put option*) que le dio a este banco el derecho de devolver a los bancos liquidados todos los préstamos que siguieran impagos a fines de diciembre de 2003.
25. El banco sería posteriormente privatizado. El capital inicial del Nuevo Banco Comercial estaba constituido por los préstamos utilizados como colateral de la asistencia financiera dada por el gobierno a los bancos en dificultades a través del FFSB. Para aislar al NBC de las contingencias legales que afectaban la liquidación de los bancos suspendidos, se subastaron los “activos buenos”. El NBC sería finalmente el único postor. Los ingresos de la subasta se distribuyeron entre los acreedores de los bancos en quiebra, el Montevideo, la Caja Obrera y Comercial, incluyendo al Estado. El gobierno, con la autorización de una ley promulgada en diciembre de 2002, redistribuyó su participación de los ingresos entre los depositantes, con lo que permitió la total recuperación de los depósitos a plazo hasta por 100 mil dólares. Los depositantes recuperaron totalmente los depósitos a la vista a través del Fondo para Estabilización del Sistema Bancario creado en agosto de 2002.
26. En efecto, las transacciones se hicieron sobre todo en valores vendidos en la Mesa de Negociaciones (*over-the-counter*).

27. Las bajas tasas de interés internacionales pueden haber tenido también un impacto.
28. Los retiros de depósitos entre el 29 de enero y el 6 de febrero llegaron a 355 millones de dólares, mientras que, en el mismo periodo, las reservas internacionales del Banco Central cayeron sólo a 43 millones de dólares, sobre todo debido a las obligaciones en moneda extranjera del sector público.
29. Por esta razón, en agosto se emitieron casi 1 700 millones de pesos, que representaban el 20 por ciento de los pesos fuera del Banco Central.
30. Luego de llegar a un pico de 32,35 pesos el 10 de setiembre, el dólar osciló alrededor de 27 pesos hasta el final del año.
31. En el caso de los depósitos en pesos, siempre existió la posibilidad de que el Banco Central se convirtiera en un prestamista de última instancia (Broda y Levy Yeyati 2003).
32. La posición de ventas netas en moneda extranjera del Banco Central se incrementó de 158 millones de dólares a fines de junio a 326 millones de dólares a fines de setiembre.
33. De hecho, el FMI rechazó una propuesta de las autoridades uruguayas en octubre de 2002, que sólo comprendía los bonos con vencimiento en 2002-5
34. También se retrasó la segunda revisión a la espera de una solución para los bancos suspendidos.
35. Recomendada por los promotores de un código de conducta para la reestructuración de la deuda soberana (Couillant y Weber 2002).
36. La poca participación en el canje de deuda argentina de 2005, especialmente la de los inversionistas extranjeros –no comprendidos en las regulaciones impuestas a los tenedores de bonos nacionales, sobre todo fondos de pensiones y bancos–, es un ejemplo de la irrelevancia de la situación de moratoria del gobierno respecto del canje.
37. La cláusula de agregación permite que dos tercios de los tenedores de una serie de bonos modifiquen sus términos si al menos 85 por ciento de los tenedores de todas las series afectadas por el canje de deuda aprueban el cambio.

Referencias bibliográficas

- Bergara, M., D. Dominioni y J. A. Licandro (1995): “Un modelo para comprender la ‘Enfermedad Uruguaya’”. *Revista de Economía*, Banco Central del Uruguay, Vol. 2, No. 2, segunda época.
- Bergara, M. y J. A. Licandro (2000): “Una propuesta para hacer explícito el fondo de garantía para el sistema bancario uruguayo”. *Revista de Economía*, Banco Central del Uruguay, Vol. 7, No. 1, segunda época (mayo).
- Broda, C. y E. Levy Yeyati (2003): “Endogenous Deposit Dollarization”. *Staff Report No. 160* (New York: Federal Reserve Bank of New York). Próximamente en el *Journal of Money, Credit, and Banking*.
- Bucacos, E. (1997): “¿Existe una tasa de crecimiento de largo plazo para la economía uruguaya?”. *Revista de Economía*, Banco Central del Uruguay, Vol. 4, No. 2, segunda época.
- Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi (2002): “Sudden Stops, the Real Exchange Rates and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”. NBER Working Paper No. 9828 (Cambridge MA: National Bureau of Economic Research).
- Couillant B. y P.-F. Weber (2002): “Towards a Voluntary Code of Good Conduct for Sovereign Debt Restructuring”. *Financial Stability Review*, Banco de Francia (junio).
- de Brun, J. y U. Della Mea (2003): “Una aproximación de mercado a la reestructuración de deuda soberana: Lecciones de la experiencia uruguaya”. *Revista de Economía*, Banco Central del Uruguay, Vol. 10, No. 2 (noviembre).
- de la Torre, A., E. Levy y S. Schmukler (2002): “Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina’s Currency Board”. *Policy Research Working Paper No. 2980*, Banco Mundial.
- Favaro, E. y C. Sapelli (1986): “Shocks externos, grado de apertura y política doméstica”. Banco Central del Uruguay, Premio de Economía.
- Fernández, R. (1997): “El plan de estabilización de 1990”. *Revista de Economía*, Banco Central del Uruguay, Vol. 4, No. 2, segunda época.
- Forteza, A. (1999): *La reforma de la seguridad social en Uruguay: Efectos macroeconómicos y mercados de capitales*. Libro publicado por la Universidad de la República, ISBN 9974-0-0112-9.
- Goday, V., B. Gruss y J. Ponce (2005): “Depositor’s Discipline in Uruguayan Banks”. *Revista de Economía*, Banco Central del Uruguay, Vol. 12, No. 2, segunda época (noviembre).
- Krueger, A. (2003): “The Need to Improve the Resolution of Financial Crises: An Emerging Consensus?”. Discurso en Harvard University Business School’s Finance Club, Boston, 27 de marzo.
- Levy Yeyati, E., M. S. Martínez Pería y S. Schmukler (2004): “Market Discipline under Systemic Risk: Evidence from Bank Runs in Emerging Economies”. *Policy Research Working Paper No. 3440* (Washington, D. C.: Banco Mundial).
- Licandro, G. (2003): “Lecciones de la experiencia del régimen de bandas en Uruguay: 1991-2002”. *Foros*, Banco Central de Venezuela, No. 8.
- Licandro, G. y J. A. Licandro (2003): “Building the Dedollarization Agenda: The Case of Uruguay”. *Money Affairs*, CEMLA, Vol. 16, No. 1 (julio-diciembre).