



Universidad de la República  
Facultad de Ciencias Sociales  
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO

UNA AGENDA DE REFORMAS PARA EL

CENTRO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN PARA LA PAZ

# UNA AGENDA DE REFORMAS PARA EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO



UNIVERSIDAD PARA LA PAZ



GERARDO LICANDRO Y  
JOSÉ ANTONIO LICANDRO  
COMPILADORES

UNIVERSIDAD PARA LA PAZ  
CENTRO MUNDIAL DE INVESTIGACIÓN PARA LA PAZ



A la memoria de nuestros padres, Rulo y Neneco, de quienes heredamos mucho más que el apellido, éste que llevamos con tanto orgullo.

Dedicado a nuestros hijos: Lorena, Martina, Sara, Juan Andrés, Federico Hugo y Santiago.



UNA AGENDA DE  
**REFORMAS**  
PARA EL  
**SISTEMA**  
**FINANCIERO**  
**URUGUAYO**

Gerardo Licandro y  
José Antonio Licandro

Compiladores



Universidad de la República  
Facultad de Ciencias Sociales  
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

© 2004, Centro mundial de Investigación para la Paz  
Universidad para la Paz

Juan María Pérez 2781/101 - Tel.: 711 65 34  
Montevideo - Uruguay  
montevideo@upaz.edu.uy  
www.upaz.edu.uy

ISBN 9974-39-658-1

## INDICE

### Introducción

*Gerardo Licandro y José Antonio Licandro* ..... 9

### Capítulo I

#### **Las reformas necesarias en la Red de Seguridad del sistema bancario**

*Mario Bergara y José Antonio Licandro* ..... 19

### Capítulo II

#### **La dolarización del sistema de ahorro y crédito. ¿Existe unCamino alternativo?**

*Gerardo Licandro y José Antonio Licandro* ..... 55

### Capítulo III

#### **Crisis bancarias y regulación: Algunas claves para el nuevo marco regulatorio**

*Jorge Polgar* ..... 81

### Capítulo IV

#### **El rol y la reorganización de la Banca Pública**

*Mario Bergara y José Antonio Licandro* ..... 115

### Capítulo V

#### **Estrategias y desafíos en la gestión de los Fondos de Pensión**

*Adolfo Sarmiento* ..... 137

### Capítulo VI

#### **Sostenibilidad Fiscal y Estabilidad Macroeconómica**

*Pablo Rosselli* ..... 157



## **Equipo de investigadores**

Por orden alfabético:

### **Mario Bergara**

Economista de la Universidad de la República (UDELAR)

PhD. en Economía de Universidad de California en Berkeley.

Director de la URSEC y ex Jefe del Departamento de Estudios del Banco Central del Uruguay.

Docente (grado 5) del Master en Economía del Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales de la UDELAR

### **Gerardo Licandro Ferrando**

Economista de la UDELAR

PhD. en Economía de la Universidad de California en Los Angeles.

Jefe del Departamento de Estudios del Banco Central del Uruguay

Docente (grado 4) del Master en Economía del Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales de la UDELAR

Docente Economía Bancaria del Diploma de Banca y Finanzas de la Universidad Católica del Uruguay (UCU).

### **José Antonio Licandro**

Economista de la UDELAR

Magister en Economía Aplicada con mención en Macroeconomía de la Pontificia Universidad Católica (PUC) de Chile.

Diploma en Macroeconomía Aplicada. Programa BID- PUC

Gerente del Área de Investigaciones Económicas del Banco Central del Uruguay.

Docente (grado 4) de Política Económica en la Licenciatura en Economía de la UDELAR

Docente de Política Económica y coordinador del Diploma de Banca y Finanzas de la UCU.

**Jorge Polgar**

Economista de la UDELAR

PhD. en Economía de la Universidad de Georgetown. Washington DC.

Jefe de la Unidad de Estudios y Regulación de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera. BCU.

Docente (grado 3) del Master en Economía del Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales de la UDELAR.

Docente de la Licenciatura en Economía de la Universidad de Montevideo.

**Pablo Rosselli**

Economista de la UDELAR

Master en Economía de la London School of Economics.

Gerente de Tea, Deloitte & Touch.

Docente del MBA y de la Licenciatura en Economía de la UCU

**Adolfo Sarmiento**

Economista de la UDELAR

Magister en Economía Aplicada de la PUC de Chile

Diploma en Macroeconomía Aplicada. Programa BID- PUC

Diploma en Finanzas. Universidad ORT

Jefe del Departamento de Estudios y Normas de la División Mercado de Valores y AFAP del BCU.

Docente (grado 2) de Política Económica en la Licenciatura de Economía de la UDELAR

Docente de Entorno Macroeconómico del Diploma de Banca y Finanzas de la UCU.

Advertencia: Todas las opiniones expresadas en este libro son de exclusiva responsabilidad de los autores.

## INTRODUCCIÓN

### **UNA AGENDA DE REFORMAS PARA EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO**

El año 2002 fue muy duro para la economía uruguayo. No sólo porque el nivel de actividad volvió a contraerse a tasas insospechadas por cuarto año consecutivo sino, también, porque en dicho año ocurrieron dos fenómenos-muy relacionados entre sí- que conmocionaron a la opinión pública y agudizaron aún más la precaria situación de la economía nacional. Estos dos sucesos pueden resumirse en el pánico que debió afrontar el sistema financiero -que vio reducir sus depósitos entre febrero y julio en más de 40% de lo que eran a fines de 2001- y en el abrupto corte de los mercados voluntarios para el financiamiento del sector público, luego de la última incursión en el mercado internacional realizada en el mes de abril. Ambos fenómenos, a su vez, fueron la manifestación más elocuente de la pérdida de confianza de los agentes económicos en la capacidad de recuperar sus dineros colocados en títulos del Estado uruguayo y en los bancos instalados en el país.

Desde la segunda mitad de la década de los 90, las crisis financieras se han vuelto un fenómeno más y más común, y como lo señalan los análisis empíricos de las mismas, están asociados a fenómenos de fragilidad financiera. Fragilidad financiera derivada de falencias en el funcionamiento y el diseño de la red de seguridad del sistema financiero, que resulta y tiene su expresión más evidente en lo que se conoce en la literatura económica como problemas en las hojas de balance. Distintos problemas han llevado a tipologías de crisis diferentes. A manera de ejemplo, descálces de madurez de activos y pasivos, es decir, tener pasivos a corto plazo mientras que los activos están a largo plazo. Si un agente posicionado de esa forma se

enfrenta a una corrida contra sus pasivos, sin financiamiento de otras fuentes, estará imposibilitado de hacer frente a sus obligaciones. Este tipo de eventos estuvo muy claro en las crisis del sudeste asiático en 1997, donde los bancos estaban endeudados con otros agentes del sistema financiero internacional a plazos cortos y usaban ese dinero para dar crédito. Algunos bancos internacionales, preocupados por los problemas de la cartera del Sistema Financiero en esos países, decidieron suspender sus líneas de corto plazo con los bancos involucrados, dando así el puntapié inicial a pánicos bancarios que determinaron profundas crisis económicas. Ejemplos también de este tipo de crisis son México y Brasil, que tuvieron problemas serios con sus elevados niveles de deuda pública de corto plazo en 1994 y 1998-1999 respectivamente. En ambos casos, la crisis se desencadenó como una corrida contra la deuda pública que llevó al abandono de los sistemas cambiarios que detentaban hasta la fecha.

Otro tipo de problema de hoja de balance, de particular relevancia en los casos de Corea, Rusia y Tailandia, se da cuando un agente tiene el pasivo en la forma de contratos de préstamos. Idealmente una empresa, si constituyó su capital en base a la emisión de acciones, enfrenta un esquema de obligaciones que es contingente a la performance de la misma. La excesiva dependencia de endeudamiento puede generar problemas de hoja de balance frente a un problema de mercado, como por ejemplo una caída en los precios de venta por problemas de demanda, o aumentos en los costos por problemas de oferta. En ese caso, hay dos dificultades. Por un lado está presente el problema de madurez que describíamos antes, principalmente si la deuda es de corto plazo. Por otro lado, la asimetría en los contratos a ambos lados de la hoja de balance implica que, de haber un problema con la economía (una recesión) eso podría llevar a un proceso generalizado de desconfianza sobre el agente descalzado. Otro ejemplo lo provee la banca de inversión. Del lado de los pasivos tiene depósitos, mientras que los activos son acciones. Si el precio de las acciones cae como consecuencia de un problema macroeconómico, el patrimonio de los bancos se deteriora, generando el potencial de una corrida contra el sistema financiero<sup>1</sup>.

---

1 Las corridas eficientes son aquellas en las que los agentes tienen razones objetivas para reclamar sus depósitos, en otras palabras, corren porque saben que el banco no puede pagarles a todos lo prometido.

El más relevante para el caso uruguayo de estos problemas es el de descalce por monedas. Si bien puede argumentarse que los dos anteriormente mencionados estuvieron presentes en la crisis uruguaya, al menos en alguna medida, es claro que el descalce de monedas tiene un rol crucial. El mecanismo resulta lastimosamente familiar para cualquier uruguayo: mientras que los ingresos de los agentes domésticos (la mayoría de ellos) están denominados en pesos, sus pasivos, los cuales crecieron significativamente en la segunda mitad de los años 90, están denominados en dólares. Cuando hay un encarecimiento repentino del dólar, el deudor no puede pagar, generando un problema a todo lo largo de la cadena de pagos. Es más, si ese aumento de valor del dólar es previsible, algunos agentes sofisticados que prevean los problemas en la cartera de crédito, eventualmente comienzan un proceso de retiro de depósitos que bien puede derivar en un pánico bancario como el que sufrió el sistema financiero argentino, o como el que sufrió el nuestro. Con esto no queremos decir que el pánico de 2002 comenzó por una perspectiva de insolvencia del sistema financiero a raíz del ajuste previsible del valor del dólar. No fue así. La crisis comenzó como resultado de los acontecimientos que se dieron en Argentina, tal como lo cuenta la historia oficial, pero su amplitud, duración y gravedad están y estarán relacionadas con el descalce de monedas derivado de los problemas de diseño en la red de seguridad del sistema financiero.

A lo largo del 2002, sobre todo desde fuentes oficiales, se sostuvo que los males que nos aquejan han sido fruto de una terrible sucesión de hechos exógenos. Esto es, acontecimientos que no están bajo el control del país ni de sus autoridades, por lo tanto, de los que no puede hacerse responsable al gobierno. Sin dejar de reconocer que hay una buena cuota de verdad en el hecho de que el país debió afrontar fenómenos externos que estaban fuera de su dominio, desde nuestra óptica, buena parte de las cosas que ocurrieron y, sobre todo, la magnitud de los impactos recibidos, fueron el fruto de un cúmulo de debilidades domésticas, que no pueden ser achacadas a las "siete plagas de Egipto" sino a nuestras propias imprevisiones e incapacidades como sociedad, y que van mucho más allá de lo que son las responsabilidades del gobierno de turno. El reconocer que buena parte de nuestros problemas se debe a nosotros mismos puede resultar doloroso. Sin embargo, es imprescindible que hagamos entre todos este ejercicio de autocrítica, puesto que es el único camino que abre una cuota impor-

tante de esperanza en el futuro. En efecto, si fuera cierto que todas nuestras desgracias son atribuibles a males exógenos, sólo cabría la resignación como actitud. Por otra parte, si no nos percatamos de nuestros errores -lo que en la práctica equivaldría a tener una actitud autocomplaciente-, estaremos condenando a las futuras generaciones a seguir expuestos a lo que hemos sufrido en carne propia.

Nuestra profunda convicción acerca de que tenemos mucho más para mejorar que para resignar y nuestro ferviente deseo de aportar para que el Uruguay de nuestros hijos sea un poco mejor, fue lo que nos impulsó a llevar adelante este emprendimiento. El mismo nació en el segundo semestre de 2002 cuando la Universidad Católica nos dio la oportunidad de abrir un foro académico en el cual discutir los problemas que enfrentaba el sistema financiero, justo en el medio del desarrollo de los acontecimientos. El llamado *Ciclo de Conferencia sobre Banca y Finanzas* se transformó, pues, en un ámbito de reflexión donde varios especialistas fueron invitados a aportar sus puntos de vista. Se les pidió que, sin olvidar los agudos problemas que se estaban viviendo, hicieran el esfuerzo de mirar hacia adelante con el objeto de aportar un diagnóstico de carácter más estructural y que se concentraran en esbozar, dentro de lo posible, propuestas de reforma que sirvieran de base a la necesaria discusión que el país debe darse de cara al futuro.

La mayor parte de las ideas contenidas en esta agenda del sistema financiero no son nuevas, como tampoco los problemas cuyo tratamiento se ataca. A lo largo de las décadas de gestación de las debilidades que determinaron la profundidad de la crisis experimentada por nuestro sistema financiero, el Uruguay no encontró el tiempo, o no creyó que fuera el momento conveniente para llevar adelante estas reformas. Hoy, determinar quién fue responsable de dilatar los cambios no es importante y este libro no intenta hurgar en la búsqueda de responsables. Lo que intentamos es no dejar pasar nuevamente la oportunidad de hacer las reformas.

Durante los últimos meses de 2002 el sistema político concentró su esfuerzo casi exclusivamente en resolver los graves problemas de corto plazo que enfrentaba el sistema financiero. Muestra de ello fueron la ley que creó el Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario (FESB) y la posterior (17.613), que creó las condiciones para la solución de los bancos suspendi-

dos. Sin embargo, en buena medida, los aspectos estructurales a que hicimos referencia aún no han sido encarados como corresponde, a pesar de que se está legislando sobre nuevas atribuciones para el Banco Central y se ha creado una nueva Superintendencia (de Protección del Ahorro Bancario) en su seno, con el cometido de instaurar un sistema de seguro de depósito. La discusión con profundidad y la puesta en práctica de las reformas que requiere nuestro sistema financiero, son tareas pendientes que deberán requerir el mejor esfuerzo de todos, en especial de los técnicos y de nuestros representantes, en un campo donde, afortunadamente, la discusión académica y la experiencia internacionales tienen mucho para aportarnos. El objeto de este libro es, precisamente, ayudar a diseñar una agenda de temas para dicha reforma, con la mira puesta en fortalecer nuestro alicaído sistema financiero. Para ello, contamos con el apoyo decidido y decisivo del Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de la República y de la Universidad para la Paz de Naciones Unidas, quienes aportaron los recursos financieros imprescindibles para elaborar este libro. También contamos con el apoyo de muchos colegas que aceptaron el desafío de encarar esta tarea. Gracias a ese esfuerzo colectivo, a su formación académica y a su experiencia profesional, se fueron estructurando los distintos capítulos que integran este material.

Recorriendo sus distintos capítulos, y a pesar de la diversidad temática, el lector podrá encontrar un hilo conductor en el diagnóstico de la situación. En el mismo, se amalgaman los aspectos técnicos típicos de la actividad financiera (como las asimetrías de información y los comportamientos inapropiados, por ejemplo) con el complicado entramado de intereses que deben ser tenidos en consideración (los ahorristas, los deudores, los banqueros, los políticos, etc.) a la hora de diseñar las reglas de juego que garanticen un mejor funcionamiento para nuestros mercados financieros. En este sentido, los diferentes elementos de la Red de Seguridad y la regulación de los distintos mercados, juegan un rol primordial y son absolutamente insustituibles. El Estado y la Sociedad -a través de sus representantes- tienen la obligación de construir el marco institucional apropiado para que el desempeño de esas tareas tan vitales se lleve a cabo con eficacia. Es precisamente de ese hilo conductor que se van desprendiendo naturalmente los temas que conforman la agenda de reformas que este libro contiene. En este sentido, los capítulos también van desgranando distintas y variadas pro-

puestas con el objeto de ofrecer soluciones. En la mayoría de los casos esos planteos han tenido como finalidad dar un puntapié inicial a la discusión, por lo que el lector no encontrará sino ideas y líneas de acción que servirán, ojalá que en el futuro cercano, para inspirar la discusión profunda que reclamamos y para cimentar los proyectos concretos de reformas que deberán plasmarse, muchos de ellos, en modificaciones sustantivas de nuestro actual marco legal.

Con el objeto de organizar la exposición de los temas, el libro se ordenó en capítulos. Dado que en nuestro diagnóstico del sistema financiero uruguayo una de las mayores debilidades se encuentra en los serios problemas de diseño de la llamada *Red de Seguridad* del sistema bancario, el primer capítulo del libro está avocado a la tarea de discutir qué tipo de reformas debería encarar el país en este campo tan importante. Una de las principales características de la red es su estatus institucional. En efecto, su forma de organización, bajo criterios técnicos y de autonomía del poder político y la propia industria financiera, es el mejor diseño conocido hasta hoy para asegurar que las normas de prudencia (la medicina preventiva del sistema) cumplan eficientemente con su fin primordial, que es crear las condiciones para un sistema financiero sólido. En este capítulo, el lector encontrará una síntesis de los fundamentos que están detrás de este tipo de reformas, así como un esbozo de propuesta acerca del cómo introducir estos principios en nuestra realidad institucional. El segundo apartado de este capítulo está destinado a analizar uno de los grandes ausentes en esta crisis: el fondo de garantía de depósitos. Esta institución cumple un rol relevante, tanto en materia de prevención, como en materia de resolución de crisis junto con el Prestamista de Última Instancia, puesto que tiene como finalidad principal la de resolver bancos en dificultades. En este apartado se aboga por su creación -apartada del banco central- y por una serie de bases o principios sobre los que debería edificarse para cumplir adecuadamente su rol. El último apartado de este capítulo se concentra en la organización interna del regulador y supervisor. Hasta ahora, el Banco Central del Uruguay cumple dicho rol y tiene un organigrama que ha devenido como fruto de decisiones legislativas (así nacieron la Superintendencia de Instituciones Financieras y la de Seguros y Reaseguros) y administrativas tomadas por los sucesivos Directorios. Éstos dispusieron que las tareas de superintendencia de AFAP, mercado de valores y fondos de inversión, que a manera de alu-

vi3n se le asignaran al banco a mediados de los a3os noventa, quedaran bajo la 3rbita de la Gerencia General. A 3ltimo momento le agregaron la responsabilidades de hospital de bancos y de organizar el seguro de dep3sito en una nueva Superintendencia (de Protecci3n al Ahorro Bancario). Este apartado tiene como fin proponer un reordenamiento organizacional del Banco a los efectos de superar los problemas que le genera la estructura actual, en funci3n de los desaf3os que le significa congeniar las tareas de mega regulador con las de pol3tica monetaria tradicionales del banco central.

El segundo cap3tulo del libro se concentra en el an3lisis de un aspecto idiosincr3sico de la econom3a uruguayo que es su alto grado de dolarizaci3n en el sistema de ahorro y cr3dito. En el mismo se realiza un balance de los costos que este fen3meno le ha causado a la econom3a nacional. A pesar de que el fen3meno se debi3 a que la moneda local no fue un buen instrumento para canalizar el ahorro, el an3lisis concluye que la regulaci3n financiera no fue capaz de que los agentes incorporaran los riesgos que se asumen cuando se toman cr3ditos en d3lares, sobre todo en aquellos que tienen sus ingresos en moneda nacional. Este defecto regulatorio dio como resultado una econom3a altamente expuesta a *shocks* de tipo de cambio real que, por definici3n, alteran significativamente la relaci3n entre el valor de los ingresos de esos individuos y el de su endeudamiento en d3lares, conduciendo a problemas de solvencia sist3micos. Este fen3meno se combin3 con un marco de pol3ticas macroecon3micas que tuvo como uno de sus principales cometidos reducir la tasa de inflaci3n, dando lugar al desarrollo de un plan de estabilizaci3n de precios que utiliz3 al tipo de cambio como ancla. La combinaci3n del marco inapropiado en materia regulatoria junto con la natural estabilidad cambiaria que en el corto plazo ofrec3a el plan de estabilidad, se potenciaron inadecuadamente para que el grado de dolarizaci3n creciera sin los resguardos adecuados en el sistema financiero. Si bien la presentaci3n se concentra en el an3lisis de los deudores en d3lares, el cap3tulo tambi3n hace hincapi3 en los problemas de futuro que se le generar3n al nuevo sistema previsional. En efecto, de mantenerse dolarizado el ahorro, las empresas de seguros que deban hacerse cargo de las pensiones (indexadas en UR) experimentar3n un serio descalce de monedas al tener sus activos en d3lares cuando los *shocks* de tipo de cambio real referidos sean de signo contrario. Este cap3tulo pone al descubierto que mitigar esta fragilidad financiera a choques macroecon3micos debe ser un tema de agen-

da prioritario para el Regulador y Supervisor y para la conducción económica en general. En ese sentido, propone una estrategia que tiene como pilares el impulso de los mercados en pesos a través de la Unidad Indexada y el rediseño de las normas prudenciales que obliguen a los agentes a incorporar adecuadamente los riesgos de ahorrar y tomar crédito en dólares.

El capítulo siguiente se ocupa de las empresas financieras del Estado. Es notorio que las mismas cumplen un rol relevante en el sistema, dado que son las empresas líderes en sus respectivos mercados, sea que estemos hablando del bancario, del de seguros o del de ahorro previsional. En este capítulo se reflexiona sobre la inadecuada relación que ha habido entre las empresas bancarias y de seguros y el banco central como regulador y supervisor poniéndose de manifiesto que, en esos casos, el Estado no ha sabido compatibilizar adecuadamente sus roles de regulador y empresario. Esta disfunción, derivada del manejo político y la ausencia de capacidades punitivas por parte del regulador, no ha hecho más que debilitar a las propias empresas públicas y al sistema en su conjunto. En este sentido, este capítulo está emparentado de cerca con el primero. Asimismo, analizando específicamente los aspectos organizacionales de las empresas financieras del sector público, se propone la creación de un holding financiero que permita cumplir los fines que dichas empresas puedan tener, pero atendiendo a criterios de gestión técnica y de mayor eficiencia.

Los siguientes capítulos abordan la temática financiera desde otras perspectivas. El capítulo IV se concentra en los aspectos técnicos de la regulación bancaria. Siguiendo un enfoque histórico, se nos muestra que el impulso regulatorio está muy relacionado con las crisis financieras. Asimismo, destaca que la crisis de 2002 ha dejado una serie de enseñanzas que deberán reflejarse en modificaciones regulatorias. Entre ellas, la regulación del riesgo de crédito, en particular en lo que hace al riesgo regional y de moneda, el rol del seguro de depósitos y la integración de la regulación de la intermediación financiera.

El capítulo V hace un análisis pormenorizado del mercado de Fondos de Ahorros Previsionales con el objeto de echar luz sobre algunos de los temas sobre los cuales es necesario prestar atención. El país ha hecho una apuesta muy importante en esta reforma, por lo que es necesario detectar errores a tiempo y corregirlos.

El último capítulo está destinado al análisis de la situación fiscal. La teoría y la realidad muestran los estrechos vínculos que pueden existir entre la solvencia fiscal y la del sistema financiero en su conjunto. Aquí se presenta una visión de mediano plazo acerca de la situación financiera del Estado uruguayo, se pone de manifiesto lo difícil que será recomponer las cuentas públicas y volver a contar con el mercado voluntario como fuente de financiamiento. Asimismo, también se pone de manifiesto que la *fragilidad financiera* a que se hace referencia en el capítulo II, no escapa a la realidad del propio Estado, quien se expuso excesivamente al riesgo cambiario al dolarizar el 100% su endeudamiento, siendo que casi el total de sus ingresos están atados al nivel de actividad y al ingreso domésticos.

El lector percibirá que esta agenda del sistema financiero tiene algunas asignaturas pendientes, pero que aún así, es muy vasta. En particular, el alicaído mercado de valores y el mercado de seguros no han sido tratados en forma directa. Sin embargo, las disquisiciones que se hacen acerca del diseño institucional y los riesgos inherentes en la fragilidad financiera derivada de la dolarización del crédito se extienden con facilidad a esos campos, y hacemos votos para que esta agenda rápidamente se extienda para contemplar en forma detallada las reformas del caso. Una vez más, aún cuando esos temas no estén tratados en particular, la tarea delineada en las páginas de este libro es gigantesca. El desafío que queda planteado ahora, y del que serán jueces las generaciones futuras de este, nuestro querido país, es: ¿estamos a la altura de las circunstancias?



## CAPÍTULO I

### **LAS REFORMAS NECESARIAS EN LA RED DE SEGURIDAD DEL SISTEMA BANCARIO\***

*Mario Bergara y José Antonio Licandro*

La agenda de reformas que debería encarar nuestro sistema financiero debe partir de un reconocimiento de los graves defectos de diseño que tiene la Red de Seguridad Financiera (RSF), tal como se le conoce en la jerga académica y de los *policymakers*. Debido a la importancia que tiene el entorno institucional sobre el diseño y la implementación de la Red, se hace necesario repasar de manera muy esquemática una serie de aspectos vinculados a la naturaleza de la actividad bancaria y al rol que cumple dicha red. Estos conceptos básicos permiten una mejor comprensión de las condicionantes institucionales de la actividad regulatoria en el ámbito bancario. Asimismo, son la base conceptual que orienta el análisis del caso uruguayo e inspira las propuestas de modificación que entendemos ineludibles en este campo, para desarrollar un sistema financiero más sólido y estable.

#### **1. Las bases institucionales de una red de seguridad**

Para una mejor comprensión de los conceptos que serán discutidos en este capítulo se entendió útil comenzar haciendo una breve descripción de

---

\* Este capítulo está basado en el "El marco institucional y la Red de Seguridad Financiera" presentado por los autores en el libro "Las reglas de juego en el Uruguay: El entorno institucional y los problemas económicos". Las principales modificaciones se realizaron en función del objetivo específico de este libro.

lo que es la esencia de la actividad bancaria, para luego concentrarse en el análisis de lo que es la RSF propiamente dicha.

### **1.1 ¿Por qué los bancos son especiales?**

La teoría bancaria contemporánea clasifica las funciones de los bancos en cuatro categorías principales: ofrecer acceso al sistema de pagos, transformar activos, manejar diversos tipos de riesgos y procesar información y monitorear a los deudores. La transformación de activos adquiere básicamente tres formas. La primera refiere a la llamada conveniencia de denominación, dado que los bancos eligen la unidad de medida de depósitos y préstamos de manera que sea conveniente para sus clientes. En este sentido, los bancos recogen depósitos de montos reducidos y los colocan en préstamos de dimensiones mayores. La segunda forma se relaciona a la transformación de calidad de los activos y tiene que ver con la mayor capacidad de un banco de diversificar su portafolio con respecto a pequeños inversores, en la medida que cuenta con mejor información que los depositantes. Finalmente, la tercera forma es la de transformación de la maduración de los activos. Los bancos transforman activos que suelen ser de corto plazo (depósitos) en activos típicamente de largo plazo (créditos). Este proceso implica necesariamente un riesgo, ya que los activos de las instituciones pasan a ser ilíquidos con relación a sus pasivos. Por su parte, el rol de monitoreo y procesamiento de la información de los bancos se asocia a los problemas de información asimétrica. Las instituciones deben ser capaces de distinguir entre proyectos de diferente calidad y naturaleza, así como de monitorear el desarrollo efectivo de los mismos. En síntesis, los bancos cumplen con un papel relevante en la economía, al demandar activos en diferentes monedas, divisibles, de bajo riesgo y de corto plazo y ofrecer activos indivisibles, más riesgosos y de largo plazo, a la vez que monitorean los proyectos involucrados.

En un mundo ideal en el que los mercados financieros fueran completos y sin fricciones, los agentes podrían diversificar sus riesgos perfectamente a través de los mismos. Sin embargo, una vez que se introducen indivisibilidades y economías de escala o de espectro en las tecnologías de transacción, aparece la necesidad de los intermediarios financieros. La naturaleza de esos costos de transacción se relaciona, generalmente, a problemas de asimetría informacional. Si la calidad o el tipo de prestatario no son

conocidos, los prestamistas confiarán más en aquellos que más conocen. En este sentido, la presencia de costos de transacción fijos (y, por lo tanto, retornos crecientes a escala en la tecnología de transacción) justifica la intermediación financiera. Debe considerarse que los empresarios están mejor informados acerca de la calidad de sus proyectos que los inversores potenciales. Este aspecto hace surgir el problema que en la literatura económica se conoce como de selección adversa: los empresarios con proyectos más riesgosos van a estar dispuestos a remunerar mejor los fondos prestados. Esta problemática hace que los intermediarios financieros puedan ser considerados también como coaliciones para compartir información.

Sin embargo, la selección inicial de los proyectos a financiar no es el único problema de información asimétrica. También se debe prevenir la conducta oportunista de los prestatarios durante la realización del proyecto, o sea, que aplique los fondos a los objetivos anunciados y que haga el esfuerzo necesario para hacer rentable el emprendimiento. Este aspecto se conoce en la literatura económica como riesgo moral. Asimismo, la auditoría y el castigo a los empresarios que no cumplen con sus obligaciones contractuales también tienen un costo, tanto de verificación de los hechos como de aplicación de las penas. Por estos motivos adicionales, también puede interpretarse a los intermediarios financieros como agentes en los que se delega el monitoreo de los proyectos. Diamond (1984) sugiere que los bancos tienen una ventaja comparativa en estas actividades de monitoreo, dado que las mismas tienen economías de escala (los bancos financian muchos proyectos), la capacidad de los inversores individuales es limitada y los costos de delegar estas tareas es muy reducido.

## 1.2 ¿Qué es y qué rol cumple la Red de Seguridad Financiera?

Las operaciones bancarias pueden ser variadas y complejas. No obstante, un *banco* puede definirse, en términos sencillos, como una institución cuyas operaciones corrientes consisten en otorgar préstamos y recibir depósitos por parte del público. Normalmente, una proporción muy significativa de los créditos que brinda un banco está financiada con depósitos y no con capital propio, dando lugar a lo que comúnmente se denomina intermediación financiera. Los bancos, asimismo, proveen al público de servicios únicos, tales como liquidez y medios de pago. Sin embargo, la capacidad del banco para recuperar los créditos que concedió (lo que determina su solvencia),

así como la percepción que tengan los depositantes respecto de dicha capacidad (confianza), son los elementos que caracterizan la exposición intrínseca de este sector económico tan particular a las crisis. Por otra parte, la actividad de intermediación y la provisión de servicios de liquidez tienen una importancia fundamental para el desenvolvimiento de una economía moderna, tanto para el sector productivo como para las familias. Como se señaló en el apartado anterior, sin intermediarios financieros probablemente las asimetrías de información y los costos de transacción dificultarían enormemente la coordinación entre los agentes que ahorran y los que tienen emprendimientos rentables pero requieren financiamiento. Ello determina que el buen funcionamiento del sistema de pagos y del proceso de ahorro y crédito sean considerados como verdaderos servicios públicos por los que el Estado tiene la obligación de velar.

Dicha obligación y la fragilidad intrínseca de la industria que provee dichos servicios constituyen las dos razones fundamentales por las cuales en todos los países del mundo se observa una alta intervención estatal a nivel del sector financiero. Esa intervención ha dado lugar a un conjunto de funciones e instituciones que en la jerga bancaria se denomina Red de Seguridad Financiera (RSF). Las funciones que desarrolla la RSF son cuatro: (i) el desarrollo de un marco de regulación prudencial; (ii) las tareas de supervisión del cumplimiento de las normas; (iii) la determinación del prestamista en última instancia; y (iv) los mecanismos de resolución de bancos insolventes. Las dos primeras tienen esencialmente un carácter preventivo, puesto que están orientadas a preservar la solvencia de las instituciones bancarias. Sin embargo, a pesar de que dichas tareas se desarrollen bien, no son útiles a la hora de resolver una situación de hecho. Por esa razón la RSF también incluye habitualmente mecanismos que operen una vez que se producen problemas concretos. La función de prestamista de última instancia existe con el objeto de cubrir las necesidades de liquidez del sistema, financiando en el corto plazo a entidades que, siendo solventes en el largo plazo, pueden tener problemas coyunturales para cubrir sus obligaciones. Por su parte, cuando los bancos dejan de ser solventes, es necesario especificar las reglas de juego para determinar qué hacer en cada caso. Los mecanismos típicos de resolución de entidades quebradas incluyen seguros de depósitos y fondos de garantía, que incorporan los procedimientos y los criterios a seguir para determinar el salvataje o el cierre de las mismas. Así como las normas prudenciales y la supervisión constituyen la medicina preventiva del

sistema bancario, la función de prestamista de última instancia y los mecanismos de resolución de bancos pueden interpretarse como la medicina correctiva a aplicarse una vez que se detectan anomalías.

El conjunto de funciones descritas precedentemente es ejercido habitualmente por diferentes instituciones o agencias, normalmente de carácter estatal. Así, las tareas de regulación y supervisión suelen estar a cargo de agencias que se conocen con el nombre de Superintendencias. Debido a que existen diversos tipos de empresas financieras (bancos, seguros, fondos de pensión, etc.), uno de los problemas para el diseño institucional será definir la conveniencia de tener un regulador y supervisor para cada actividad o tener uno que centralice todas las actividades, aspecto que se desarrolla en el apartado 3.

Por su parte, la función de prestamista de última instancia está frecuentemente concentrada en el banco central, dado que esta institución tiene naturalmente las condiciones para serlo, debido a que es a escala nacional el organismo emisor del activo líquido por excelencia: la moneda. Sin embargo, en economías que han dolarizado significativamente su proceso de ahorro y crédito, como es el caso uruguayo, la capacidad de la autoridad monetaria para ser prestamista de última instancia está severamente limitada, ya que la moneda nacional no es la más relevante a los efectos. Ello impone una restricción importante que debe ser tenida en cuenta en las reglas de juego y en el diseño institucional. Este tema será retomado cuando se analice la propuesta sobre la creación del Fondo de Garantía de Depósitos y cuando se elaboren las normas particulares en materia prudencial. El tercer tipo de institución que suele formar parte de la RSF es el que tiene a su cargo resolver los problemas originados por instituciones que devienen en insolventes. Debido a que es notoria la ausencia de esta institucionalidad en el caso uruguayo, decidimos incluir un apartado especial con el fin de analizar los roles de esta institución con mayor detenimiento, así como algunos aspectos relativos a su implementación.

### **1.3 El Fondo de Garantía de Depósitos (FGD)**

Cuando aparece un banco insolvente, surge la necesidad de resolver la situación de alguna manera. Una solución posible es cerrar la institución. En ese caso, la liquidación de los créditos no es suficiente para resarcir a los

depositantes, debiendo éstos enfrentar pérdidas patrimoniales. Este problema se ve agravado porque la liquidación inmediata de los créditos disminuye sensiblemente el valor de los activos del banco. Asimismo, los clientes que tomaban créditos de ese banco también pierden, puesto que éste les había proporcionado préstamos, líneas de crédito y otros servicios financieros, producto del conocimiento y el análisis de información acerca de la firma que había realizado el banco. Esa relación no se construye de un momento a otro, tal como se vio precedentemente, por lo que el cierre de la institución bancaria se transforma en problemas financieros en el corto plazo para las empresas que usaban esos servicios, al menos mientras no logren sustituirlos con otros bancos. Entonces, de aplicarse este mecanismo de resolución, que es el de habitual uso para resolver empresas con problemas en otros sectores de la economía (mecanismo de la quiebra), el sistema de pagos y el proceso de ahorro y crédito se ven afectados. Adicionalmente, siempre es posible que los problemas de un banco desestabilicen al sistema. Este riesgo está latente debido a que la confianza de los depositantes hacia el resto de los bancos puede debilitarse, lo que se denomina efecto contagio.

Por consiguiente, los problemas de solvencia de un banco generan efectos perversos que afectan a una gran cantidad de agentes y que pueden desestabilizar a la economía en su conjunto. Por esa razón, los países se preocupan por tener una institución especializada encargada de desarrollar otros procedimientos para resolver los bancos con problemas sin tener que pasar necesariamente por el cierre liso y llano, con todos los efectos adversos que desencadena. Así como las normas prudenciales hacen de medicina preventiva del sistema, estas instituciones son un verdadero hospital de bancos. Entre esos procedimientos que podríamos llamar de cirugía mayor y que en ciertas circunstancias son de menor costo para el sistema, están las reestructuras de bancos, las absorciones, fusiones, etc. Incluso, en el caso de ser necesaria la liquidación, esta institución también utiliza un conjunto de mecanismos especiales con el objeto de minimizar los costos de esa liquidación. Uno de esos mecanismos consiste en resarcir a los depositantes mediante el pago total o parcial de sus depósitos. De ahí que este tipo de institución se denomine usualmente fondo de garantía de depósitos o seguro de depósitos. Uno de los principios de los FGD consiste en instrumentar la solución de un banco insolvente en función del menor costo que tiene para el propio instituto. En ese sentido, habrá de evaluar si le es más económico

liquidar el banco y resarcir a los depositantes o capitalizarlo con el objeto de venderlo, fusionarlo o reestructurarlo. A menudo, también son puestos en consideración aspectos sistémicos en la decisión que se toma. De ello se desprende que el criterio de menor costo no implica únicamente hacer el balance contable entre las diversas alternativas.

Adicionalmente, para poder realizar su tarea con eficacia, se le otorgan poderes especiales, particularmente en lo atinente al desapoderamiento de accionistas y al orden de prelación de los acreedores del banco, donde suelen ser los depositantes los que están en primer lugar. Estos poderes le son útiles, ya sea para tomar el control del banco lo antes posible y evitar males mayores, ya sea para minimizar la pérdida de los acreedores del banco o para resarcirse a sí mismo de los recursos que hubo de poner para pagar los seguros.

A esta altura queda claro que esta institución necesita disponer de recursos económicos con los cuales hacerse cargo de la situación, tanto para pagar a los depositantes en caso de liquidación, como para llevar a cabo otro tipo de soluciones, las que implican necesariamente una capitalización. No es ocioso recordar que la disponibilidad de recursos económicos, particularmente recursos líquidos, es siempre una condición necesaria para actuar, puesto que estamos ante casos de bancos insolventes. La manera usual de hacerse de los recursos es mediante el diseño de un mecanismo que habilita a este tipo de institución a constituir un fondo de recursos, habitualmente denominado *Fondo de Garantía*.

Incluso, cabe consignar que los países que no definen instituciones y mecanismos preestablecidos para resolver bancos con problemas no son indiferentes ante una situación de hecho. En la práctica, cuando no hay un fondo de garantía preexistente, el Estado asume las responsabilidades del caso bajo diversas modalidades, dando lugar a lo que se conoce como *Seguro Implícito*. Ello significa que, aunque no exista nada previsto en la legislación, los agentes económicos toman sus decisiones bajo la hipótesis de que el Estado haga las funciones de fondo de garantía, en caso de presentarse una crisis. Este tipo de mecanismos de solución *ad hoc* suelen conspirar contra la estabilidad del sistema, tal como lo plantean Bergara y Licandro (1999). Primero, porque aunque no exista la institucionalidad referida, los agentes asumen que el Estado se hará cargo protegiendo a los

depositantes y a los demás involucrados, probablemente capitalizando el banco y tomando su control. Este comportamiento esperado del Estado genera una mayor propensión a asumir riesgos, tanto de depositantes como de banqueros, pues asumen el salvataje estatal. La segunda razón viene dada por el lado de los recursos. Al no existir formalmente un fondo, llegado el caso, el Estado debe recurrir a los suyos propios para hacerse cargo de la situación. Si en el momento que ocurre la crisis financiera el Estado no está en condiciones de brindar los aportes necesarios para restaurar patrimonialmente a las instituciones, lo más probable es que surjan soluciones de bancos débiles, mal capitalizados y, por ende, más expuestos a las corridas y a las crisis de confianza. Un tercer problema lo constituye la propia inexistencia de instituciones que tengan la responsabilidad de hacerse cargo de estas situaciones, así como de las reglas de juego que deben aplicarse en su resolución. Este auténtico vacío institucional no hace más que agravar la situación, puesto que enlentece peligrosamente la toma de decisiones, lo que usualmente agrava la posición particular del banco en dificultades y potencia las posibilidades de contagio a otras instituciones, ambientando, incluso, la aparición de crisis de confianza de carácter sistémico. Adicionalmente, se plantea un problema de justicia distributiva, puesto que serán los contribuyentes quienes se hagan cargo de los costos de la crisis mediante un mayor pago de impuestos y no quienes recibieron directamente los beneficios de participar de las actividades del banco en dificultades. Todos estos problemas que señalamos nos hace afirmar que el seguro implícito de depósitos es, por lejos, el peor de los diseños que puede darse a esta función tan importante de la RSF.

A pesar de lo que se señaló, existen estudios que ponen en tela de juicio la eficacia de la existencia de los FGD en materia de prevención y resolución de crisis, como los de Demirgüç-Kunt y Detragiache (2000), E. Kane (1999) y Demirgüç-Kunt y E. Kane (2002). Su argumentación pasa por el delicado equilibrio que existe entre los males que trata de impedir el FGD y los males que puede generar en materia de riesgo moral de los participantes. Dicho de manera muy esquemática, los FGD se crearon para evitar los problemas que se señalaron anteriormente, fundamentalmente evitar las corridas bancarias y sus efectos sistémicos. Sin embargo, el solo hecho de asegurarle a los depositantes la recuperación de sus ahorros en caso de que la institución bancaria devengara en insolvente, genera problemas poten-

ciales de comportamiento inadecuado en materia de toma de riesgos, tal como se expuso en el caso del seguro implícito. Estos autores señalan que si no es posible mitigar esos comportamientos inadecuados, es probable que las crisis bancarias sean endémicas y con un alto costo económico. Será la calidad del entorno institucional la que pueda actuar con efectividad y las propias reglas de juego del FGD.

De este modo, existe una serie de principios rectores conocidos en la jerga como *mejores prácticas*, que justamente están destinados a evitar o mitigar esas dificultades<sup>1</sup>. Muchas de estas *mejores prácticas* se encuentran vinculadas al concepto del co-seguro. Dicho concepto es asimilable al deducible de un seguro automotor. Ello implica que los beneficiarios del seguro estarán participando, de una u otra manera, en los costos del mismo, mitigando de ese modo los incentivos al comportamiento inadecuado desde el punto de vista de la asunción de riesgos.

Las *mejores prácticas* en este campo pueden resumirse en:

- (i) El fondo debe ser constituido mediante el pago de contribuciones que hagan los participantes del sistema, usualmente los propios bancos. Estas contribuciones reciben el nombre de primas, siguiendo la analogía con los negocios de seguros, aunque en realidad constituyen aportes al fondo de garantía que no necesariamente serán utilizados para resarcir a un depositante directamente.
- (ii) Las primas que pagan las instituciones deben variar en función de los riesgos que ellas asumen. Se entiende que a mayor asunción de riesgos por parte de un banco, mayor es la probabilidad de que el FGD deba participar en un salvataje, por lo que la instauración de primas ajustadas por riesgo es útil para desincentivar la toma de riesgos al encarecerlos, puesto que a mayor exposición a ellos más tendrá que aportar al fondo.
- (iii) No es bueno que los depositantes sean cubiertos totalmente por el fondo en caso de liquidación. De este modo, se obliga a los propios

---

1 Al respecto puede consultar la "Guía para el desarrollo de Seguros de Depósito" elaborada por el Grupo de Trabajo conformado por el *Financial Stability Forum*, que fue publicado por el BIS en 2002.

ahorristas a comprometerse con la estabilidad del sistema, ya que al no estar cubiertos totalmente, se les incentiva a diversificar sus depósitos y a ser cuidadosos a la hora de elegir el banco donde ponen sus ahorros, por ejemplo, mirando algo más que la mera tasa de interés que éste les ofrece. Adicionalmente, los topes de cobertura atienden preferencialmente a los pequeños ahorristas, puesto que se supone que por su nivel de ingreso no tienen capacidad económica ni experiencia suficiente como para evaluar adecuadamente los riesgos que los bancos asumen.

Existe un conjunto de otras *mejores prácticas* que complementan el co-seguro. Una de ellas hace referencia a la necesidad que tienen los ahorristas de recibir información oportuna y adecuada acerca del estado de los bancos del sistema. Esta información es útil para que los propios ahorristas, mejor informados, sepan y conozcan los riesgos que asumen colocando sus dineros en una institución particular. Esta práctica está emparentada, asimismo, con el principio de disciplina de mercado. Usualmente serán la Superintendencia y el propio FGD quienes tengan la responsabilidad de brindar dicha información. Por último, y no por ello menos importante, cabe señalar la necesidad de que las reglas de actuación del FGD deban ser predeterminadas y conocidas por todos los involucrados. Esta suerte de transparencia en los mecanismos de actuación no sólo brinda las máximas garantías a los involucrados sino que, también, obliga al propio FGD a actuar con la máxima celeridad posible, generándole el incentivo adecuado para que los costos de resolución se minimicen.

A pesar de que comenzamos diciendo que el FGD es un verdadero hospital de bancos, lo cierto es que las mejores prácticas, algunas de las cuales hemos descrito en detalle, tienen por finalidad mitigar el riesgo moral y la toma de riesgos en el sistema. Desde este punto de vista, el FGD como institución, también cumple un rol importante en materia de prevención, al igual que las normas prudenciales que emanan del Regulador y Supervisor.

### **La creación del FGD en momentos de crisis**

En teoría, es lógico decir que el momento ideal para implementar un FGD es cuando la economía y el sistema financiero están funcionando adecuadamente. Eso garantiza que, llegado el momento, tenemos la

institucionalidad y los recursos necesarios para enfrentarla con eficacia. Sin embargo, la experiencia doméstica y la internacional enseñan que este tipo de instituciones, o meramente la constitución del fondo de recursos, se hacen justo cuando el sistema está atravesando por una crisis<sup>2</sup>. Lo cierto es que, en muchos casos, la creación del FGD se constituye como parte de una estrategia global de resolución de crisis. Esta realidad motiva la siguiente pregunta: ¿es lo mismo crear un FGD en momentos de crisis que en momentos de tranquilidad financiera? La respuesta parece ser negativa. En momentos de crisis, la restauración de la confianza de los ahorristas se transforma en el centro de atención de cualquier estrategia, por lo que la creación del FGD en esas circunstancias, tiene por objeto colaborar en la recuperación de la confianza perdida. En ese sentido, más que la preocupación por la profilaxis, las especificidades del FGD deben estar orientadas a proteger al ahorrista, priorizar la terapia y tomar como tareas prioritarias la resolución de bancos en dificultades. Asimismo, se requerirá de un fuerte apoyo del Prestamista de Última Instancia.

Con esas finalidades específicas, pueden identificarse cuatro elementos necesarios para poder implementar el FGD en estas condiciones tan particulares:

- (i) Obtención de recursos para el fondo. En la medida que no había recursos previos, es absolutamente imprescindible obtenerlos de algún modo. Asimismo, éstos deben ser suficientes para cubrir las necesidades de capitalización y liquidez que el sistema está requiriendo. Sin estos recursos será muy difícil restaurar la confianza del público y, por ende, evitar el cierre masivo de instituciones. En estos casos suele ser el Estado el proveedor de la mayor parte de esos recursos, lo que lo pone en una situación de estrés en la medida que no disponga de ellos o no tenga capacidad de endeudarse para proveerlos. Asimismo, dicha situación puede generar un círculo vicioso entre los problemas de solvencia del sistema financiero y los del propio Estado.

---

2 Al respecto, cabe mencionar que el primer fondo de garantía de la historia es el norteamericano, el que fue creado en 1934, cuando el país del norte enfrentaba una severa crisis financiera vinculada a la Gran Depresión. Uruguay no es la excepción, pues ya tuvo su fondo de garantía creado por la ley 13330, en medio de la crisis bancaria de 1965.

- (ii) Identificación de instituciones con problemas. Ésta también se constituye en una tarea prioritaria, sobre todo cuando la crisis se ha transformado en sistémica y los ahorristas corren contra todos los bancos. La tarea de identificación de bancos "malos" por parte del FGD y de la Superintendencia, no sólo permite circunscribir y dimensionar el problema, sino que permite descomprimir a los bancos que, teniendo un estado sanitario "bueno", se ven afectados por el efecto contagio y la falta de información. Esta tarea requerirá proporcionar esa información de manera veraz y creíble por parte del Regulador y Supervisor, el que debe trabajar coordinadamente con el FGD.
- (iii) Mecanismos de resolución. En general, la inexistencia previa del FGD viene acompañada de la ausencia de mecanismos idóneos para lidiar con los bancos en dificultades como los que fueron esbozados anteriormente. Por lo tanto, se requiere que el Poder Ejecutivo y el Poder Legislativo actúen con rapidez para facultar a la nueva institución de los poderes necesarios para llevar a cabo su tarea con eficacia. Como se señaló antes, esos poderes deberán ser suficientes como para recapitalizar bancos reestructurándolos, fusionándolos o absorbiéndolos por parte de otras instituciones. Asimismo, la nueva legislación debe darle mecanismos más apropiados y facultades al FGD para liquidar instituciones en el caso en que fuera necesario. Por otra parte, deben fortalecerse los mecanismos para proveer liquidez al sistema, lo que puede significar otorgarle facultades de prestamista de última instancia al propio fondo de garantía, particularmente en el caso donde la autoridad monetaria enfrente restricciones derivadas de la dolarización del sistema. Por último, a los efectos de apuntalar la recuperación de la confianza y evitar discrecionalidades inadecuadas, las facultades que se le otorguen deben incluir reglas claras de intervención y las actuaciones deben hacerse con la mayor transparencia posible.
- (iv) Distribución de los costos del fondo. En absoluto es recomendable que todos los costos de resolución de la crisis que pasen por recursos del FGD sean de cargo del Estado. Como ya se señaló, de ser así se puede comprometer la solvencia de las finanzas públicas, por lo que la estrategia de resolución misma de la crisis puede fracasar. Dicho en otras palabras, si el Estado es el garante del sistema pero su situa-

ción financiera está comprometida, también lo estarán las instituciones garantidas. Además de este aspecto de corto plazo, existe otro de largo que no es bueno menospreciar y es el aspecto reputacional. Si el Estado sale a cubrir al sistema a su costa, los agentes económicos internalizarán ese hecho de la realidad y actuarán en el futuro bajo esa hipótesis, ambientando comportamientos inadecuados en materia de asunción de riesgos en el desarrollo futuro del sistema y exponiéndolo, así, a una mayor fragilidad. Una situación así sería, de *facto*, la aplicación del seguro implícito. De lo anterior se desprende que una parte no despreciable de los costos de resolución debe ser cubierta por el sistema, para lo que se encuentra disponible la alternativa de cobrar primas *ex-post* a los bancos supervivientes. Este mecanismo se aplica en la experiencia internacional, además de que es útil para alinear incentivos. Asimismo, también permite distribuir de manera más justa los costos de resolución de crisis, los que suelen medirse en decenas de puntos del PIB. En caso contrario, terminarían siendo cubiertos por los contribuyentes, los que no siempre son usuarios o beneficiarios del sistema financiero. Esto es particularmente cierto para los contribuyentes de más bajos recursos, para quienes el acceso al sistema financiero es muy limitado. Por último, cabe señalar que es conveniente afectar lo menos posible los derechos preexistentes de los ahorristas, sobre todo en los casos de corridas bancarias. Aunque es evidente que esto puede significar un cierto renunciamiento en materia de asignación justa de los costos, también lo es que la necesidad de priorizar los derechos de los ahorristas con el objeto de ser eficaces en la difícil tarea de detener la corrida, lo justifica de algún modo. Por esta razón, en la literatura y la práctica internacional se ha utilizado un mecanismo de garantía global para detener las corridas denominado *Blanket Guarantee*. Cabe señalar, sin embargo, que este tipo de garantía global sólo puede brindarse en la medida que existan los recursos suficientes que le den credibilidad.

#### **1.4 Las condicionantes institucionales para el diseño de la Red de Seguridad**

La complejidad y especialización de las diferentes tareas que se realizan a nivel de regulación y supervisión, así como de mecanismos de reso-

lución de bancos, hacen recomendable que dichas tareas sean delegadas por los órganos naturales de gobierno (Poder Ejecutivo y Legislativo) a agencias especializadas a los efectos. Asimismo, la efectividad de la RSF depende mucho de las características del entorno institucional y del diseño organizacional, esto es, del modo en que se asignan los roles, las responsabilidades y las potestades efectivas a los distintos componentes de la red. Uno de los aspectos más relevantes de dicho diseño es el grado de autonomía que se le otorga a dichas agencias.

Quintyn y Taylor (2002) resumen dos razones de peso, que persisten en la literatura, para preferir un diseño con agencias autónomas. La primera es que la clase política está naturalmente sujeta a las presiones sectoriales y, en la medida en que esas presiones las pueda trasladar a la regulación y la supervisión, se genera una suerte de inestabilidad en las reglas de juego y de discrecionalidad en la supervisión que no propician la inversión en el sector. Menor inversión implica menor disponibilidad de servicios financieros para la sociedad en su conjunto y menor crecimiento económico. Una agencia autónoma estará menos expuesta a dichas presiones, por lo que su objetivo se concentrará en preservar las reglas de juego que en el largo plazo permiten el desarrollo sano de las actividades financieras. La segunda razón esgrimida por los autores hace referencia a que la aplicación de mecanismos de resolución de bancos con problemas no siempre es una actividad que genere popularidad. En general son muchos los damnificados, particularmente cuando deben cerrarse instituciones. Como los damnificados son potenciales votantes, quienes manejan los poderes políticos son reacios a cerrar bancos y, en la medida en que puedan influir sobre el regulador, el supervisor y el fondo de garantía de depósitos para evitarle costos a los damnificados -aunque más no sea en el corto plazo-, se genera lo que se denomina técnicamente *Indulgencia del Regulador*.

Este tipo de indulgencia no hace más que permitir que en el mercado sigan actuando instituciones bancarias débiles, usualmente mal capitalizadas, con carteras de mala calidad y bajos niveles de provisionamiento y liquidez. De ese modo, el sistema no sólo está más expuesto a las crisis, sino que también las mismas son más profundas y con mayores costos de resolución para toda la sociedad. En efecto, cuando el banquero se percata de que ya ha perdido su inversión, la indulgencia del regulador ambienta comportamientos riesgosos con el fin de tratar de recuperar lo perdido (*gambling*

*for resurrection*, como se le conoce en la literatura), o directamente le brinda una oportunidad de “vaciar” el banco mediante operaciones fraudulentas. Por esas razones se argumenta que la autonomía de las instituciones que conforman la RSF es una de las características que el diseño organizacional de la red no debe soslayar, particularmente las de superintendencia y de fondo de garantía de depósitos.

Estos autores también señalan que la autonomía tiene varias dimensiones para poder operar con efectividad. Interesa aquí destacar la relativa a la autonomía institucional. La efectividad de dicha autonomía desde el punto de vista institucional reposa sobre los siguientes principios: (i) la agencia referida debe ser un organismo independiente del Poder Ejecutivo y del Legislativo desde el punto de vista jerárquico; (ii) los procedimientos de selección y destitución de las personas que lo conducen deben garantizar competencia técnica, probidad y un alto grado de inamovilidad que las protejan del asedio político, promoviendo procedimientos de selección de autoridades donde participen ambos poderes; (iii) es recomendable disponer de una estructura de gobierno colegiada, con mandatos superpuestos de sus integrantes y de duración más larga que la de los poderes políticos constituidos, lo que facilita la independencia del poder político de turno y le da continuidad al proceso institucional de la red; y (iv) es imprescindible imponerle al organismo mecanismos de rendición de cuentas y transparencia en cuanto a la toma de decisiones.

El último de los principios cumple un papel muy importante en el diseño, a los efectos de que la RSF cumpla con sus fines. Ello es así porque los reguladores y supervisores independientes también pueden tener comportamientos inapropiados en cuanto al desarrollo, la solvencia y la robustez del sistema financiero. En la literatura económica se mencionan al menos tres casos. El primero es cuando el regulador termina siendo capturado por los regulados. Ello conduce naturalmente a que, tanto las normas como su aplicación, se hagan en beneficio de los bancos. El segundo problema puede tener su origen en los intereses propios del regulador, ya sea porque prefiera disimular sus errores con la finalidad de guardar su prestigio personal o porque tenga una verdadera agenda propia que no responda a los fines de la RSF. Estos dos problemas no conllevan a velar adecuadamente por la estabilidad del sistema. El tercer caso citado en la literatura es el de la regulación excesiva. Como lo plantea Spong (1984), suele suceder que las

restricciones que se sugieren a efectos de mejorar la seguridad del sistema afectan, por su parte, el grado de competencia entre las empresas participantes del mercado y entre éstas y potenciales entrantes. Por lo tanto, es un desafío permanente para la RSF no regular excesivamente los mercados de una manera que impida su desarrollo.

Todos estos potenciales problemas vinculados al diseño institucional de una RSF autónoma de los poderes políticos son los que están detrás de la preocupación de Goodhart (2001) cuando se pregunta: ¿quién controla al regulador?. De ahí la importancia de desarrollar mecanismos institucionales de contralor sobre dichas agencias. Más aún, Quintyn y Taylor (2002) señalan que a mayor independencia, mayor debe ser la necesidad de controles. Asimismo, la complejidad de las actividades de la RSF, particularmente la regulación y supervisión, recomienda que los controles sobre las agencias sean también complejos e involucren a varias instituciones del Estado, tal como sugiere Majone (1994). Un diseño institucional apropiado para el control de las agencias autónomas debería incluir: (i) requerimientos estrictos de procedimientos (para evitar actos discrecionales); (ii) rendición de cuentas periódica sobre sus actividades, tanto al Poder Legislativo como al Poder Ejecutivo; (iii) potestad del Poder Judicial para revisar el modo en que la agencia respectiva utiliza sus poderes; y (iv) obligatoriedad de actuación pública y transparente, de manera que la sociedad también pueda involucrarse en el contralor de su actividad.

Hay un aspecto de la autonomía de la RSF que va más allá del conjunto de normas legales y reglamentarias que se puedan fijar. Ese aspecto está referido a que la autonomía sea efectivamente ejercida por los responsables designados y tolerada por el sistema político. Si la autonomía es virtualmente "letra muerta" porque las prácticas políticas así lo imponen, de nada valdrá tener la legislación más avanzada en ese sentido. Desde este punto de vista, estará en la madurez de los actores políticos aceptar que este tipo de autonomía es un requisito valioso para la estabilidad del sistema. Quizás la transparencia en la toma de decisiones de las instituciones de la red sea uno de los mejores indicadores para monitorear la autonomía en la práctica.

Otro aspecto no despreciable del relacionamiento institucional de la Red es el relativo a la necesidad de compartir información y coordinar acciones. Es bueno señalar que desde el punto de vista de la eficiencia de la

Red el trabajo de “equipo” es fundamental, pues en caso contrario se duplican esfuerzos y se superponen potestades, tanto para recabar información relevante, como para regular y supervisar. Este tipo de ineficiencias puede, incluso, encarecer el costo de los servicios financieros, en la medida en que los bancos tengan que dedicar recursos excesivos para atender las demandas de información de distintas agencias, lo que no ocurriría de existir una acción coordinada. Adicionalmente, compartir información y coordinar acciones también es útil para actuar en el momento preciso y evitar los costos de resolución de crisis derivados de la acción lenta y a destiempo, situación que puede emerger de la natural oposición de intereses entre las agencias integrantes de la Red. Para facilitar este aspecto operativo desde el ámbito institucional, algunos países han instaurado distintos mecanismos que facilitan la colaboración entre agencias. Uno de ellos consiste en que los distintos directorios tengan miembros comunes. Otro funciona mediante *Comités de Alzada* integrados por las agencias para analizar temas comunes, tal como sucede con el *Standing Committee* de Inglaterra. El otro mecanismo institucional lo constituye la obligatoriedad de que las distintas agencias hagan acuerdos mediante la firma de *Memorandos de Entendimiento*<sup>3</sup>.

Por último, existe en la literatura una preocupación especial por la calidad del entorno institucional que rodea la RSF. Trabajos recientes como los citados de Demirgüç-Kunt, Detragiache y Kane, encuentran que la existencia de la RSF por sí misma y, en particular, el FGD no garantizan menor frecuencia de crisis financieras ni menores costos asociados. Si su diseño institucional no es adecuado y si el marco institucional en el que se desenvuelven presenta debilidades, no es posible identificar mejoras en ese sentido. En cuanto al marco institucional, se hace referencia a la importancia de la operativa del sistema judicial, aspecto relevante para el funcionamiento de los bancos, pues el hecho de poder recurrir a él para resarcirse de las garantías es vital para disciplinar el comportamiento oportunista de los deudores. Algo similar sucede cuando el sistema político interviene en los contratos privados, con el supuesto fin de favorecer o proteger a ciertos sectores. Kane (2000) señala que, cuando el entorno institucional es realmente

---

3 A este respecto, Abal y Gianelli (2003) reportan los casos de Inglaterra, Australia y los países escandinavos.

débil, la inclusión de mecanismos de seguro de depósito explícito en la RSF puede acarrear riesgos que la hagan inconveniente.

## **2. Consideraciones referidas a la red uruguaya**

### **2.1 El FGD y la mayor autonomía de la Red**

Uruguay no disponía de un esquema explícito de seguro de depósitos ni, por tanto, de mecanismos de resolución de bancos insolventes sino hasta la reciente ley aprobada para la creación del Nuevo Banco Comercial. Sin embargo, existía hasta los primeros meses de 2002 una larga tradición de salvaguardia de los derechos de los depositantes, materializada bajo diversos mecanismos, a pesar del artículo 42 de la Ley de Intermediación Financiera 15322, que en su modificativa de 1992 dice: "El Estado no es responsable por cualquier incumplimiento en que puedan incurrir las instituciones financieras no estatales. . . .". La mayor cantidad de ejemplos de aplicación de este "seguro implícito" la podemos encontrar cuando irrumpe la crisis financiera en 1982. En ese momento y en los años sucesivos, una gran cantidad de las instituciones bancarias que actuaban en la plaza local presentó problemas de insolvencia. La inexistencia de mecanismos institucionalizados para atender estos problemas llevó a diversas soluciones que tuvieron como objetivo primordial salvaguardar los derechos de los depositantes, para evitar la quiebra de bancos y su secuela de ruptura del sistema de pagos y del crédito. Sin embargo, lo común a todas ellas fue que el Estado se hizo cargo de las pérdidas patrimoniales actuando, de hecho, como un asegurador de depósitos<sup>4</sup>.

Estas soluciones se diferenciaron, más que nada, por el tipo de intervención estatal y por el organismo a través del cual se canalizaron las pérdidas. Uno de los procedimientos iniciales fue la adquisición por parte del Banco Central de la cartera de mala calidad de los bancos, mecanismo por el cual se saneaba la institución financiera. Luego de saneado, el banco volvía a manos privadas mediante una rápida venta a instituciones bancarias de prestigio internacional. Otro de esos procedimientos consistió en la capitalización de la institución con problemas por parte del Banco de la

---

4 Tan sólo en el caso del Banco de Italia su liquidación significó que los depositantes tuvieran que hacerse cargo de parte del costo del cierre del banco.

República, quien se hacía cargo del mismo, aunque sin liquidación del banco adquirido. La estrategia de este procedimiento consiste en hacerse cargo no sólo de las pérdidas del banco sino también de su administración, con el objetivo de hacerlo viable para su reprivatización. . Esto dio lugar a la aparición de los llamados “bancos gestionados”. En estos últimos procedimientos también actuó la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND), quien en varios casos terminó siendo la propietaria de todo o parte del paquete accionario del banco. El funcionamiento de los bancos gestionados y la serie de fracasos en sus posteriores reprivatizaciones estuvieron pautados por el manejo político de dichos procesos, donde el gobierno de turno tomaba las riendas de la negociación y el Banco Central del Uruguay actuaba más bien como asesor en dicho proceso. Una hipótesis plausible a la luz de esta experiencia y de los principios generalmente aceptados, es que muchas de esas dificultades se pudieran haber resuelto de disponer la Red de Seguridad con una institución especializada en resolver bancos en dificultades, así como con los recursos económicos que usualmente se requieren para hacer viables instituciones insolventes a través del fondo de garantía de depósitos.

Tal como habían funcionado los mecanismos de resolución, el seguro de depósitos existía, aunque sin compromiso institucional. Asimismo, el hecho de ser implícito le confería características no deseadas, las que fueron expuestas en el apartado anterior. Sin embargo, cabe recordar que le generaba a los bancos incentivos a asumir riesgos de manera desmedida en la selección de sus carteras y a los depositantes también, pues no les interesaba reparar en la solvencia del banco al que confiaban sus depósitos, dado que el Estado actuaría como garante. Asimismo, no existían mecanismos *a priori* para actuar en estos casos, aunque sí existían responsabilidades. Esta situación comprometía la posición del Banco Central del Uruguay -como quedó al descubierto durante la crisis del 2002-, pues es él quien debe “*promover y mantener la solidez, solvencia y funcionamiento adecuado del sistema financiero nacional*”, tal como reza el inciso D) del artículo 3ro. de la Carta Orgánica de la institución. Sin embargo, no disponía de mecanismos de salvaguardia de depósitos más allá de los meramente preventivos que surgen del control que ejerce sobre la actividad de los bancos mediante la aplicación de las normas prudenciales. Resulta obvio que la actividad preventiva que desarrolla el Banco Central del Uruguay en tanto Regulador y

Supervisor es insuficiente cuando algún caso se detona, además que su eficacia se veía mermada por los problemas de riesgo moral que generaba la existencia del seguro implícito. De hecho, la Carta Orgánica del banco sólo lo habilita para dar redescuentos o asistencia financiera de corto plazo para cumplir con su rol de prestamista de última instancia, la que nunca puede exceder el monto del patrimonio neto del banco asistido, tal cual luce en los artículos 36 y 37 de la citada carta. Para los casos de insolvencia su función se ve reducida a opinar, autorizar y aprobar las soluciones que se planteen<sup>5</sup>.

La situación generada en el correr del año 2002, en el que se reprograman los depósitos de la banca estatal, se comienza a procesar la liquidación de un banco extranjero y se suspenden las actividades de los bancos privados de mayor peso en el sistema, también muestra los problemas que acarrea la falta de una institucionalidad que tenga como cometido la resolución de bancos insolventes, con reglas y procedimientos conocidos por todos los agentes involucrados. Tanto el gobierno como el Banco Central debieron recurrir a mecanismos no definidos previamente y apremiados por las circunstancias concretas. La capitalización del Banco Comercial fue el primero de esos mecanismos, seguido por la creación del Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario (FESB), que se constituyó, en la práctica, en una suerte de colateral que garantiza los depósitos a la vista en la banca pública y parte de la banca suspendida<sup>6</sup>. Todo esto se da en un entorno de negociación con los organismos internacionales, el sistema político en su conjunto y los principales actores sociales afectados.

Dado que un sistema de FGD explícito opera sobre la base de reglas de juego predeterminadas, el mismo constituye un mejor proceso administrativo para resolver situaciones con bancos problemáticos y para proteger a los depositantes, incluso si se crea como parte de una estrategia de resolución de crisis. Tiende a ser más rápido y predecible que un seguro implícito, a la vez que provee una mejor estructura de estímulos, haciendo que la

---

5 Según se deduce del artículo 39 de la carta orgánica, incisos D), E) y F), donde se establecen los cometidos y atribuciones de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera.

6 Con dicha cobertura se pretendió proteger el sistema de pagos por encima de las instituciones y a la luz de la disponibilidad de recursos que se habían obtenido.

carga del seguro sea absorbida total o parcialmente por el sector bancario y aliviando la carga fiscal correspondiente. De estar adecuadamente diseñado, además, realinearía los incentivos de las instituciones de intermediación en cuanto a la toma de riesgos y de los depositantes con relación a sus decisiones de inversión, colaborando, por tanto, con el mantenimiento de una plaza sólida y confiable.

La crisis reciente no sólo desnudó la inconveniencia de tener un *Seguro Implícito* en la RSF uruguayo, sino que también puso de manifiesto las limitaciones en materia de autonomía técnica de la propia red<sup>7</sup>. Un mayor grado de autonomía de la Red, en particular de la Regulación y Supervisión, mejorará sustancialmente las tareas de prevención y fortalecimiento del sistema. El desempeño inadecuado en muchos aspectos de los bancos públicos y la gestión usualmente ineficaz de los bancos en dificultades que culminaron siendo apropiados y gestionados por el Estado, son ejemplos contundentes de que es necesario cambiar de rumbo en este sentido. Lo mismo podría decirse respecto de la autorización de licencia para actuar y su supervisión a instituciones que, como el Banco de Galicia, utilizaron la normativa *off shore* para desarrollar actividad bancaria de alto riesgo<sup>8</sup>, lo que golpeó severamente el prestigio de Uruguay como plaza financiera regional segura. Aspectos menos visibles pero no menos importantes de la calidad y aplicación de las normas de prudencia también se verían favorecidos con una mayor autonomía.

Sería, por tanto, un signo de madurez política, que a la luz de la crisis que le tocó enfrentar al sistema financiero en 2002, nuestra sociedad haga transformaciones de relevancia en la RSF uruguayo mediante la creación de una institución tipo Fondo de Garantía de Depósitos y mediante modificaciones legales y de comportamiento que le aseguren autonomía técnica a las

---

7 Tan es así que las declaraciones públicas de jefes del BCU no hicieron más que confirmar que su actuación se guió en última instancia por las instrucciones que recibían desde el poder político, quien, por las razones institucionales analizadas, no siempre tiene los incentivos y la experiencia adecuados en el sentido de velar por la estabilidad del sistema en el largo plazo.

8 En los hechos, el Banco de Galicia funcionó más como una sucursal argentina en territorio uruguayo, en el sentido que captaba depósitos de ese origen y sus principales colocaciones (riesgos crediticios) también se hicieron en ese país.

instituciones que lo componen, siguiendo las mejores prácticas internacionales en este sentido. Lo mismo debe decirse respecto al marco institucional, pues Uruguay se ha caracterizado en el pasado reciente por una debilidad notoria en la efectividad de su sistema judicial<sup>9</sup> y por presiones sistemáticas a intervenir en los contratos privados. Las refinanciaciones compulsivas impuestas por ley que caracterizaron a la década de los años 80 y la discusión actual acerca de normas similares que incluirían pesificaciones u otras modificaciones a los contratos son, en este sentido, trágicamente contraproducentes para el desarrollo sólido y eficiente del sistema financiero local.

## 2.2 La nueva normativa

La legislación recientemente aprobada crea la *Superintendencia Para la Protección del Ahorro Bancario* como organismo desconcentrado del BCU, cuyo principal cometido es instrumentar un fondo de garantía de depósitos<sup>10</sup>. Si bien es una medida que va en el sentido correcto, no parece estar bien orientada institucionalmente. Comentarios de igual naturaleza deben hacerse respecto a los nuevos mecanismos creados para lidiar con bancos en dificultades, en particular la facultad otorgada al Poder Ejecutivo para expropiar un banco que no ha logrado recomponer patrimonialmente la institución, así como las facultades otorgadas al Banco Central del Uruguay para crear *Fondos de Recuperación de Patrimonios Bancarios* con dichas instituciones. Estos instrumentos le permiten a la Red hacerse del banco en dificultades para virtualmente “desguasarlo”, a los efectos de sanearlo mediante la forma más práctica (reestructuración, absorción, fusión, etc.) y económica, resultando un mecanismo apto para defender mejor los intereses de los damnificados (depositantes, deudores y clientes en general) y para actuar con rapidez y prevenir efectos a nivel sistémico.

Si bien este tipo de facultades son necesarias para cumplir adecuadamente con la función de “hospital de bancos”, de cualquier manera, es

---

9 Fleisig y de la Peña (1992) advertían que los procedimientos judiciales lentos e inciertos en Uruguay, conjuntamente con registros públicos inadecuados y ciertas limitante legales, hacían que la mayor parte de las formas de garantía resultaran deficientes, disminuyendo la predisposición a prestar. Incluso sugerían mecanismos de solución que implicaban evitar el uso del sistema judicial.

10 Ley 17613 del 27 de diciembre de 2002.

necesario insistir que el ordenamiento institucional propuesto es inadecuado y eso seguramente actuará en contra de los beneficios potenciales antes expuestos. Primero, porque nuestro banco central ya reúne demasiadas responsabilidades, por lo que incluirle la administración del fondo de garantía y las potestades de “hospital de bancos” no hace más que complejizar sus actividades, transformándolo en la única institución que conozcamos en el ámbito internacional que sea, ella misma, “la” RSF. Los inconvenientes institucionales que ello implica son de variada entidad. Por un lado, obliga a sus directores a transformarse en verdaderos enciclopedistas en materia financiera, algo difícil de lograr en sí mismo, puesto que el grado de especialización que requieren estas actividades es muy alto y costoso. Por otra parte, existen argumentos de peso para que las distintas actividades de la RSF se lleven adelante por instituciones diferentes, básicamente porque en muchos casos existe una sana oposición de intereses, la que sería difícil de resolver con transparencia y equidad cuando esa oposición se resuelve al interior de un mismo organismo (Charles Kahn y João A. C. Santos, 2001), más aún en una sociedad donde las prácticas de actuación transparente no son habituales. Por otra parte, la escasa autonomía del Banco Central del Uruguay seguirá operando como un freno a la necesaria utilización de criterios técnicos, incidiendo de manera inadecuada sobre las decisiones de la Red. Adicionalmente y, a nuestro criterio, todas las dificultades que genera dicha falta de autonomía se agravarán aún más en un sistema de red muy centralizado a nivel de la toma de decisiones.

### **3. La regulación financiera centralizada y su relación con el Banco Central**

Otro de los aspectos institucionales referidos a la regulación financiera y que va más allá de la propia RSF, está relacionado al hecho de que existe un conjunto de actividades y mercados financieros además del bancario. Al respecto cabe mencionar los seguros, los fondos de pensión, de inversión y las actividades englobadas en las bolsas de valores. Estas actividades se diferencian principalmente de las bancarias porque no implican una actividad de intermediación de fondos, con todo lo que ello significa. Sin embargo, tienen en común con éste los problemas de asimetrías de información y de agencia que siguen justificando la necesidad de la intervención estatal mediante la regulación de dichas actividades. Asimismo, en muchos casos, por razones

tecnológicas y de afinidad, estas actividades se desarrollan por verdaderos grupos financieros que actúan, precisamente con lógica de conglomerados.

Una vez definida la necesidad de regular los diferentes mercados e intermediarios financieros, surge la pregunta de si debe haber uno o más organismos reguladores y supervisores del sistema. La experiencia internacional revela que no existe una única solución institucional, dada la diversidad de regímenes imperantes. Asimismo, la constelación de instituciones y mercados, las formas en que se relacionan entre ellos y con el marco jurídico-político, y las reglas de juego imperantes en el funcionamiento del sistema, son factores específicos de cada país, por lo que el arreglo regulatorio óptimo o posible no tiene por qué ser el mismo en todas las situaciones. La economía política en este sentido juega un rol relevante a la hora de diseñar una institucionalidad regulatoria específica.

Por otra parte, el ordenamiento legal uruguayo ha opta por un modelo de regulación centralizada y dentro del propio Banco Central. Esta realidad impone que estos temas no puedan estar ausentes de la agenda de reformas. En primer lugar porque la manera en que fue recibiendo el BCU las responsabilidades inherentes a regular otros mercados contribuyó para que se terminara ordenando una organización institucional a la interna mismo que merece ser revisada. En segundo lugar, el relacionamiento institucional del banco -como rector de la política monetaria- con el sistema político -que maneja el conjunto de la política económica-, determinó un grado de autonomía que ha resultado inadecuado con la efectividad de las tareas de regulación y supervisión, tal como se discutió precedentemente.

### **3.1 Regulación descentralizada vs. *Megaregulador***

A escala conceptual, pueden identificarse diversos argumentos a favor y en contra de la regulación centralizada<sup>11</sup>. Dentro del primer grupo, se destaca el hecho de que el costo burocrático es menor al tener una única agencia regulatoria con relación a tener más de una. Más allá de que, dadas las especificidades de los diversos mercados financieros, se debe pagar el costo de intervenir en mercados diferentes, también es cierto que

---

11 La discusión puede verse en Llewellyn (1999), Goodhart (2000) y FMI (2000).

existen muchos factores que pueden compartirse si se regulan varios mercados conjuntamente. Se plantea, entonces, la presencia de economías de alcance en la actividad regulatoria de los mercados financieros. Dichas economías de alcance también pueden venir acompañadas por economías de escala, particularmente en el caso de países pequeños, como lo señala Llewellyn (1999). A estos aspectos de carácter puramente tecnológico se le liga un segundo argumento de oportunidad a favor de la centralización: un aparato burocrático ya existente estaría en mejores condiciones de accionar, dada la acumulación de formación técnica y de experiencia, comparado con noveles organismos creados separadamente.

Otro elemento que justifica la regulación centralizada (probablemente el más relevante desde el punto de vista conceptual) es el hecho de que las empresas actúan como conglomerados en los diversos mercados, desarrollándose una interacción entre los mismos que no debería escapar a la acción regulatoria. Dado que las firmas actúan como grupo en el sector bancario, de administración de fondos de inversión y de pensión, y de seguros, parece razonable entender que las actividades de supervisión y contralor también deben pensarse en forma global y centralizada (sin negar la necesidad de interiorizarse en las especificidades de cada mercado). Este es uno de los factores relevantes a considerar según el trabajo del Fondo Monetario Internacional (2000), en el que se plantea que la estructura institucional de la regulación debería reflejar la estructura institucional de la industria a regular.

También se agregan en la lista de argumentos a favor de la existencia de un solo supervisor aspectos organizativos que hacen a la eficiencia de la labor como lo son la facilidad de intercomunicación, el aprovechamiento eficiente de la información y, más fundamentalmente, la idea de que un solo ente tiene mejores probabilidades de tener un enfoque unificado y consistente de las actividades financieras, lo que hace a la propia eficiencia de la tarea.

Por otro lado, también pueden encontrarse argumentos que sugieren la conveniencia de descentralizar la regulación financiera. Uno refiere a consideraciones de eficiencia, en el sentido que una entidad especializada desempeñará mejor las funciones asignadas que una institución que debe atender múltiples objetivos y aspectos. Otro elemento se relaciona con la

reticencia a concentrar poderes tan importantes y sensibles en un solo organismo, por lo que se estaría dispuesto a pagar el costo de la descentralización por razones de concentración de poder.

Cabe consignar que en los últimos años varios países han optado por unificar las tareas de regulación y supervisión. Tal es el caso de Inglaterra con la creación de la FSA (*Financial Services Authority*) en 1997. Hoy en día esta discusión se está planteando con mucha fuerza en la Unión Europea donde parece primar el criterio de un solo *Megaregulador*<sup>12</sup>. Parece de interés para nuestro país el caso de Irlanda reportado por Llewellyn (1999), donde se ha decidido unificar la regulación y supervisión en un solo ente y aún se discute si debe permanecer en la órbita del Banco Central.

### 3.2 La regulación dentro o fuera del banco central

Por otra parte, en función de las relaciones entre el funcionamiento del sistema financiero y la estabilidad monetaria, también se plantea la necesidad de que el contralor del sistema esté centralizado, e incluso se apunta a sugerir que el regulador debe estar de una u otra manera ligado al Banco Central. Esto se complementa con la presencia de posibles sinergias con el desarrollo de la política monetaria. En efecto, siguiendo a Goodhart (2000), las tareas propias del Banco Central como ente encargado de mantener la estabilidad macroeconómica (tanto su preocupación por mantener baja la inflación como por mantener la estabilidad del sistema de pagos) requieren de un contacto estrecho con el ente *Regulador y Supervisor*, cualquiera sea la solución institucional. Obviamente, el rol de *Prestamista de Última Instancia* requiere de un intercambio de información con los distintos estamentos del sistema financiero, tarea que se beneficiaría de estar centralizada en un solo organismo.

También se discute el hecho de que la regulación y la supervisión financiera sean funciones del Banco Central, dado que no constituiría una función inherente al mismo y a que podrían generarse conflictos potenciales con otros objetivos (sobre todo los de política monetaria) debilitando así la reputación y credibilidad de la autoridad monetaria. Sin embargo, existen

---

12 Ver The Economist (2001).

otros aspectos para considerar la centralización de las tareas de regulación y supervisión en el banco central. Uno de ellos, presentado por Goodhart (2000), hace referencia a que en los países en vías de desarrollo el Banco Central suele ser una de las pocas instituciones que dispone de cierta independencia técnica y de recursos suficientes, tanto humanos y materiales, como para garantizar el servicio.

### 3.3 Consideraciones sobre el caso uruguayo

En Uruguay, el Banco Central suma a sus tradicionales funciones, las de regulación y supervisión de los diferentes campos del acontecer financiero. En efecto, es la entidad reguladora y supervisora del sistema financiero en su conjunto, rol derivado de las sucesivas leyes que fueron conformando el marco normativo de los diversos segmentos del mercado. Los cuatro entes reguladores del sistema se concentran bajo la órbita de la autoridad monetaria, si bien tienen diferentes niveles en la estructura jerárquica de la misma. Ellos son: la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera; la Superintendencia de Seguros y Reaseguros; la División de Control de AFAP y el Área de Control del Mercado de Valores.

La Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay (Ley N° 16.696 del 30 de marzo de 1995) ubica, entre las finalidades de la institución, la de *“promover y mantener la solidez, solvencia y funcionamiento adecuado del sistema financiero nacional”*. Asimismo, el Banco Central *“actuará como banquero de las instituciones de intermediación financiera”*, a la vez que *“regulará normativamente y supervisará la ejecución de aquellas reglas por parte de entidades públicas y privadas que integran el sistema financiero. A tal efecto podrá autorizar o prohibir, en todo o en parte, operaciones en general o en particular, así como fijar normas de prudencia, buena administración o método de trabajo e informará, en el caso de las entidades públicas, al Poder Ejecutivo, a sus efectos”*.

Varios aspectos desarrollados en la Carta Orgánica pautan la relación entre el Banco Central y las entidades que conforman el sistema financiero. Por ejemplo, con relación a la política de liquidez el Banco estará facultado para *“fijar las tasas de los encajes mínimos que deberán mantener los Bancos y otras instituciones receptoras de depósitos con relación a sus depósitos y otras obligaciones análogas, tanto en moneda nacional como*

*extranjera, así como los activos que podrán componerlos y demás condiciones pertinente". También podrá "fijar la posición máxima y mínima en divisas que podrán mantener las instituciones de intermediación financiera".*

Basado en la Ley de Intermediación Financiera (Ley N° 15.322 del 17 de setiembre de 1982 con modificaciones introducidas por la Ley N° 16.327 del 11 de noviembre de 1992), el Banco podrá reglamentar y controlar las operaciones de las instituciones de intermediación financiera y las de aquellas que sin serlo, *"realicen colocaciones e inversiones financieras con recursos propios o en cuyo financiamiento no participe el ahorro público y a aquéllas que se limiten a aproximar a las partes en negocios de carácter financiero sin asumir obligación o riesgo alguno"*.

La Carta Orgánica prevé que el Banco actúe como *Prestamista de Última Instancia* respecto de las instituciones de intermediación financiera, así como que conceda adelantos financieros por plazos no superiores a los noventa días, siempre que ellos sean adecuadamente garantizados. Asimismo, se reglamenta la actividad de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera y la de Seguros y Reaseguros. Posteriormente a la aprobación de la Carta Orgánica, sucesivas leyes le incorporaron cometidos de regulación y supervisión con relación al mercado de administradoras de fondos de pensión y al mercado de valores, tal como se señaló antes.

La legislación ha dejado claramente especificado para nuestro país la existencia de un régimen de regulación centralizada bajo la órbita del Banco Central del Uruguay. Los fundamentos para el mismo se encuentran nítidamente expuestos en Vaz (1998). En cuanto al tema de la presencia de un regulador centralizado o *Megaregulador*, Vaz reconoce la existencia de diversos arreglos institucionales alternativos en distintos países, pero enfatiza el hecho de que *"la industria financiera ya no es más la yuxtaposición incoherente de diversos segmentos, sino que para entender lo que pasa en cada uno de los segmentos hay que comprender lo que ocurre en el resto"*. Para el caso uruguayo, la justificación correspondiente surge luego de analizar dos aspectos básicos: la estructura actual de la industria financiera y su posible evolución, y la economía política de la regulación y supervisión de la misma. Con relación al primer tema, Vaz (1998) destaca que *"en el sistema uruguayo ya tenemos conglomerados financieros, incluso públicos, que trabajan en todos los segmentos de la industria"* y que la perspectiva es que

esos conglomerados van a seguir actuando como tales. Agrega que *“en Uruguay ya se manifiesta la tendencia que se aprecia en el mundo. Las economías de escala y de espectro que llevan a la creciente interrelación entre los distintos sectores de la industria financiera. . . hacen que sea más rentable desde el punto de vista privado explotar la información que producen los negocios financieros en grandes unidades que abarcan todas las variantes de la industria. Por lo tanto, para entender el negocio hay que explotar las mismas economías de escala y de espectro en el uso de la información que utiliza el sector privado para obtener mayores beneficios. Si de lo que se trata es de entender lo que ocurre en el sector privado ...hay que reproducir en la fase de control estructuras similares a las que existen en el sector privado”* .

Con respecto a la economía política de la regulación financiera, Vaz plantea, en un marco de demanda por regulación por parte de los agentes privados, que *“la ingente interconexión entre las diversas partes de la industria financiera implica que cada regulador individual actuando por separado no podría internalizar las consecuencias de sus propias decisiones”*. La necesidad de coordinar a los diversos reguladores y el costo que ello implica tienen como contracara un incremento en la probabilidad de tener una crisis financiera, por lo que no sería *“conveniente correr el riesgo de descentralizar la supervisión de la industria financiera”*.

Un segundo aspecto refiere al hecho de que el regulador centralizado deba estar bajo la égida del Banco Central del Uruguay. La justificación correspondiente se basa en que la autoridad monetaria es el *Prestamista de Última Instancia* del sistema y en la relación entre la estabilidad de la moneda y la del sistema financiero en su conjunto. Luego de reconocer que la incorporación de las tareas regulatorias a la institución surge de manera más o menos espontánea, se plantea que existe *“inevitablemente un traslape entre las áreas de interés, y la información requerida y disponible, para el supervisor y para el Banco Central. La separación implicaría una duplicidad antieconómica. Otra razón es que cualquier rescate o crisis de liquidez, normalmente exigiría la provisión inmediata de dinero en efectivo. Por lo tanto, en cualquier caso, el Banco Central y el supervisor tienen que trabajar estrechamente unidos y la mejor manera de hacerlo es con un organismo supervisor ubicado dentro del Banco Central”*.

La realidad organizativa actual no coadyuva, en cierta medida, con las ideas básicas que están detrás de los defensores de la existencia de un único ente regulador, aunque, contradictoriamente, el sistema regulatorio esté unificado y radicado en el Banco Central. En efecto, las características actuales de la estructura regulatoria no favorecen el logro de las virtudes atribuibles a un único regulador, particularmente en lo referente a la eficiencia organizacional, a la coherencia del enfoque regulatorio y a la visión de conjunto y coordinación de actividades. Ello hace necesario reinsertar a los diversos órganos reguladores en la estructura jerárquica del Banco Central con criterios lógicos, los que tendrán que ser examinados a la luz de un nuevo esquema de supervisión y regulación del sistema, de acuerdo con las tendencias a escala mundial en que se mueven los grupos financieros, formando conglomerados. En tal sentido, es necesario implementar una supervisión y regulación que mire al sistema financiero en sentido amplio, con normativas coherentes entre sí. Para lograr esto es imprescindible que exista una importante coordinación entre los órganos de supervisión, de forma de “enfrentar” los conglomerados financieros con un enfoque “de conglomerado”.

Asimismo, desde nuestro punto de vista, existen poderosos argumentos para que el *Regulador y Supervisor* no se confunda con el Banco Central. Por un lado, parece existir un cierto consenso de que las tareas de regulación y supervisión sean independientes, mientras que dicho consenso no está tan arraigado para el Banco Central en tanto rector de la política monetaria, al menos para la idiosincrasia uruguaya. Ello ha conducido a que, al concentrarse todas las actividades en un mismo organismo, la falta de independencia se traslade a las áreas de la *Red de Seguridad*, afectando negativamente su eficacia. Si bien es cierto el argumento de Vaz y Goodhart en cuanto a que hay cierta economía de información en concentrar ambas funciones en una sola institución, es tan importante el grado de autonomía para la eficacia de las tareas de *Regulación y Supervisión* así como para la RSF, que sus beneficios parecen merecer una evaluación más rigurosa de una eventual separación institucional.

#### **4. Aportes a la agenda de reformas**

Las consideraciones anteriores ponen de relieve que nuestro sistema financiero -en particular el bancario- requiere una serie de reformas institucionales para poder recuperar su credibilidad y volver a desempeñar

las importantes funciones que tiene en una economía moderna. En este campo institucional, dichas reformas pasan, en esencia, por reestructurar la *Red de Seguridad del Sistema*. Lo que sigue es una resumida propuesta de agenda de reformas que, por supuesto, será necesario analizar y discutir con mayor detenimiento, tanto desde el punto de vista técnico como jurídico-político.

- (i) La creación de una nueva institución integrante de la RSF, que podría mantener el nombre de *Superintendencia Para la Protección del Ahorro Bancario (SPAB)* y a la que habría que transferirle las potestades de *Hospital de Bancos*, así como la administración del *Fondo de Garantía*, potestades que hoy están en poder del Banco Central del Uruguay merced a la nueva legislación. De este modo, el país contaría con una institución importante que tendría, en primer lugar, participación en materia de prevención junto con el ente *Regulador y Supervisor* mediante la instrumentación del *Fondo de Garantía de Depósitos*. Esto se haría siguiendo las *mejores prácticas* del co-seguro (primas pagadas por las instituciones financieras; ajustas por riesgo; y topes máximos de cobertura), con reglas conocidas y predeterminadas de actuación e información a los ahorristas. En segundo lugar, tendría responsabilidades e instrumentos legales para actuar con rapidez cuando existan instituciones insolventes. Para realizar estas tareas dispondrá de las potestades que hoy tiene el Banco Central del Uruguay para liquidar, reestructuras, fusionar y absorber instituciones, así como la necesaria capacidad jurídica para hacerse de las instituciones mediante el mecanismo de expropiación de acciones del banco en dificultades, que ya ha otorgado la ley al Poder Ejecutivo. Asimismo, atendiendo a la característica idiosincrásica de nuestro sistema acerca de su alto grado de dolarización y las limitaciones que ella le impone al Banco Central del Uruguay como *Prestamista de Última Instancia*, también sería útil evaluar la posibilidad que esta institución pudiera conformar un *Fondo de Liquidez* con ese fin, el que sería alimentado con el mismo sistema de primas propuesto para el *Fondo de Garantía*.
- (ii) La evaluación de las ventajas y desventajas de transferir las tareas de *Regulador y Supervisor* del Banco Central del Uruguay de todas las actividades financieras, a una nueva entidad de carácter

*Megaregulador* y que podría llamarse *Superintendencia de Instituciones Financieras (SIF)*. Dicha entidad, debería organizarse teniendo en cuenta los principios establecidos en el apartado 3 de este capítulo, de tal modo de aprovechar las sinergias del quehacer regulatorio, la visión de conglomerados, etc. La separación de lo que hoy es el Banco Central del Uruguay en tres instituciones no tiene por qué implicar costos adicionales de relevancia. Este es un asunto importante, sobre todo por la coyuntura, que debe estar orientada hacia la austeridad fiscal, reclamada desde varios sectores políticos. Primero, porque en la medida que la nueva estructura institucional logre efectivamente reducir la frecuencia y profundidad de las crisis financieras, dichos costos serían infinitamente menores a los grandes costos de las crisis. Segundo, porque la pequeña escala del país permitiría que estas instituciones se organizaran adecuadamente compartiendo edificios, infraestructura e, incluso, varios de los servicios accesorios. Adicionalmente, vale la pena evaluar si es conveniente que el sector financiero se haga cargo de parte del costo de las mismas, tal como sucede en otras experiencias.

- (iii) El grado de autonomía de los directorios de los organismos de la RSF debe incrementarse sensiblemente. En la medida en que el BCU mantendría para sí las funciones de *Autoridad Monetaria* y de *Agente Financiero del Gobierno*, pero mantendría la de *Prestamista de Última Instancia* para la moneda nacional y la compartiría con la SPAB para la moneda extranjera, la discusión sobre la conveniencia de otorgarle un grado de autonomía similar al de las otras instituciones debe procesarse atendiendo a estas otras funciones y a la luz de la discusión y prácticas internacionales en materia de política monetaria. Para incrementar la autonomía existen fórmulas de uso corriente que podrían ser utilizadas: direcciones colegiadas designadas con participación del Poder Ejecutivo y el Parlamento; mandatos que excedan el período electoral y sustitución alternada de directores; reglas claras para su destitución que garanticen el libre ejercicio de la función sin presiones indebidas, etc.
- (iv) Mecanismos de rendición de cuentas y transparencia. Es necesario respetar el principio de que, a mayor autonomía, mayor debe ser el contralor de la actividad de los organismos de la Red. En este campo

también sería conveniente adoptar mecanismos ampliamente utilizados en otros países, como la necesidad de comparecer con periodicidad anual a las comisiones respectivas del Parlamento; la elaboración de informes públicos de actuación que contengan información relevante para los ahorristas, las principales decisiones adoptadas, así como la fundamentación y voto de cada uno de los miembros, etc.

- (v) **Mecanismos de Coordinación.** En la comparación internacional se han creado instrumentos legales para facilitar la coordinación, lo que hace más eficiente las tareas de la Red. Para el caso particular de Uruguay, donde es necesario fortalecer los aspectos institucionales, parece mejor instaurar obligatoriamente el mecanismo del *Memorando de Entendimiento* entre los distintos componentes de la red. Este tipo de mecanismo, por un lado, es útil para no duplicar tareas ni dilapidar recursos. Por otra parte, también es necesario teniendo en consideración que siempre existirán conflictos de intereses entre las distintas instituciones componentes de la Red y atendiendo a que es mejor que dichos conflictos tengan un marco previo de resolución de controversias. Adicionalmente, en el caso uruguayo estos acuerdos se hacen necesarios, puesto que hoy todas las tareas se hacen en la misma institución. Por lo tanto, el intercambio de información interinstitucional no tiene antecedentes y siquiera existe una cultura institucional al respecto.

## Referencias bibliográficas del capítulo

- Abal, Marcos y Diego Gianelli (2003):** "Diseño institucional de la regulación y supervisión financiera: el caso uruguayo". Mimeo Tesis de Grado.
- Bergara, Mario y José Antonio Licandro (2000):** "Una propuesta para hacer explícito un fondo de garantía para el sistema bancario uruguayo". Revista de Economía del BCU. Vol. 7, Nro. 1. Segunda Época, Mayo.
- Demirgüç-Kunt, Asli and Detragiache (2000):** Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? Working Papers. The World Bank. April.
- Demirgüç-Kunt, Asli and Edward J. Kane (2002):** "Deposit Insurance Around th Globe: Where Does It Work?". Journa of Economic Perspectives. Vol. 16, Nro. 2.
- Dewatripont M. And J. Tirole (1999):** "The Prudential Regulation of Banks". The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- Diamond (1984):** "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, N° 51.
- Fleisig y de la Peña (1992):** "Uruguay: informe preliminar sobre los factores que limitan las garantías para préstamos", mimeo
- FMI (2000):** "Issues in the Unification of Financial Sector Supervision", *Operational Paper MAE/00/03*.
- Freixas, X. and J. C. Rochet (1997):** *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge.
- Goodhart, Charles (2000):** "The Organizational Structure of Banking Supervision". BIS.
- Goodhart, Charles (2001):** "Regulating the Regulator- An Economist's Perspective onf Accountability and Control". *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*. Oxford- Portland Oregon. Edited by Eilis Ferran and Charles Goodhart.
- Kahn, Charles M. And João A C Santos (2001):** "Allocating bank regulatory powers: lender of last resort, deposit insurance and supervision". BIS working papers 102.
- Kane, Edward J. (2000):** "Designing Financial Safety Nets to fit Country circumstances". Boston College. Preliminary versión, March.
- Llewellyn, D (1999):** "The Institutional Structure of Regulatory Agencies". En "How countuies supervise their banks, insurers and securities markets". Central Banking Publications. London.

**Majone, G (1994):** "The Rise of the Regulatory State in Europe". West European Politics 93.

**Quintyn, Marc and M. Taylor (2002):** "Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability". Working Paper. IMF.

**Spong (1985):** "*Banking Regulation: Its Purposes, Implementation and Effects*", Federal Reserve Bank of Kansas City.

**Vaz, Daniel (1998):** "Reflexiones sobre la supervisión de la industria financiera", Banco Central del Uruguay, mimeo.



## CAPÍTULO II

### LA DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA DE AHORRO Y CRÉDITO ¿Existe un camino alternativo?

*Gerardo Licandro y José Antonio Licandro*

#### **1. Introducción**

La crisis que Uruguay vivió en 2002, detrás de su legado de devastación económica y social, dejó bien en claro, como lo hiciera antes la crisis de la deuda de los años ochenta, el tipo de fragilidad que la dolarización le impone a la economía. A pesar de la magnitud de la crisis, en aquel entonces el Uruguay no tomó medidas significativas para reducir esa fragilidad. Incluso, la sobre reacción del tipo de cambio provocada por la propia crisis, generó cierto alivio en el peso del endeudamiento, tanto privado como público, una vez que el tipo de cambio real se apreciara durante la segunda mitad de los ochenta. En este estado de cosas, el conjunto de fenómenos que sobrevinieron durante la mayor parte de los años noventa dejó latente el problema y nos condenó a repetir la crisis 20 años más tarde, ahora en un mundo más globalizado y volátil que antes.

Las últimas crisis financieras, recientemente en Argentina y Brasil, pero antes en Indonesia, Malasia, Corea y México, han demostrado que, en presencia de lo que la literatura denomina genéricamente "efectos de hoja de balance", los países son vulnerables a la ocurrencia de corridas contra la deuda, la moneda y los bancos. En el caso de México y Brasil, el endeudamiento de corto plazo generó las condiciones para que cualquier duda acerca de la sostenibilidad de la política macroeconómica se convirtiera en una

corrida contra la deuda pública, provocando la caída de la misma, y convirtiéndose en una profecía autocumplida. En el sudeste asiático, el descalce de plazos relevante estuvo en el sistema financiero. Cuando los grandes bancos que prestaban en moneda extranjera a corto plazo a los bancos locales tuvieron dudas acerca de su capacidad de repago, cortaron sus líneas de financiamiento, lo que a su vez provocó corridas de depósitos a nivel local. En Argentina, la percepción de falta de sostenibilidad de la deuda pública y del sistema cambiario, aunada a la alta exposición del sistema financiero a la deuda pública, derivó en el colapso triple de la deuda pública, el sistema financiero y el sistema cambiario.

Alguna literatura hace hincapié en que las razones de las crisis estuvieron en el cierre repentino del financiamiento externo ("*sudden stops*"). Sin embargo, si bien es cierto que la reversión de flujos de capital fue generalizada, no todos los países las sufrieron de igual manera. En efecto, en algunos casos generó crisis, en otros casos generó colapsos y en otros casos solamente se tradujo en recesiones. En los casos en los cuales la reversión de flujos financieros estuvo asociado a crisis, ésta estuvo principalmente asociada a problemas de descalces de monedas o de madurez en los plazos de activos y pasivos.

<b>Cuadro 1: Saldo de la cuenta capital</b>					
billones de dólares					
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador
1998	-14.5	-29.7	-4.1	-5.2	-2.2
1999	-11.9	-17.3	-0.1	0.2	0.9
2000	-8.9	-19.4	-1	0.3	0.7
2001	-5.6	-27.9	-0.9	-2.1	-0.8
Fuente: Calvo Izquierdo y Talvi (2002)					

Si se observa el cuadro 1 puede apreciarse que en el año 99 muchos países latinoamericanos experimentaron reversiones en los flujos de capital. Aparecen como particularmente importantes las reversiones de capital en

los casos de Brasil, Chile y Colombia. En el primero, la reversión de flujos de capital llega a dos puntos del producto, mientras que en los casos de Chile y Colombia estuvo en el entorno de seis puntos. Por su parte, entre 1998 y 2001 Argentina experimentó una reversión de financiamiento de apenas 3% de su PIB. Sin embargo, mientras Argentina luchó por varios años hasta finalmente sucumbir en 2001, Chile y Colombia pudieron superar la crisis con una recesión menor, ajustando sus cuentas externas sin mayores sobresaltos, a pesar de la magnitud de los ajustes, pues de exhibir déficit de cuenta corriente en el año 98 de seis por ciento en términos de PIB, equilibraron su balanza de pagos al año siguiente. ¿Por qué algunos países tuvieron que pagar tan altos costos en comparación a otros? Esta pregunta no tiene una respuesta sencilla y única, sin embargo, existe un creciente consenso en la literatura que identifica a los llamados “efectos de hoja de balance” como protagonistas de primera línea para entender las diferencias. Brasil tuvo que abandonar el plan Real y luego pudo capear la crisis con la asistencia internacional sin mayores costos en términos de nivel de actividad. Argentina y Uruguay, por su parte, estuvieron inermes frente a la reversión de capitales, enfrentaron problemas fiscales crecientes, terminaron por dejar flotar sus monedas y se sumergieron en crisis financieras y de sus cadenas de pagos. Argentina atacó a los problemas derivados de los descalces de moneda con la pesificación asimétrica de los contratos y la congelación generalizada de depósitos, mientras que Uruguay ha respetado los contratos privados y optó por un camino de depuración de las instituciones insolventes; dos caminos bien diferentes en términos de sus consecuencias para el largo plazo, pero con un mismo resultado inevitable de corto plazo: la paralización de sus cadenas de pagos y profundas crisis económicas realizadas por la contracción del crédito. En Uruguay eso ocurrió a pesar de que la asistencia de los organismos multilaterales de crédito fue significativamente mayor a la proporcionada a Brasil en términos relativos.

Este capítulo intenta investigar el papel que cumple la dolarización del sistema de ahorro y crédito en el nivel de vulnerabilidad financiera que presenta el Uruguay. Asimismo, a través de un estudio de las causas de la dolarización, intenta establecer la existencia de riesgos no reconocidos en el pasado. El diagnóstico conlleva al diseño de una estrategia que, tomando como pilares la profundización de los mercados en pesos con base en la Unidad Indexada (UI) y el reconocimiento de riesgos a través de la regula-

ción prudencial del sistema financiero, reduzca la vulnerabilidad financiera de la economía Uruguaya en el futuro.

En lo que resta, el capítulo procede de la siguiente manera: La sección 2 estudia las consecuencias de la dolarización identificando el tipo de vulnerabilidad financiera que produce. La sección 3 enfoca las causas del fenómeno, concentrándose en aquellas relacionadas con fallas de mercado, como es el caso de externalidades y problemas de información, con la finalidad de identificar falencias regulatorias. Finalmente, la sección 4 establece las bases de una estrategia de reducción de la fragilidad financiera a la que la dolarización nos somete<sup>1</sup>.

## **2. Consecuencias de la dolarización**

### **2.1 Dolarización de créditos y fragilidad financiera**

Luego de la crisis de la deuda de los 80, quedó al descubierto la necesidad de que los bancos eliminaran el riesgo de monedas de sus hojas de balance. La regulación prudencial reconoció esta necesidad solo en forma parcial, requiriendo que el activo y el pasivo de los bancos estuvieran calzados, pero sin tomar en consideración que sin requerimientos similares a nivel de los deudores, el riesgo permanecía. Si los deudores están descalzados, cuando ocurre una corrección de los precios en dólares de gran magnitud, la insolvencia se vuelve mucho más probable<sup>2</sup>. De esta manera, el riesgo de moneda se transforma en riesgo crediticio (riesgo de contraparte), pero aún derivado del mismo problema de base que es el descalce de monedas en los flujos de fondos.

Al no reconocer este descalce como un problema, entre otras cosas porque los agentes (tanto bancos como depositantes y tomadores de crédito) se sentían cubiertos por un seguro de depósitos implícito que proporcionaba el Estado, así como por una larga tradición de solución para los deudores en dificultades, ya sea mediante la vía administrativa en los bancos

---

1 El término *fragilidad financiera*, utilizado en la literatura económica en forma específica de acuerdo a la definición dada por Céspedes, Chang y Velasco (1999), se utiliza en este texto como sinónimo de *vulnerabilidad financiera*.

2 Para abundar sobre este tema puede verse G. Licandro y J. A. Licandro (2002): "Anatomía y patología de la dolarización".

públicos o mediante la vía legal para los deudores con la banca privada, el costo del crédito en dólares resultó mas barato de lo que debería ser, sesgando el portafolio de los bancos a incorporar más crédito en moneda extranjera de lo que hubiera sido socialmente óptimo.

Otro aspecto de la fragilidad financiera está vinculado al rol de prestamista de última instancia. En efecto, recientemente, Broda y Levy Yeyati (2001) sugieren que el costo de dicha función es diferencial en el caso de créditos en moneda nacional y moneda extranjera, por la sencilla razón que el Banco Central no tiene acceso a imprimir otra moneda que no sea la suya propia. Por lo tanto, el costo de proveer liquidez a los bancos es más alto en el caso de dólares que de pesos. De lo anterior se deriva que, de mantenerse requisitos de liquidez similares para captación de ahorro en pesos y dólares, se estará discriminando a favor de la moneda extranjera propiciando la dolarización. Este es un aspecto que, con matices, también está presente en la situación uruguaya. Ese costo diferencial conduce a los autores a afirmar que los requisitos de liquidez y los costos del seguro de depósitos deberían ser más altos para la moneda extranjera. Este énfasis regulatorio ya estaba presente en el documento del FMI sobre política monetaria en economías dolarizadas (1999), en el que se sugiere adicionalmente que los requisitos prudenciales deberían ser más fuertes en el caso de los préstamos en dólares a sectores no transables<sup>3</sup>.

Al amparo de este tipo de garantías, observamos en el Uruguay un desarrollo del sistema financiero durante la década de los 90 que estuvo estratégicamente dirigido y basado en la dolarización. Luego de la crisis de 1982, el crédito bancario se retrajo sustancialmente como consecuencia de dos fenómenos. En primer lugar debemos destacar la mayor presión de financiamiento del Estado que, inmerso en problemas de financiamiento de una deuda extremadamente elevada, recurrió al sistema financiero. En segundo lugar, el Sistema financiero hizo la opción estratégica de retirarse del financiamiento de mediano y largo plazo al sistema privado. Cuando la situación económica general mejoró a mediados de los 90, se observó una nueva expansión del crédito al sector privado, producto de distintas estrate-

---

3 En una entrevista reciente, Joseph Stiglitz se mostraba partidario de este tipo de regulación sobre descalce de monedas.

gias de expansión de las instituciones (Ponce, 2002). Como se ve en la gráfica 1, durante el período que va entre 1979 y el 2002, el crecimiento de la participación de los depósitos en el producto del Uruguay estuvo explicado más que totalmente por el crecimiento del peso de los depósitos en dólares en el producto uruguayo. De esta manera, la estrategia adoptada en el sistema financiero no solamente no dejó crecer las opciones en moneda nacional, sino que las desplazó en términos relativos. Este crecimiento de la participación de las opciones en dólares se da, además, sobre niveles que ya eran elevados de dolarización. El crecimiento de la bancarización de los depósitos y créditos, es decir del crecimiento de la participación de créditos y depósitos en el PIB, se explica por la dolarización, en 117% en el caso de los depósitos y 136% en el caso de los créditos.

## 2.2 Dolarización y política fiscal

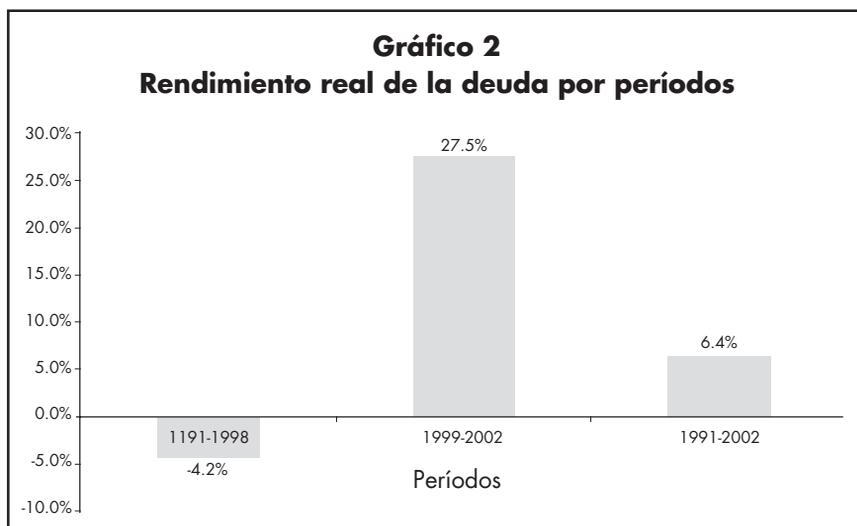
En mercados como el uruguayo, la historia inflacionaria fue generando una desconfianza progresiva en la deuda nominal en moneda nacional, aumentando sistemáticamente las tasas de colocación de este tipo de bonos públicos. El Estado, enfrentado al costo de su falta de credibilidad, optó por resignarse a no tener instrumentos de endeudamiento en moneda nacional, provocando, ya en la década de los 70, la dolarización de la deuda pública.

Con un portafolio completamente dolarizado, la relación deuda a producto saltó luego de la crisis de los 80 a casi el doble, llegando el indicador a niveles insostenibles. Ello ocurría a pesar de que el Estado, hasta el comienzo de la crisis en 1981, había mantenido una conducta fiscal que cualquier observador externo hubiera elogiado en aquellos tiempos. Además, el efecto que el ajuste cambiario y la recesión tuvieron sobre el sistema financiero llevó a la generalización de la insolvencia a todos los niveles de la cadena de pagos, ocasionando la caída de numerosas instituciones financieras cuyos portafolios de malos créditos terminaron siendo comprados por el estado como parte de la salida de la crisis (Vaz (1999)). Esto fue la aplicación de las garantías implícitas señaladas antes.

El episodio de 1982 es una muestra inequívoca del tipo de vulnerabilidad a que se expone a las cuentas fiscales con un portafolio de deuda dolarizado. Cuando se fija el tipo de cambio nominal y el mercado no confía en la sostenibilidad del sistema, eso lleva a una apreciación

de la moneda nacional de la mano de un boom de consumo que hace que el dólar resulte barato y que la deuda en dólares resulte barata<sup>4</sup>. Pero si ese fenómeno no es sostenible, lo que a priori parece barato, termina siendo muy caro. Así, repentinamente, la corrección de precios relativos conjuntamente con el surgimiento de pasivos potenciales en el sistema financiero, llevó a la duplicación de la relación deuda a PIB de la noche a la mañana.

Exactamente la misma situación se observó en la crisis de 2002. Lo que a fines del año 2001 era una deuda cercana al 55% de su PIB, pasa a ser, con el shock de precios relativos y el problema en el sistema financiero, una relación deuda-producto que está cercana al cien por ciento del producto a fines de 2002. Cabe preguntarse entonces: ¿Cuál era la situación fiscal verdadera? ¿Era la que implicaba una relación deuda/PIB del 55 % o la del cien?



La gráfica 2 nos ilustra la volatilidad del costo de la deuda en dólares de Uruguay. Como puede observarse, entre 1991 y 1998 el rendimiento real fue 4.2% negativo, mientras que entre 1999 y 2002, el rendimiento de

4 Ver Calvo y Végh (1991, 1993).

la deuda alcanzó al 27% promedio. Para todo el período, el rendimiento real de la deuda fue de 6.4%.

Este dato nos deja dos observaciones importantes. En primer lugar, la deuda en dólares tiene pésimas propiedades cíclicas. En efecto, la deuda fue barata en los períodos en los cuales la recaudación fiscal y el producto estaban en franca expansión debido a que, precisamente, en los períodos de auge el tipo de cambio real suele apreciarse, y resultó extremadamente cara en los períodos en los que tanto la economía como las cuentas fiscales estaban en problemas. En segundo lugar, con una tasa de crecimiento real de la economía de largo plazo menor a 6.4%, esta deuda solo es sostenible con superávits fiscales primarios estructurales.

Este ejemplo nos da una poderosa descripción del tipo de fragilidad fiscal a que queda expuesta la economía con la dolarización. Por un lado, el ajuste de precios relativos impacta directamente la ecuación presupuestal del gobierno por el aumento del costo real del servicio de la deuda y empeora los indicadores de solvencia fiscal debido a la caída del PIB medido en dólares. Por otro lado, el shock cambiario dispara el devengamiento de pasivos del Estado que hasta ese entonces sólo eran de carácter eventual y no estaban debidamente considerados<sup>5</sup>. En resumen, una verdadera hecatombe fiscal que requiere reducciones fuertes del gasto y el déficit públicos, sin que se pueda recurrir a los ingresos, ya que el shock cambiario y su secuela sobre el sistema financiero vienen acompañados por una profunda recesión que deteriora el nivel de los ingresos tributarios.

En el largo plazo, el elevado costo de la deuda implica que la política fiscal solo sea sostenible con el mantenimiento de fuertes superávits fiscales primarios. Esto a su vez plantea la pregunta de si se puede alcanzar ese nivel de disciplina fiscal en forma discrecional, o si, más probablemente, sería más conveniente establecer reglas fiscales por medios legales o aún constitucionales.

---

5 En 2002, aún cuando la ley establecía lo contrario (art. 42 de la ley 15322), el Gobierno hizo el *bail out* de los depositantes de varias instituciones financieras. Adicionalmente, se aprobaron en los bancos estatales refinanciaciones de deuda con cargo al presupuesto nacional.

### 2.3 Dolarización y elección de régimen cambiario.

Ha habido mucho desarrollo reciente en la literatura sobre este tema que antes no había recibido tanta atención. En la década de los 80 y 90 el énfasis estuvo en el rol de la dolarización en la elección del ancla para estabilizar la inflación como opción de corto y mediano plazo. En ese sentido, se entendía que los países altamente dolarizados encontrarían más conveniente fijar el tipo de cambio para estabilizar la inflación ya que, dado el alto grado de indexación a esa moneda, era dable esperar una convergencia más rápida de la inflación a niveles aceptables. Además, se señalaba que los planes de estabilización con ancla cambiaria generaban un *boom* inicial de consumo, en oposición a los planes con ancla monetaria que generaban una recesión al inicio del programa, lo que hacía a los planes con ancla cambiaria más aceptables desde el punto de vista político<sup>6</sup>.

Más recientemente, la discusión académica se ha focalizado en el rol de la dolarización en la elección de largo plazo de sistema cambiario, en particular en términos de la opción entre flotar o fijar. A partir del trabajo de Calvo y Reinhart (2000) donde se señala el “miedo a flotar” de los países emergentes, la dolarización ha entrado en el centro del debate como uno de los argumentos poderosos que justifican esta tendencia a no flotar limpiamente, ya sea fijando el tipo de cambio de manera explícita como en los casos argentino y uruguayo recientes, o haciéndolo implícitamente como en los casos de Chile, Perú, México y Brasil. Como argumento principal a esta renuencia se manejaron los efectos de hoja de balance a los que hacíamos referencia en la sección anterior. Calvo (1999), siguiendo el esquema de elección de sistema cambiario óptimo de Poole (1970), argumenta que la dolarización, amén de reducir la demanda de dinero y volver más ineficiente la política monetaria como se argumentara en los 70, también tiene efectos sobre el sector real de la economía. De acuerdo a su argumentación, un cambio radical de los precios en dólares cambia de la misma forma las ecuaciones de solvencia de las empresas, restringiendo la inversión y la

---

6 Entre las razones que provocan dicha expansión inicial se destacan: falta de credibilidad en el programa que incrementaría la demanda de consumo transable en la etapa inicial (cuando este consumo es barato por la apreciación cambiaria), efectos riqueza, el ciclo de reposición de los bienes durables, el ahorro de tiempo en manejo financiero derivado de la nueva estabilidad, etc. Calvo y Végh (1991 y 1993).

producción por la falta de capital de trabajo. De esta manera, una economía dolarizada puede llegar a sufrir efectos perversos ante cambios en la paridad cambiaria que compensen los tradicionalmente positivos derivados de la ganancia de competitividad. Siguiendo el razonamiento de este tipo de literatura, si en una economía predominan los shocks de oferta y además las devaluaciones son contractivas, el tipo de cambio fijo es más conveniente<sup>7</sup>.

Más recientemente, esta conclusión ha sido puesta en cuestión por la investigación de diversos autores que enfatizan que los efectos de hoja de balance no son suficientes como para justificar el tipo de cambio fijo, pero aún sin fuerza suficiente. De acuerdo a estos autores, entre los cuales es necesario destacar a Céspedes, Chang y Velasco (1999, 2000 y 2001), aún en economías en las cuales hay efectos de hojas de balance la flotación sería más conveniente para permitir que los efectos de la flexibilidad cambiaria sobre el nivel de actividad tuvieran lugar con más celeridad. Sin embargo, como sus modelos no registran sino efectos de hoja de balance limitados o se aplican solamente a variaciones restringidas del tipo de cambio real, este tipo de argumentación no tiene todavía fundamentos adecuados.

Además, en la práctica se observa que, aún cuando hay una tendencia reciente hacia la flotación de las monedas, las economías dolarizadas han pasado gran parte de su historia post Bretton-Woods en sistemas de tipo de cambio fijo. El caso de Uruguay es claro. Cuando tuvo la posibilidad de fijar el tipo de cambio lo hizo y cuando las condiciones (fiscales mayormente) no estaban dadas para la fijación del tipo de cambio, éste se monitoreó sin compromisos explícitos debido, precisamente, a los efectos negativos que los cambios bruscos en el tipo de cambio real pudieran acarrearle a la economía. (*fear of floating*). Tres meses después del abandono de la banda de flotación en junio de 2002, el tipo de cambio en Uruguay ya se comportaba como si el Estado estuviera interviniendo para reducir la volatilidad de la cotización de la divisa. Otros países siguen la misma pauta, como Perú, Argentina y en menor medida Brasil, México y Chile. Es decir que, a pesar del nuevo impulso de las corrientes que abogan por la flotación de las mone-

---

7 Calvo y Reinhart (2000) señalan que los países flotan "con salvavidas", es decir, con un alto nivel de reservas. Uruguay, antes de la crisis de 2002 tenía reservas que llegaban a 16,5% del PIB.

das, los países dolarizados vuelven a sistemas que les permiten controlar el tipo de cambio en cuanto pueden<sup>8</sup>.

Si tomamos en consideración que aún los trabajos que deciden a favor del tipo de cambio flotante en economías dolarizadas no toman en cuenta todos los efectos de la dolarización sobre la estructura económica, es claro que el caso a favor de tipos de cambio fijos o fuertemente controlados es firme en estas economías.

## 2.4 Dolarización y política monetaria

Los dos efectos más destacados por la literatura tradicional en materia de dolarización son la reducción del nivel absoluto de la demanda de dinero y el aumento de la volatilidad de la misma, fruto de la sustitución de monedas. Berg y Borenztein (2000) enfatizan estos aspectos, señalando que en este tipo de economías, en caso de optar por un manejo monetario en lugar de un manejo cambiario, es necesario considerar que los agregados monetarios relevantes no son los agregados puramente en moneda nacional. Por el contrario, aquellos que incluyen activos en dólares están más relacionados con las variables objetivo, tales como el tipo de cambio y la inflación. Sin embargo, es sobre estos agregados que la autoridad monetaria tiene menos control.

Céspedes, Chang y Velasco (2001), además de argumentar en contra del tipo de cambio fijo, plantean que políticas monetarias de objetivos de inflación (*inflation targeting*) con base en un manejo mixto entre tasas de interés y tipos de cambio pueden ser más efectivas en economías dolarizadas. Sin embargo, no existe a la fecha una comparación entre una devaluación controlada (como la que se daría en una banda de flotación o una paridad deslizante -*crawling peg*-), con la flexibilidad total del tipo de cambio.

De hecho, tanto el trabajo de Céspedes et al. (2001), como el de Morón y Winkelried (2001), que abogan por una regla de política monetaria no lineal para la defensa del tipo de cambio real en un marco de *inflation*

---

8 Países como México y Colombia, que declaran flotar sus monedas, tienen mecanismos para reducir la volatilidad del tipo de cambio en el corto plazo.

*targeting* flexible, pueden ser reinterpretados en términos de manejo de una banda de flotación o un *crawling peg* a la luz de la experiencia uruguaya. En efecto, una regla de reacción parcial de las tasas de interés con una reacción endógena del tipo de cambio puede ser sustituida con una regla de variación controlada de tipo de cambio con tasas de interés endógenas, como lo plantea Licandro, J. A. (2001).

## **2.5 Dolarización y sistema previsional**

Un aspecto que debe remarcar aquí es que la dolarización financiera también significa un descalce importante para el sistema previsional. Ese descalce se deriva, como lo señalan Licandro y Licandro (2002), de que las futuras jubilaciones por el nuevo régimen deben ser fijadas en UR, determinando que los pasivos de las empresas de seguros estén en esa moneda, mientras que, de mantenerse la situación actual, los activos que reciban las aseguradoras (provenientes de las AFAP) tendrán un alto componente de activos en dólares. Ello determina que, en el futuro, cuando el sistema esté maduro, y al revés de lo que sucede con los bancos, cuando la economía se expanda y el tipo de cambio real se aprecie, las empresas de seguros tendrán dificultades para pagar las jubilaciones. Esto significa que no podemos dejar de ver este problema futuro y actuar desde hoy para revertirlo.

En las líneas anteriores hemos identificado las consecuencias de la dolarización. El análisis ha estado centrado en las consecuencias negativas de ese fenómeno. Sin embargo, la dolarización, como veremos en las próximas líneas, fue una respuesta del sector privado al marco institucional y macroeconómico que imperó en Uruguay en el período que sigue a la segunda guerra mundial. En buena medida la dolarización tuvo aspectos positivos pues permitió el desarrollo del ahorro y, como corolario, el desarrollo de mercados financieros formales y la reaparición del crédito. No es el propósito de este trabajo ignorar las facetas positivas del fenómeno, sin embargo, en las siguientes líneas nos concentraremos en las causas de la dolarización para determinar aquellos factores que deben y pueden ser revertidos en un esfuerzo por limitar el más negativo de los efectos de la dolarización: la vulnerabilidad financiera de las empresas y el Estado.

### 3. Las Causas de la dolarización

#### 3.1 Mercados Incompletos

La literatura temprana en materia de dolarización enfatizaba las causas históricas del fenómeno, haciendo mayormente caso a la secuencia de eventos que llevaron a la progresión del fenómeno.

En Uruguay, la dolarización de los depósitos comenzó como resultado de la falta de alternativas financieras en una economía que sufría de muy alta inflación desde mediados de la década de los 50, en un ambiente de represión financiera (tasas de interés nominales topeadas). Los problemas fiscales llevaban a un exceso de demanda interna que presionaba al alza los precios domésticos, generando crecientes déficit de balanza de pagos. En el esquema monetario internacional de *Bretton Woods* caracterizado por paridades fijas entre las monedas, la única forma de solucionar el problema de déficit de cuentas externas era a través de devaluaciones. Esporádicamente al principio y mucho más frecuentemente después, las devaluaciones deterioraron la confianza que el público tenía en la moneda nacional. A mediados de los 50 y hasta comienzos de los 70, la única herramienta disponible para el ahorro de los agentes domésticos la constituían los activos en moneda nacional con tasas reales negativas, fruto del control de tasas nominales de interés que la Ley establecía. El aumento de la demanda de dólares era inevitable. Los bancos comenzaron a tomar depósitos en dólares, subrepticiamente primero a través del manejo de contracuentas y de depósitos en corresponsales, y luego en forma abierta a partir de 1962, cuando el Departamento de Emisión del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) autorizó los depósitos en esa divisa.

Hacia fines de la década de los 70, con la creación de la Unidad Reajutable (UR) se llevó a cabo en Uruguay el primer intento de competir con el dólar. Aunque su finalidad estuvo limitada al financiamiento de vivienda, muchos uruguayos vieron en esta opción una herramienta conveniente para la constitución de sus ahorros e inversiones financieras. De esta manera, la inversión en este tipo de instrumentos, aún cuando se limitó al financiamiento de vivienda, creció significativamente durante la década, hasta situarse en 1.6 % del PIB en 1979. Luego, el Banco Hipotecario cambió el mecanismo de reajuste de las Obligaciones Hipotecarias Reajustables (OHR), en lo que constituyó un verdadero *default* para el Mercado. Esta

decisión liquidó un incipiente mercado de OHR y minó la confiabilidad de cualquier otra iniciativa que el BHU pudiera llevar adelante. Cuando años más tarde el BHU intentara operar en IPC, la respuesta del público fue cautelosa, y ese instrumento, que tenía otros defectos de diseño como el rezago del reajuste (2 meses), su poca profundidad y la falta de cotización diaria, nunca llegó a jugar un papel preponderante en el mercado doméstico<sup>9</sup>.

Eliminados los instrumentos del BHU del camino, el dólar volvió a ser la única opción para la reserva de valor.

Recientemente, Caballero y Krishnamurthy (2000) explican la dolarización del crédito como una respuesta a un problema de mercados incompletos a escala doméstica. En países en los cuales hay restricciones financieras en el ámbito nacional, la contratación de deuda externa en moneda nacional operaría como una especie de seguro contra shocks de tipo de cambio real. Sin embargo, en presencia de restricciones financieras domésticas, los agentes de la economía subvaluarán el riesgo de endeudarse en moneda extranjera en pos de asegurar su propio financiamiento.

### 3.2 Explicaciones de Portafolio

Aún en economías en las cuales se habilitaron alternativas razonables al dólar, entre las cuales queremos destacar el ejemplo de Chile con la creación de la Unidad de Fomento (UF) indexada a los precios al consumidor, la dolarización avanzó siempre que no estuviera estrictamente prohibida como en el caso de Brasil<sup>10</sup>. Una de las explicaciones principales para este fenómeno adjudicaba esta preferencia por la moneda extranjera a decisiones de portafolio. Taylor (1985) adopta esta explicación a las decisiones de portafolio de los agentes, mientras que Ize y Levy-Yeyati (1998) hacen lo propio pero en el caso de los bancos. Por su parte, Calvo y Guidotti (1990) lo hacen para el sector público. En este tipo de enfoque, las propie-

---

9 Existen otras razones para el fracaso de la UR. Entre ellas cabe mencionar su falta de liquidez por falta de precio de referencia diario y el hecho de que su rendimiento es bajo cuando los ingresos de los hogares está pasando por malos momentos (correlación positiva entre salarios reales y nivel de actividad). Ver Licandro y Masoller (1998).

10 En este país la demanda por dólares existió a nivel del mercado negro y habiéndose prohibido los depósitos en esa moneda para los residentes, estos optaron por guardar esas reservas en medios informales.

dades cíclicas de las inversiones en dólares son las que justifican su inclusión en un portafolio óptimo. En el caso de los consumidores, si la varianza del tipo de cambio real es baja y la correlación de los ingresos de estas inversiones con otros ingresos de la restricción presupuestal de los individuos es negativa, se justifica invertir en dólares. En el caso de Uruguay, dada la profunda correlación negativa entre el ingreso y el tipo de cambio real, lo que implica que el rendimiento de los activos en dólares aumenta cuando el ingreso cae, existe un fuerte incentivo a la inversión en dólares desde una perspectiva de portafolios. Ize y Levy-Yeyati (1998) extendieron este argumento a las decisiones de endeudamiento y crédito de los bancos. Una vez más las propiedades estocásticas de los rendimientos de los activos y pasivos son la clave del aumento de la dolarización. En este sentido, la existencia de una covarianza negativa entre el retorno esperado de las colocaciones en dólares y en pesos constituye un fuerte incentivo para la contratación de un portafolio en ambas monedas en esta línea argumental. Céspedes, Chang y Velasco (1999) señalan, sin embargo, que este tipo de argumento no es capaz de justificar los elevadísimos niveles de dolarización que se encuentran en países como Argentina, Perú, Bolivia o Uruguay, observación que compartimos.

### 3.3 Inconsistencia de la política Económica

Como se señaló anteriormente, la inconsistencia macroeconómica de las políticas es uno de los factores que más contribuyó a la dolarización de nuestras economías. Esta inconsistencia de políticas ha sido encarada sistemáticamente en varias vertientes de la literatura, con particular énfasis en la literatura de crisis de balanzas de pagos, de las cuales los artículos de Krugman (1979) y Obstfeld (1986) son obras pioneras. En sistemas de tipo de cambio fijo, políticas fiscales insostenibles llevan al agotamiento de las reservas internacionales del Banco Central y al posterior abandono del régimen de tipo de cambio.

Autores como Kydland y Prescott (1977) y Calvo (1978) refieren a este problema como la *inconsistencia temporal* de la política. En forma resumida, aquellas medidas que pueden parecer óptimas *ex ante*, no tienen porque serlo *ex post*. En términos de la política monetaria, si bien sería preferible tener una inflación baja, una vez que los agentes han tomado sus decisiones de portafolio (demanda de liquidez y de activos en moneda na-

cional), la autoridad monetaria puede generar beneficios en el campo fiscal así como reducción del desempleo recurriendo a la inflación sorpresiva, siempre que la economía esté caracterizada por rigideces nominales. Como el público reconoce este incentivo, tomará los recaudos para evitar ser “sorprendido”, demandando aumentos de tasas de interés para los instrumentos nominales en moneda nacional o privilegiando la deuda indexada o en dólares.

También Calvo y Guidotti (1990) señalan que tanto la indexación como la dolarización de la deuda pública son formas de combatir el decrecimiento en la política macroeconómica. En particular, como la existencia de deuda nominal en moneda nacional incentiva el uso de la inflación como forma de licuar el valor real de esa deuda, la emisión de papeles indexados resulta en un menor incentivo inflacionario, sea al tipo de cambio o al índice de precios. Este es un argumento que tiene gran validez histórica para explicar la dolarización de la deuda de países como Uruguay. Hace cincuenta años la inmensa mayoría de la deuda pública uruguaya estaba denominada en pesos. A medida que la gente fue aprendiendo los efectos expropriatorios de la inflación, el costo del endeudamiento público nominal en moneda nacional fue aumentando hasta volverse prohibitivo. Obligado a endeudarse para hacer frente a sus obligaciones, el Estado tuvo que optar por usar fuentes “baratas” de endeudamiento: los instrumentos indexados.

### **3.4 Garantías y subestimación del riesgo (Risk Miscalculation)**

Caballero y Krishnamurthy (2000) hablan de subvaluación en equilibrio del riesgo. Este argumento fue formalizado por Burnside, Eichengreen y Rebelo (2000), en donde se demuestra que la existencia de garantías al sistema financiero, si bien puede tener efectos expansivos de corto plazo, elimina los incentivos de los bancos a asegurarse contra los riesgos de su portafolio, resultando en una exagerada exposición de la cadena de pagos al riesgo cambiario. Como el riesgo no se percibe, no se incluye en la tasa de interés y resulta en un crédito “barato”. En este marco, el pasaje a un sistema de seguro limitado de depósitos contribuye a reencauzar los incentivos de los bancos restableciendo los precios relativos. Una interpretación amplia de este concepto engloba la idea de que un tipo de cambio fijo es de por sí una garantía. El sector privado internaliza la nueva perspectiva

cambiaría y esto también genera incentivos adicionales del lado de la demanda para la dolarización del crédito.

Esta situación es particularmente aplicable a Uruguay, donde existió una suerte de garantía implícita de depósitos y donde las normas prudenciales no obligaban a discriminar los riesgos de prestar en dólares a los sectores no transables, todo ello debidamente zazonado por las políticas sobreprotectoras sobre los deudores a que hicimos referencia con antelación.

#### **4. Estrategia para combatir la fragilidad financiera.**

En las secciones anteriores hemos analizado la anatomía de la dolarización y su principal patología que es la fragilidad financiera. Cómo en toda patología, la siguiente pregunta a responder es ¿qué es lo que podemos hacer al respecto? ¿Cómo podemos reducirla?

Hemos visto que esta debilidad deviene de la presencia de un descalce de monedas en algún lugar de la cadena de pagos. Por ende, para eliminar la fragilidad es necesario eliminar ese descalce. Aquellos agentes domésticos cuyos ingresos están vinculados a la actividad no transable deberían ser capaces de endeudarse en la misma moneda en que tienen sus ingresos, lo que implica, de algún modo, que el mercado de activos en moneda nacional debería resurgir de sus cenizas.

Sin embargo, es importante resaltar que para lograr este objetivo no es necesario ni conveniente eliminar por completo la dolarización. El sector no transable es una parte importante de la economía doméstica, pero una parte al fin. El sector transable tiene necesidad de disponer al menos una parte de su deuda expresada en moneda extranjera para tener su portafolio de deuda calzado con sus ingresos. De ahí la necesidad de un mercado de crédito en moneda extranjera y, en consecuencia, de la conveniencia de depósitos en esa moneda en el Sistema Financiero Nacional.

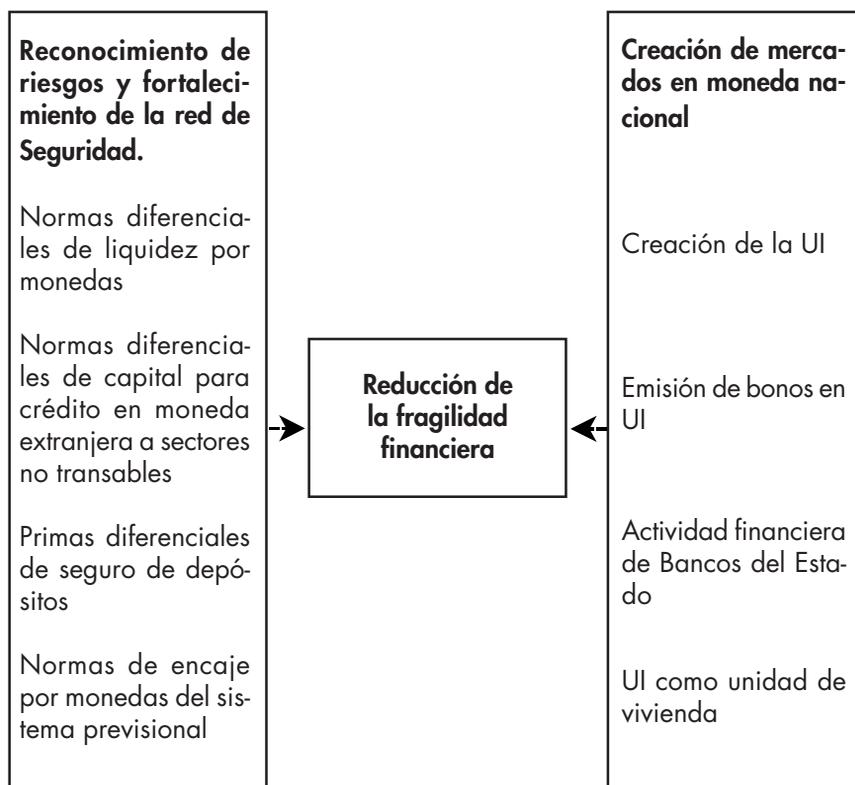
La dolarización completa tampoco es una solución. Aún cuando la economía se dolarizara completamente, el sector no transable seguiría siendo vulnerable a los cambios de precios relativos, en particular en una región como el MERCOSUR. No son las alteraciones en el tipo de cambio nominal las que afectan la ecuación financiera de las empresas sino las del tipo de cambio real. Aún en un mundo completamente dolarizado una caída de la

demanda regional generaría una retracción del nivel de actividad doméstico que presionaría los precios de los bienes no transables a la baja. Esta caída de los precios hace más oneroso el servicio de la deuda, pudiendo alterar las condiciones de solvencia de este tipo de empresas y del Estado, aún cuando la moneda nacional hubiera desaparecido.

Como ni la dolarización ni la desdolarización completa son soluciones al problema, lo que podemos hacer es tomar medidas que apunten a *reducir la fragilidad de la cadena de pagos*. Para lograr este objetivo se necesita trabajar sobre dos caminos fundamentales, alguno de los cuales el Uruguay ha comenzado a transitar en el último año:

- A) *Valuación correcta de los riesgos implícitos en la cadena de pagos y fortalecimiento de la red de seguridad*. Al día de hoy, si bien el riesgo de prestarle al sector no transable en moneda extranjera es mayor que el de hacer lo propio al sector transable, no se exige a los bancos que tengan requerimientos prudenciales diferenciales en ambos casos. Es necesario repensar esta situación que indudablemente ha favorecido la dolarización del crédito. Los requisitos prudenciales diferenciales obligarían a incorporar este riesgo en el costo de los préstamos al sector no transable, generando incentivos para que los bancos presten más en moneda nacional y para que dispongan de un mayor respaldo patrimonial para los créditos remanentes en dólares.
- B) *Creación de un mercado de activos en moneda nacional*. Vimos que la dolarización, principalmente, fue una respuesta a la inflación en un mercado sin alternativas viables al dólar y hoy, agravado por un marco de inflación creciente, la moneda nacional carece de confiabilidad como para poder generar un mercado. Es necesario contar con una unidad a la que indexar los contratos vinculada a la actividad doméstica y que permita eliminar el descalce de monedas de la economía. De ahí la importancia de la creación de la U. I. y del desarrollo de un mercado de crédito en esa unidad.

Para avanzar en el calendario impuesto por esos dos objetivos es necesario contar con una estrategia como la que se presenta en el siguiente esquema:



### **Mercados de activos en moneda nacional**

En Julio de 2002, el Poder Ejecutivo, a propuesta del Banco Central del Uruguay, aprobó la elaboración de la unidad indexada (UI), e instruyó al Instituto Nacional de Estadística a que la publicara diariamente. A partir de ese momento, la UI ha formado parte de la estrategia del gobierno en materia económica con los siguientes adelantos:

- i) En el marco de la reestructura del Banco Hipotecario del Uruguay, se estableció que la actividad de esta institución debía girar en torno a la nueva unidad. En ese sentido, se ha reestructurado el sistema de ahorro y crédito del BHU para que el ahorro previo del Sistema se constituya en UI.
- ii) El Estado ha comenzado a emitir papeles en UI. Si bien el mercado hasta el momento ha funcionado fundamentalmente a través de can-

jes con inversores institucionales, ya hay emisiones del Sector Privado en esta unidad.

- iii) Las regulación ha comenzado a exigir a las AFAP la reducción del riesgo tipo de cambio en el portafolio del sistema previsional<sup>11</sup>.

Estos esfuerzos están enfocados en la dirección correcta y deben consolidarse, pero todavía queda mucho por hacer desde esferas públicas para propiciar el crecimiento de los mercados en UI, principalmente en el sistema financiero desde la actividad del Banco de la República Oriental del Uruguay. En efecto, el BROU, con una participación superior al 30% en depósitos y créditos, está llamado a cumplir un rol preponderante en la creación de los mercados en UI. El comienzo probablemente estaría en la captación de depósitos en esta moneda a plazo fijo y en caja de ahorros, para luego avanzar hacia la concesión de créditos. La emisión de Certificados de Depósito es también una alternativa viable que ya está siendo utilizada por algunos bancos privados, aunque por ahora solo restringida a los inversores institucionales. Un mercado en el cual ya existe una cierta cultura de préstamos a mediano plazo en IPC es el de préstamos al consumo. En ese sector las tasas en moneda nacional son tan altas que dan espacio para la colocación en UI.

En materia de emisiones de deuda, el Estado debe continuar con las emisiones en UI, dosificando la tentación de emitir más deuda en dólares a la espera del abaratamiento del costo de la deuda vía apreciación cambiaria. En el corto plazo, como en la década de los 80, las emisiones en dólares pueden aparecer como más sencillas y baratas, por lo que la tentación de diferir costos a través de la contratación de deuda en dólares será fuerte. Asimismo, para evitar la laxitud de la política fiscal que este tipo de endeudamiento generara en el pasado es conveniente continuar con una política de emisión de títulos en UI. Sin embargo, para asegurar el éxito del desarrollo de este tipo de instrumentos, es necesario reconstruir primero la confianza en las cuentas públicas, que, como se muestra en el capítulo 7 aparecen como difícilmente sostenibles y altamente frágiles. Esta fragilidad de

---

11 El alcance de la medida ha sido cuestionado por los directivos de las AFAP, quienes sostienen que la medida tiene un objetivo de financiamiento fiscal más que uno prudencial. Este tema se discute con más detalle en el capítulo 5.

las cuentas públicas seguramente a jugado un papel preponderante para que las emisiones a largo plazo en UI tuvieran altísimas tasas de rendimiento real<sup>12</sup>.

Una pregunta que puede plantearse naturalmente es, dado que tenemos la UR en funcionamiento, ¿porqué no usarla en vez de crear la UI? En primer lugar, es necesario notar que, de ajustar por UR la deuda, habría otro tipo de volatilidad, pero más acentuada. Es decir, esta deuda se encarceraría en los tiempos buenos y se abarataría en los tiempos malos como se demuestra en Licandro y Masoller (2000). Esta propiedad es beneficiosa. Sin embargo, como la amplitud de las fluctuaciones es enorme, el costo de la deuda en UR aumentaría demasiado en tiempos buenos, presionando en demasía las cuentas públicas. Es decir, tiene buenas propiedades cíclicas pero excesiva volatilidad, lo que hace muy dificultoso la programación de su servicio. Adicionalmente, con agentes a los que les disgusta al riesgo, es dable esperar que una unidad que no asegure un consumo estable no sea deseable. La UR suma a su elevada volatilidad, en el disgusto del demandante de títulos, la desventaja de que su rendimiento es mínimo cuando los ingresos corrientes del ahorrista también lo son. De esta manera, no es un misterio que la UR no haya sabido captar ni la atención ni las preferencias del público doméstico en sus más de treinta años de vida (lo que la convierte en uno de los indexadores de más larga data de América Latina) y con razón. Al día de hoy, la UR se está dejando de usar en el financiamiento de vivienda, propósito por el cual fue creada. En síntesis, la UR fracasó como unidad de cuenta, y debe dejar lugar a una unidad que pueda servir como alternativa válida para el dólar<sup>13</sup>.

---

12 La literatura explica que, cuando se espera un incumplimiento en un entorno de información asimétrica con respecto a la capacidad de pago de un deudor, el tenedor del papel (acreedor) intentará obtener un rendimiento alto en los períodos en los que espera que su deudor pueda o quiera cumplir con sus obligaciones. Ver Freixas y Rochet (1998).

13 La UR tiene un lugar en el ordenamiento jurídico uruguayo como indexador de las pasividades. En este sentido, las obligaciones potenciales del sistema de seguridad social están en esta unidad. Sin embargo, y como se argumenta más adelante, esta es otra materia de reforma.

### **Fortalecimiento de la red de Seguridad a través del reconocimiento de los riesgos de descalce.**

En materia regulatoria deben hacerse avances en el reconocimiento del riesgo de descalce. Ya se ha comenzado en el sistema de ahorro previsional y hay que continuar en el sistema financiero.

En éste último, hemos visto que la regulación actual no da los incentivos adecuados para el reconocimiento del riesgo de descalce de monedas en varios niveles.

- 1) Las normas prudenciales de capital y previsiones no reconocen diferencias en los requisitos para el caso de bancos que prestan a sectores no transables en dólares, aún cuando su riesgo es mayor.
- 2) Los requerimientos de encaje no reconocen el mayor costo que tiene para la autoridad monetaria la provisión de liquidez de emergencia en dólares.
- 3) El seguro de depósitos total implícito que existía hasta hace poco tiempo no incentiva a los bancos a prestar cautelosamente.

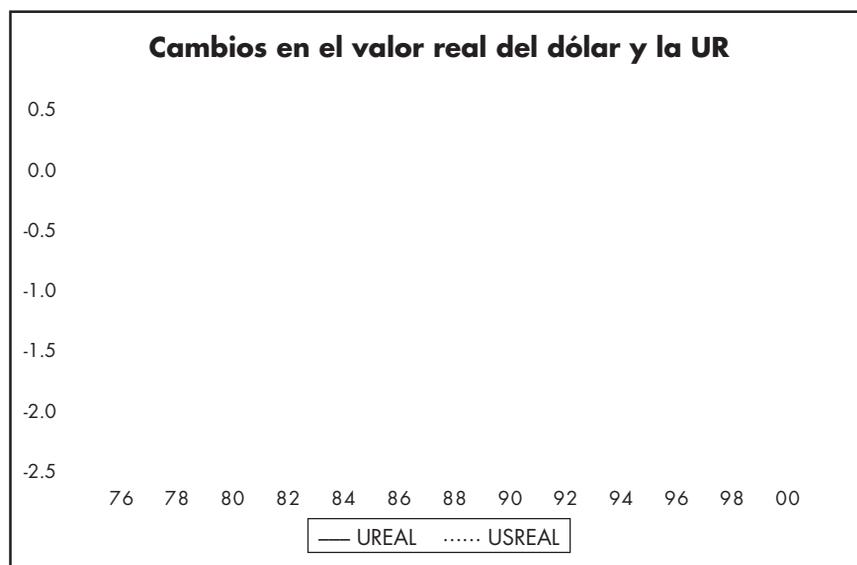
Todos estos puntos deben ser considerados. Deben estudiarse normas diferenciales de capital y previsiones, normas diferenciales de encajes y un seguro de depósito que sopesa el riesgo de descalce de monedas en forma apropiada.

En el corto plazo, el efecto de estas medidas reduce nuestra fragilidad aún cuando no haya una desdolarización efectiva de la economía. En efecto, aún cuando el crédito no se vuelque en grandes proporciones a U. I., el Sistema Financiero tendrá una red de seguridad más fuerte por su mayor capitalización y liquidez, reduciendo las posibilidades de una crisis sistémica y fiscal. Un resultado esperable es el encarecimiento del crédito en moneda extranjera, el que surgiría como resultado del reconocimiento regulatorio de los riesgos. Sin embargo, ese aumento no significaría un encarecimiento real del crédito para la economía en su conjunto sino un reconocimiento de riesgos que hoy le son endosados al Estado a través de la garantía implícita. Desde este punto de vista, el hecho de incorporarlos a la ecuación de los agentes privados les estaría generando el incentivo para que operen más en moneda doméstica. Asimismo, la fragilidad actual se potencia con el problema de los conflictos de propiedad que se generan cuando una institución se

ve forzada a liquidar las garantías. En ese caso, como ocurrió en la crisis de la deuda, cuando un banco no puede recuperar sus créditos se retira del mercado, lo que redundo en la desaparición del financiamiento de largo plazo a empresas (racionamiento de crédito de tipo *red-lining*). El perfeccionamiento de la regulación a través de la reducción de la fragilidad financiera, reducirá la posibilidad de ocurrencia de estos conflictos de propiedad y potenciará el crecimiento económico de largo plazo.

Por otra parte, el sistema de ahorro previsional debe calzar sus activos con sus obligaciones de largo plazo, las que deben servirse en UR de acuerdo a la constitución de la República. Sin embargo, la UI es la unidad natural del ahorro de largo plazo. El motivo último del ahorro es el consumo futuro y el consumo de los uruguayos está resumido en la canasta del IPC, así, el referente ineludible del ahorro previsional debería ser el IPC. En Julio de 2002, sólo el 5.0% de las inversiones de las AFAP estaban en moneda nacional. Este descalce implica que los ahorristas de este sistema no tienen idea de cuánto va a representar este portafolio en términos de su consumo futuro.

Este es un problema que la UR comparte con el dólar, aunque en menor medida como se aprecia en la gráfica que sigue.



Para eliminar este descalce del sistema de ahorro previsional y los problemas de solvencia que se le pueden generar y que fueron analizados en el apartado 2.5 es necesario, en primer lugar, cambiar la unidad de referencia del mismo. Luego, el regulador deberá establecer los niveles tolerables de descalce. Si este hecho se reconoce, las AFAP serán los principales dinamizadores del mercado de crédito en UI y las empresas de seguros podrían calzar en el futuro sus obligaciones con los activos que reciban de los FAP<sup>14</sup>.

Si la regulación de indexación de las pasividades no es modificada a tiempo, es posible que el sistema de ahorro previsional colapse en el futuro por su eslabón más débil: las compañías de seguros. Si éstas reciben y mantienen un portafolio dolarizado, cuando sus obligaciones están en UR, un episodio de apreciación del tipo de cambio real como el experimentado al inicio de la década de los 90 puede determinar la bancarrota de las empresas de seguros y, muy probablemente, la aparición de un pasivo contingente para el Estado de magnitud, el que podría revertir los beneficios atribuidos al nuevo sistema y podría debilitar la solvencia de las cuentas fiscales futuras<sup>15</sup>.

Para finalizar queremos resaltar dos puntos importantes. El primero, es que éste no es sino un primer intento para diseñar una estrategia de reducción de la fragilidad financiera desde una perspectiva global del tema, el que puede y debe ser profundizado en el futuro. El segundo es que, como dijéramos con anterioridad, la estrategia aquí presentada no pretende (ni podría) eliminar la dolarización de la economía, sino que está enfocada a reducir la fragilidad financiera de la misma. Si no hacemos nada para corregir estos defectos dejando pasar esta oportunidad tal como lo hicimos en los ochenta, seguiremos viviendo con la espada de Damocles sobre nuestras cabezas.

---

14 La División de control de AFAP del Banco Central del Uruguay ha avanzado en este sentido en los últimos meses, pero este avance ha sido resistido por las razones que se esgrimen en el capítulo 5.

15 En este sentido, debería apoyarse en forma entusiasta la iniciativa de los *lobbies* de pasivos de cambiar la indexación de pasividades desde la UR hacia el IPC.

## Referencias bibliográficas del capítulo

- Baliño, Tomás J. T., Adam Bennett y Eduardo Borensztein (1999).** "Monetary Policy in Dollarized Economies". *IMF Occasional Paper*, Nro. 171.
- Berg, Andrew y Eduardo Borensztein (2000).** "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in highly Dollarized Economies". *IMF Working Paper 00/29*.
- Broda, Christian y Eduardo Levy Yeyati (2001),** "Dollarization and the Lender of Last Resort". Mimeo
- Burnside, C., Martin Eichengbaum y Sergio Rebelo (2000).** "Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes". Mimeo Northwestern University.
- Caballero, Ricardo J. y Arvind Krishnamurthy (2000).** "Dollarization of Liabilities: Underinsurance and Domestic Financial Underdevelopment". *NBER Working Paper* Nro. 7792.
- Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart (2000).** "Fear of Floating: Theory and Evidence". Manuscript, Center for International Economics, University of Maryland.
- Calvo, Guillermo y Carlos Végh (1991).** "Exchange rate based stabilization under Imperfect credibility". *IMF Working Papers* 91/77.
- Calvo, Guillermo, Carlos Végh (1993).** "Stabilization Dynamics and backward-looking contracts". *IMF Working Papers* 93/79.
- Catao, Luis y Marco Terrones (2000).** "Determinants of Dollarization: The Banking Side". *IMF Working Paper* 00/146.
- Céspedes, L. F., Roberto Chang y Andrés Velasco (2000).** "Balance Sheets and Exchange Rate Policy". *NBER Working Paper* Nr. 7840.
- Céspedes, L. F., Roberto Chang y Andrés Velasco (2001).** "Dollarization of Liabilities, Net Worth Effects, and Optimal Monetary Policy". Mimeo NBER.
- Disyatat, Piti (2001).** "Currency Crises and the Real Economy: The Role of Banks". *IMF Working Paper* 49/2001.
- Fernández-Arias, Eduardo y Ernesto Talvi (1999).** "Devaluation or Deflation? Adjustment Under Liability Dollarization". Mimeo.
- Hausman, Ricardo, Michael Gavin, Carmen Pagés-Serra y Ernesto Stein (1999).** "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime". *IADB Working Paper* Nr. 400.

- Ize, Alain y Eduardo Levy-Yeyati (1998).** "Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications". IMF Working Papers, 28/98.
- Krugman, Paul (1979).** "A Model of Balance Of Payments Crises" *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, pp. 313-325.
- Levy Yeyati, Eduardo y Federico Sturzenegger (2001).** "Dollarization: a Primer". Mimeo, Universidad Torcuato Di Tella.
- Licandro, Gerardo (2000).** "Las reglas de responsabilidad fiscal en el Uruguay". Documento de Trabajo del BCU 01/2000.
- Licandro, Gerardo y José Antonio Licandro (2002):** "Anatomía y Patología de la dolarización". Mimeo, BCU.
- Licandro, Gerardo y Andrés Masoller (2000).** "La composición óptima por monedas de la deuda pública uruguaya". *Revista de Economía del Banco Central del Uruguay*, Vol. 7, No. 2.
- Licandro, José Antonio (2001).** "The scope for inflation targeting in Uruguay". Mimeo.
- Mendoza (2000)** "On the Benefits of Dollarization when stabilization policy is not credible and financial markets are imperfect". NBER WP 7824. [www.nber.org](http://www.nber.org)
- Moron, Eduardo y Diego Winkelried (2001).** "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies". Mimeo, Universidad del Pacífico, Perú.
- Obstfeld, Maurice (1986).** "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises". *American Economic Review*, Vol. 76, No. 1, pp. 72-81.
- Ponce, J. (2001).** "Estrategia, Estructura y Rentabilidad de la Banca Privada Uruguaya: 1992-1999". *Revista de Economía del Banco Central del Uruguay*, Segunda época Vol. 8, No. 2.
- Poole, W. (1970)** "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a simple stochastic Macro Model". *Quarterly Journal of Economics*, V. 84, pp. 197-216.
- Thomas, Lee R. (1985).** "Portfolio Theory and Currency Substitution". *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, No. 3, pp. 347-357.

## CAPÍTULO III

### **CRISIS BANCARIAS Y REGULACIÓN** **Algunas claves para el nuevo marco regulatorio** **de la intermediación financiera**

*Jorge Polgar\**

#### **1. Introducción**

La crisis bancaria de comienzos de 2002 en Uruguay ha desatado el debate sobre las falencias y carencias del conjunto de normativas e instituciones que componen el marco regulatorio del sistema de intermediación financiera actual. Este debate en tiempos de crisis ha comenzado a generar, como en el pasado, cambios regulatorios que surgen de las lecciones dejadas por la crisis, y que se presentan y perciben como mitigadores de los daños actuales y como antídoto ante crisis futuras.

Este trabajo se escribe en momentos en que la crisis no ha sido totalmente superada y donde la salida por la que se optó para muchos de los problemas aun no ha sido procesada en forma completa. Las ideas que aquí se exponen no constituyen una explicación a la crisis, sino que pretenden aportar elementos para una mejor comprensión del rol y la génesis de la regulación bancaria y, en particular, su relación con las crisis bancarias.

Se hace un breve repaso de las razones teóricas para la existencia de la regulación bancaria a la vez que se brinda una perspectiva histórica de

---

\* Las opiniones expresadas en este artículo son a título personal y no representan ni comprometen a las instituciones para las que el autor trabaja. Se agradecen los valiosos comentarios de Martín Vallcorba.

la regulación uruguaya. Se exponen en forma simple y resumida algunos aspectos regulatorios que, se entiende, deberían formar parte de un nuevo marco normativo para el sistema bancario uruguayo.

El enfoque histórico adoptado busca reforzar la idea de la regulación como un objeto cambiante, que sufre modificaciones por impulsos y principalmente luego de eventos de crisis. La naturaleza siempre cambiante del negocio de intermediación financiera y los desarrollos en el campo de la teoría económica de la regulación, hacen de la práctica regulatoria un cuerpo vivo y siempre perfectible.

## **2. La regulación bancaria: teoría y práctica**

### **2.1 Argumentos teóricos para regular la actividad de los bancos**

Son muchas las decisiones económicas que los individuos toman en situaciones en las que una de las partes posee menos información que la otra. Este fenómeno es conocido en Economía como asimetrías de información y es, precisamente, la intermediación financiera un ejemplo típico de mercado en el que existen dichas asimetrías. La magnitud de los problemas que se derivan de las asimetrías de información es el argumento principal para regular la actividad de los bancos.

Cuando una persona decide depositar sus ahorros en un banco, el banquero conoce mejor que el ahorrista el riesgo al que este se está exponiendo. A su vez, aunque el banquero, como parte de su trabajo, reúne información y monitorea la situación de las personas o empresas a las que les presta dinero, es siempre el tomador del préstamo quien mejor conoce en cada momento su voluntad y capacidad real de pagar sus deudas en tiempo y forma. En caso de que los problemas de los deudores en pagar sus deudas deterioren la capacidad del banquero de devolver los depósitos, será siempre el depositante el último en enterarse.

Es precisamente la defensa del *pequeño* depositante la finalidad de la regulación. Pequeño en el sentido económico de que el depositante no tiene los medios, ni la sofisticación, ni el incentivo suficiente para monitorear directamente el riesgo al que se exponen sus ahorros. Esta falta de incentivos se deriva de lo complejo y, en definitiva, costoso que resulta para el depositante individual recoger y analizar la información que le permita de-

terminar la conveniencia de asumir un riesgo al depositar su dinero en un banco determinado. Por otra parte, duplicaciones en esta tarea constituirían un desperdicio de los recursos que a ella se dedicaran. La regulación, por intermedio de la entidad reguladora, tiene la función de mitigar este problema y representar a los depositantes en la tarea de imponer a los banqueros reglas que los obligen a obrar con prudencia en la magnitud y naturaleza de los riesgos que asumen en sus negocios de intermediación financiera. Este concepto teórico, introducido por Dewatripont y Tirole (1994), tiene el nombre de *hipótesis de representación*. La intervención del regulador proveyendo este bien que el mercado falla en producir, resulta en una eficiente asignación de recursos. En otras palabras, sin regulación el mercado estaría produciendo menores cantidades (de depósitos y de créditos) de las socialmente óptimas.

Otro argumento para la existencia de la regulación financiera es la preservación del sistema de pagos de la economía. En un sistema bancario *fraccionario*, en el cual no están obligados a mantener en forma líquida el total de los depósitos que reciben, los bancos son creadores secundarios de dinero. La regulación, en su función de representación del depositante, al velar por la seguridad de los depósitos está velando también por la seguridad de los medios de pago de la economía. La calidad y continuidad del funcionamiento bancario, a través de la red de sucursales, cajeros automáticos y servicios telefónicos o por internet, permite además el funcionamiento de la cadena de pagos de la economía. La regulación de la intermediación financiera adquiere así un carácter de externalidad positiva, ya que no sólo beneficia a los depositantes sino a la economía en su conjunto.

## 2.2 Los objetivos de la regulación en la práctica

La regulación bancaria que observamos no responde estrictamente a la defensa del pequeño depositante frente los problemas derivados de las asimetrías de información. El conjunto de leyes y normas que componen la regulación de la actividad bancaria ha recogido también, en distintos momentos, elementos que están al servicio de objetivos macroeconómicos o sectoriales. Por ejemplo, desde la regulación se ha buscado incidir en la evolución de la actividad económica, poniéndole freno o dándole impulso, a través de medidas regulatorias que afectan el costo y la asignación sectorial del crédito bancario. Existen también elementos que son compartidos

con la política monetaria y que inciden en la cantidad de dinero a través de los requerimientos de las reservas líquidas que los bancos deben mantener en el banco central, conocidas como encajes. Los encajes, en particular los de moneda extranjera, pueden estar sirviendo también a objetivos fiscales al aumentar las reservas internacionales del Banco Central a las que eventualmente puede recurrir el gobierno para hacer frente a sus necesidades financieras. A través de la regulación también se puede perseguir objetivos de balanza de pagos poniendo barreras o incentivos a los movimientos de capitales.

La regulación debe entenderse, entonces, como un compromiso entre objetivos macroeconómicos y objetivos prudenciales. Estos objetivos prudenciales que constituyen el *purismo regulador*, son aquellas medidas regulatorias que atienden exclusivamente a la protección del depositante frente a los riesgos en que incurren los bancos. Teniendo en cuenta que asumir riesgos está en la esencia del negocio bancario, la regulación no pretende impedir que los bancos se involucren en operaciones riesgosas, sino velar para que prime la prudencia en el manejo de dichos riesgos.

La regulación prudencial se nutre de los avances de las contribuciones teóricas en la comprensión de las especificidades de la actividad de intermediación financiera, de sus riesgos, sus problemas y de las soluciones y mitigantes a dichos problemas. Estos avances teóricos, en particular los referentes a las fallas de mercado asociadas a los problemas de información asimétrica, comienzan en la década del setenta, y de allí se desarrollan los trabajos específicos para la actividad financiera y su regulación.

Son relativamente recientes también los acuerdos internacionales para la regulación de la competencia bancaria. El Acuerdo de Capitales de Basilea, síntesis del *deber ser* y las *buenas prácticas* en la actividad bancaria, tuvo su primera versión a fines de la década de los ochenta. La mayoría de estas *buenas prácticas* reconocidas internacionalmente se han ido incorporando al marco regulatorio uruguayo. Su adaptación a la realidad del mercado uruguayo, sin embargo, requiere del análisis crítico y desarrollos específicos, ya que no contempla aspectos relevantes para economías como la uruguaya, tales como los riesgos derivados de la coexistencia de varias monedas (dolarización) y las características propias de los marcos jurídicos e institucionales.

### **3. Los cambios regulatorios y las crisis bancarias en Uruguay**

Los mayores y más importantes cambios en la regulación bancaria uruguaya se han registrado principalmente como reacción a crisis bancarias. Esto ha acontecido en los tres eventos de crisis bancaria por los que atravesó Uruguay en la segunda mitad del siglo XX. En los tres casos, la nueva regulación que surgió luego de la crisis fue, a su vez, señalada entre las causas o propagadores de la siguiente crisis.

Vaz (1999) explica esta dinámica de cambios regulatorios profundos con posterioridad a cada crisis, interpretando a las crisis bancarias como instancias de aprendizaje, ya que estas revelan información que estaba oculta al público y, en muchos casos, al propio regulador. Con las crisis pueden aprender los depositantes, los banqueros, los deudores y el regulador. Del diagnóstico que se realice en cada caso depende la comprensión de lo ocurrido. La calidad de los cambios que se implementen depende de las lecciones que se hayan sacado y que pautarán el comportamiento de los agentes en el futuro. En este sentido, puede decirse que la regulación no es responsable de impedir crisis futuras, pero tiene la obligación de que estas, si se verifican, no sean causadas o amplificadas sus efectos negativos por las mismas carencias regulatorias del pasado. La regulación, mediante el tratamiento de las debilidades del sistema, debe no sólo disminuir la probabilidad de ocurrencia de crisis, sino que también debe minimizar los costos y efectos negativos en caso de que estas se materialicen.

A continuación se presenta un resumido repaso de las tres últimas crisis bancarias del siglo XX en Uruguay: 1965, 1971 y 1982. Este repaso, exceptuando la crisis de 1971, está basado en Banda (1990) y, en especial, en Vaz (1999)<sup>1</sup>.

#### **3.1 La crisis bancaria de 1965**

##### **3.1.1 Descripción y diagnóstico**

El colapso del Banco Transatlántico, uno de los mayores bancos del sistema, fue el evento característico de la crisis bancaria de 1965. Este

---

1 La tesis doctoral de Daniel Vaz constituye un muy valioso aporte para la comprensión de las crisis bancarias.

banco tenía una muy importante participación directa e indirecta en propiedad inmobiliaria y una elevada porción de su cartera en créditos al propio grupo económico (subsidiarias y empresas controladas).

La fuerte competencia entre intermediarios financieros fue característica de este período. No sólo los bancos enfrentaban la competencia de financieras y escribanías (aunque muchas veces vinculadas a los propios bancos), sino que competían por medio del rápido crecimiento del número de sucursales<sup>2</sup>.

Ambos fenómenos coadyuvaron al advenimiento de problemas patrimoniales en varios bancos, que llevaron al comienzo de una corrida contra el Sistema Financiero.

El BROU intervino un banco privado mediano y algunos meses después lo cerró. La corrida de depósitos se generalizó, impactando fuertemente al Banco Transatlántico, y culminó con una huelga de los funcionarios bancarios.

### **3.1.2 Cambios regulatorios**

Los cambios en la regulación bancaria implementados por ley, aprobados en plena crisis (durante la huelga de los empleados bancarios) daban cuenta de los aspectos identificados como causantes de la crisis. En efecto, se buscó apartar a los bancos de las actividades consideradas especulativas, estableciendo la separación entre la banca comercial y de inversión, e imponiendo la asignación sectorial del crédito mediante porcentajes mínimos (65% de créditos a la industria y agro). Para limitar la competencia entre los bancos, se prohibió el ingreso de nuevas instituciones, al mismo tiempo que se fomentó la disminución de su número mediante fusiones y absorciones. Se establecieron también topes de crédito a la alta gerencia y firmas relacionadas, y se incrementaron los controles sobre las tasas de interés.

La nueva Constitución de la República de 1967, al crear el Banco Central del Uruguay, avanzó en el diseño de la red de seguridad del sistema

---

2 El número de bancos privados pasó de 41 a 56 entre 1955 y 1964, el número de sucursales aumentó, en el mismo período, de 250 a 750. (Citado en Vaz con fuente BCU 1971- Banda y Múgica 1977).

financiero, dotando a esta nueva institución de funciones específicas y especializadas, hasta entonces responsabilidad del BROU.

### 3.1.3 Solución para los bancos insolventes

Un aspecto que importa resaltar, entre las medidas implementadas luego de cada crisis, es el tratamiento que se dio a los bancos insolventes (que aunque quebrados, como veremos, no siempre se liquidan y cierran) y a sus depositantes. Hasta la crisis de 1965 habían sido pocos los bancos que quebraron. Con el cierre del Banco Transatlántico y otros bancos menores, los depositantes pudieron acceder a un fondo de seguro de depósitos creado al finalizar la crisis, que se financió en su mayor parte por el Estado<sup>3</sup>. El Estado pautó de esta manera su involucramiento en las crisis bancarias, no sólo por los costos derivados de la asistencia a los bancos afectados por la corrida, sino por la indemnización a los depositantes. Según Vaz (1999), la experiencia frente a la quiebra de bancos grandes y pequeños debe haber hecho que el público reconsiderara la proclamada política no intervencionista del Estado en caso de bancos fallidos. En este sentido, puede ser que la crisis haya sido importante en incidir sobre las expectativas de los agentes en eventos futuros de crisis.

## 3.2 La crisis bancaria de 1971

La crisis de 1965 tuvo consecuencias que se prolongaron en el tiempo. Los bancos continuaron acumulando pérdidas y a comienzos de 1971 quebraron cinco bancos, incluyendo al Banco Mercantil, el segundo mayor banco de la época. El Estado, nuevamente, indemnizó a los depositantes de los bancos que quebraron.

La mayor regulación que se implementó en 1965 fue señalada como un fuerte obstáculo al desarrollo de la actividad bancaria, generando un ambiente de marcadas ineficiencias que impactaba negativamente sobre los resultados y favorecía el rápido crecimiento del mercado informal (escribanías).

---

3 El seguro cubría los depósitos por hasta cierto monto en pesos; la pérdida que los depositantes realizaron se debió principalmente al brote inflacionario que caracterizó a los meses posteriores a la crisis.

El diagnóstico realizado y los cambios que se ensayaron a partir de 1974 dan cuenta de la vigencia de un nuevo paradigma económico. El conjunto de reformas estuvo fuertemente condicionado por el contexto internacional; el shock petrolero de 1974 se enfrentó con la liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, buscando favorecer la repatriación de capitales. A la “represión financiera” se contrapuso la “liberalización financiera”, de la cual la desregulación de la actividad bancaria fue tan sólo una parte.

El sistema financiero se desreguló e internacionalizó. Se liberaron las tasas de interés y se terminó con la asignación sectorial del crédito. Se eliminaron los requerimientos de encajes y los topes de crédito por firma. Se permitió el descalce de monedas en los libros de los bancos a la vez que se eliminó la obligatoriedad de la moneda doméstica como moneda de denominación de los contratos. Se autorizó, además, una menor participación de capital propio para las firmas bancarias.

### **3.3 La crisis bancaria de 1982-1987**

#### **3.3.1 Descripción y diagnóstico**

Mientras que las crisis bancarias de 1965 y 1971 ocurrieron en un entorno crecientemente regulado, la crisis que estalló en 1982 ocurrió en un contexto de escasa regulación. En esta oportunidad, y luego de una rápida expansión del crédito al sector privado (de 18% del PIB en 1975 a 51% en 1982), fue precisamente la ausencia de regulación prudencial la razón señalada como una de las responsables de la crisis bancaria.

El crecimiento económico que caracterizó a los primeros años en que rigió el plan de estabilización con ancla cambiaria, “tablita”, 1979 y 1980, se frenó, y a pesar de no existir mediciones oficiales trimestrales del PIB de la época, se estima que el producto cayó en forma importante en el último trimestre de 1981<sup>4</sup>.

A comienzos de 1982 la crisis se manifiesta mediante cuatro bancos nacionales con problemas de liquidez, tres de los cuales estaban desde

---

4 Según Vaz 1999, el PIB habría caído 9%, en forma desestacionalizada, en el último trimestre de 1981 respecto al tercer trimestre.

hacía tiempo bajo supervisión especial del BCU debido a sus problemas de solvencia. Con la intervención del BCU, comprando las carteras de créditos, se sanean las instituciones y se las logra vender a bancos internacionales.

Fue sólo luego de la crisis de la deuda en México, en agosto de 1982, que se verificó una corrida de depósitos. Hasta la devaluación de fines de noviembre de 1982, la corrida de depósitos afectó sólo a la banca privada, que representando el 85% de los depósitos en dólares del sistema bancario a julio de 1982, perdió el 23% de sus depósitos en dólares entre julio y noviembre del mismo año. Parte de esta salida de depósitos fue captada por el BROU y el BHU. Luego de la devaluación la salida de depósitos se generalizó, alcanzando también a los bancos públicos.

El deterioro en la calidad de la cartera de los bancos se hizo evidente aún antes del abandono de la tablita. El Banco Central volvió a comprar carteras pesadas, parte de ellas denominadas en pesos, esta vez a bancos internacionales. Estos daban como contrapartida acceso a créditos nuevos para el gobierno, urgido por recomponer el nivel de reservas del Banco Central comprometidas en la defensa del régimen cambiario y necesitado de financiamiento ante un muy importante déficit fiscal en 1982<sup>5</sup>.

Entre 1984 y 1987 cuatro bancos cayeron en la insolvencia: Banco de Italia, Pan de Azúcar, Caja Obrera y Comercial. Estos bancos no habían participado en la venta de carteras pesadas al BCU, o lo hicieron en menores proporciones que los bancos internacionales. La insolvencia de estos bancos llevó al Estado a involucrarse en su rescate evitando así su liquidación y cierre. De las características de la solución instrumentada surgió una nueva categoría de bancos: los "bancos gestionados". Los bancos gestionados serán protagonistas destacados de la crisis bancaria de 2002, y explican parte de la dinámica, magnitud y costos de dicha crisis. Al final de esta sección se incluye un repaso de las sucesivas capitalizaciones y privatizaciones, y del tratamiento que dio el regulador a los bancos gestionados.

---

5 Borchard, Rial y Sarmiento (2000) estiman que en el año 1982 hubo un déficit fiscal global de 12.1% del PIB (de los cuales 3.4% corresponden al BHU, que fue utilizado como instrumento para desarrollar políticas anticíclicas).

### 3.3.2 Cambios regulatorios

En 1989 se instrumentan los principales cambios regulatorios que constituyeron la respuesta a las crisis bancaria de 1982-1987. A la desregulación previamente ensayada, y señalada como responsable de los excesivos riesgos asumidos por la industria bancaria, se contrapuso un marco regulatorio con mayores restricciones. La nueva regulación tenía ahora como paradigma a las *buenas prácticas* internacionalmente aceptadas y plasmadas en el Acuerdo de Capitales de Basilea de 1989. En la década de los ochenta hubo, además, importantes avances en la producción teórica en materia de riesgos, microeconomía de bancos y regulación.

La nueva normativa avanzó en la identificación de los riesgos del negocio. La exigencia de patrimonio se estableció teniendo en cuenta la magnitud y el perfil de riesgo del activo. Se exigió la constitución de provisiones por incobrabilidad de los créditos en función de su clasificación de riesgo. Se establecieron topes a los créditos por firma o grupo económico. Los cambios introducidos incorporaron, entonces, elementos prudenciales que significaron una mejora de calidad en la regulación, lo que redundó en una mayor eficiencia en la salvaguarda de la solvencia de las instituciones.

La crisis dejó en evidencia el problema del descalce de monedas. Si bien los bancos lograron convertir parte de sus préstamos en pesos a dólares a medida que estos iban venciendo, al momento de la devaluación los bancos presentaban una dolarización de depósitos proporcionalmente mayor que la de sus préstamos. La nueva normativa estableció límites al descalce de monedas permitido en los libros de los bancos. Esta medida, como se verá luego, no resultaría efectiva en cubrir los riesgos derivados de la dolarización. La dolarización del sistema financiero, además, se acentuó a partir de la traumática experiencia devaluatoria de 1982.

La Ley de Intermediación Financiera de 1992 avanzó en materia de otorgamiento de licencias para el establecimiento de instituciones financieras. La ley estableció la necesidad de contar con un pronunciamiento favorable del Banco Central para que el Poder Ejecutivo pudiese otorgar licencias, a la vez que exigía la nominatividad de las acciones.

La ley que dio una Carta Orgánica al Banco Central del Uruguay en 1995, aunque aparentemente tardía, puede considerarse un cambio

regulatorio con la intención de saldar algunas de las falencias que la crisis de 1982-1987 dejó en evidencia. La Carta Orgánica dio status legal a la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera, y como ocurriera con la propia creación del BCU en la Constitución de 1967, se avanzó así en el diseño de la red de seguridad. La ley no dio, sin embargo, autonomía al Banco Central ni independencia a la Superintendencia.

La Carta Orgánica limitó y reglamentó la capacidad del BCU como prestamista de última instancia prohibiendo la asistencia a instituciones insolventes. De esta forma el legislador buscó preservar los recursos públicos de los elevados costos asociados al salvataje de bancos en crisis. A pesar de ello, la red de seguridad continuó incompleta: se prohibió al BCU desempeñar ese rol, pero no se previó, para la actuación en casos de crisis bancarias, una institución especializada, recursos específicos, ni un marco legal apropiado.

### **3.3.3 Solución para los bancos insolventes**

La participación de los bancos centrales, o de instituciones especialmente creadas para intervenir ante casos de bancos con problemas de solvencia, es una práctica internacionalmente estándar en el tratamiento de tales situaciones. La liquidación, sin embargo, no es la única forma de resolución. La capitalización y reestructuración vía fusiones y absorciones es una práctica muy frecuente y apunta a recuperar la mayor parte del valor que se pierde con la crisis. La capitalización del banco fallido puede aparecer como la solución de mínimo costo para la sociedad. Ya se trate de la liquidación o capitalización, la defensa de los depositantes es la respuesta más frecuente en los países con crisis bancarias. Consideraciones de carácter sistémico avalan esta forma de proceder y atienden al riesgo que representa para el resto de los bancos, y para el sistema de pagos de la economía, la forma en que se resuelve la situación de un banco insolvente. Raros han sido los casos de crisis bancarias, con posterioridad a la crisis de 1930 en Estados Unidos, en los que no se contara con marcos normativos específicos e instituciones especializadas.

La experiencia internacional indica también que las crisis bancarias tienen siempre altos costos fiscales, que alcanzan varios puntos del PIB. Sin embargo, la magnitud de los costos de la crisis depende de la forma en que

el Estado se involucra y de las herramientas institucionales y legales con las que cuenta para actuar. El diseño de un marco adecuado para encauzar la acción en el caso de bancos fallidos, es materia de estudio del diseño de las redes de seguridad del sistema financiero y es especialmente tratado en el capítulo 1 de este libro.

La forma en que el Estado se involucró en la solución de los bancos insolventes que surgieron de la crisis de 1982 merece un tratamiento detallado.

El Estado rescató los bancos insolventes y se afirmó así la percepción existente en los agentes de que no sólo el Estado intervendría en casos de crisis, sino que todos los depósitos del sistema quedaban garantizados. Este seguro implícito y gratuito del Estado permitió, en definitiva, que instituciones percibidas por el público como insolventes o, al menos, problemáticas, no sólo no sufrieran corridas de depósitos sino que aumentaran su captación. La regulación bancaria perdía así un aliado poderoso: la disciplina de mercado.

La intervención del Estado en los *bancos gestionados* evitó el cierre de instituciones, posibilitó que los depositantes recuperaran sus depósitos, que los trabajadores bancarios mantuvieran su fuente laboral, y por concentrar más del 60% del crédito en bancos públicos o gestionados, facilitó la refinanciación de los deudores. Aunque a un elevado costo, pudo haberse considerado en su momento que en un análisis costo-beneficio la solución ensayada para las instituciones insolventes fue exitosa.

Los problemas estructurales de estas instituciones, sin embargo, no fueron corregidos. Los bancos gestionados continuaron experimentando pérdidas sin que se verificaran modificaciones importantes, lo que en la práctica dificultó o, según el caso, imposibilitó su posterior venta a bancos privados de reconocida reputación. Los bancos Pan de Azúcar y Caja Obrera, por ejemplo, que fueron adquiridos por el Estado en 1985 y 1987 respectivamente, continuaron registrando pérdidas hasta 1996 inclusive.

Facilitado por la falta de autonomía del regulador, los bancos gestionados funcionaron con tolerancia regulatoria, permitiéndose que funcionaran en condiciones de insuficiencia patrimonial y de encajes.

Utilizando el concepto de *bancos zombies*, acuñado por Aristóbulo de Juan (1996), en referencia a bancos que surgen del rescate de instituciones insolventes, los *bancos gestionados* pasaron a ser los *zombies* del siste-

ma: pertenecían al mundo de los muertos pero, como resultado de la brujería, habitaban en el mundo de los vivos.

En julio de 1985 el BROU adquirió el paquete accionario del Banco Pan de Azúcar e inició un proceso de fusión con el también fallido Banco de Italia, que cesó sus actividades. En 1987 el BROU adquirió los dos bancos privados nacionales más grandes que también estaban insolventes: el Comercial y el Caja Obrera.

La estrategia seguida consistió en mantener funcionando normalmente los bancos, ahora de propiedad estatal, pero regidos por el derecho privado, con la intención de prepararlos para su posterior privatización. Mientras tanto, el Estado por medio del BROU y la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) inyectaba recursos en sucesivas capitalizaciones y absorciones de pérdidas. El Banco Central, por su parte, les daba tratamiento preferencial, admitiendo, entre otros apartamientos de la regla general, que operaran con insuficiencia patrimonial y, en algunos casos, remunerando encajes a tasas superiores a las pagadas al resto de las instituciones del sistema.

La reprivatización de los bancos gestionados no resultó ni fácil ni inmediata. El Banco Pan de Azúcar permaneció gestionado por el Estado durante nueve años. Se privatizó en 1994 y debió ser intervenido y estatizado nuevamente en 1996 luego de fraudes en la gestión del nuevo dueño. Dos años más tarde, el Banco Central intervino el Banco de Crédito y, capitalización mediante (25 millones de dólares), dispuso que este absorbiera al Banco Pan de Azúcar. El Banco de Crédito había sido adquirido por el grupo político-religioso Moon en 1982 cuando ya tenía serios problemas de solvencia. Con la capitalización, el Estado pasó a ser el accionista mayoritario (51%).

El Banco La Caja Obrera permaneció en la órbita del Estado durante catorce años, hasta que finalmente a fines de 2001 fue vendido al Banco Montevideo, propiedad de la familia Peirano.

El Banco Comercial, considerado el de mejor reputación y más valioso de los de este grupo de bancos, fue reprivatizado en forma más rápida. En 1990 un grupo de bancos internacionales de primera línea adquirieron el banco como socios mayoritarios (75%) junto con banqueros argentinos.

Se puede afirmar que, a excepción de la venta del Banco Comercial, el objetivo inicial de gestionar los bancos para venderlos luego a bancos de reconocida trayectoria había fracasado<sup>6</sup>. El caso del Banco Comercial, que había concitado la inversión de bancos de primera línea, demostraría luego que si la inversión no incluye el uso de la marca de los mismos, el menor costo de reputación resultante debilita el compromiso de los accionistas. . .

La solución para los bancos gestionados (excluyendo al Banco de Crédito) representó costos directos para el Estado, por concepto de capitalizaciones, absorción de pérdidas y subsidios en la remuneración de encajes entre 1985 y 1993, por aproximadamente 420 millones de dólares, equivalentes a casi el 5% del PIB, a valores corrientes y sin incluir la compra de carteras<sup>7</sup>.

Excepto en el caso de los depositantes del Banco de Italia, que debieron capitalizar el 7% de sus depósitos, el resto de los depositantes de los bancos fallidos recuperaron la totalidad de sus depósitos.

### **3.4 La crisis bancaria de 2002**

En esta sección se presenta una breve descripción de la crisis y algunos elementos que contribuyen al diagnóstico de la crisis bancaria de 2002. Al momento de escribir este trabajo, los hechos son muy recientes y la salida escogida para la crisis de 2002 aun se está instrumentando, por lo que no se pretende ensayar una explicación articulada y comprehensiva de la crisis y de sus consecuencias. Se comentan algunas de las posibles causas o propagadores de la crisis, y se repasan las principales reacciones regulatorias.

#### **3.4.1 Descripción**

El plan de estabilización implementado a partir de 1991 fue gradualmente obteniendo éxito en el combate a la inflación. El auge económico, característico de las fases iniciales de los planes de estabilización con ancla cambiaria, compensó con creces la reducción en las ganancias que los bancos obtenían en tiempos de inflación. Estas ganancias eran resultado de

---

6 La venta del Banco Comercial fue, sin embargo, fuertemente cuestionada en el ámbito parlamentario de la época.

7 4.8% del PIB promedio del período 1985-1993 o 4.9% del PIB como suma del % del PIB de cada año).

la captación en cuentas a la vista a tasas nominales tales que la inflación volvía negativas en términos reales.

El crédito en moneda extranjera al sector no financiero residente, medido en dólares corrientes, más que se duplicó entre 1994 y 1998. Este crecimiento ilustra acerca de la fragilidad que se estaba gestando ante eventuales movimientos bruscos del tipo de cambio. Las raíces del problema de insolvencia de los deudores del sistema, además de reflejar la recesión económica iniciada a fines de 1998, se vinculan al descalce de monedas de los tomadores de crédito. Como se comentó antes, siguiendo las normas internacionalmente aceptadas, la regulación imponía límites al descalce de monedas de los bancos. Estas normas de prudencia no eliminaban, sin embargo, el riesgo de incumplimiento de los deudores derivado del fenómeno de la dolarización<sup>8</sup>. El deterioro en la calidad de la cartera de los bancos se hizo evidente luego del abandono de la banda de flotación cambiaria a fines de junio de 2002.

El sistema financiero recibió, durante un período prolongado, importantes sumas de depósitos de no residentes. Los depósitos de no residentes habían estado, hasta enero de 2002, relacionados con las crisis y turbulencias financieras en Argentina, experimentando una especie de "contagio beneficioso". En efecto, los depósitos de no residentes en el sistema bancario uruguayo comenzaron a crecer fuertemente a fines de 1987, cuando el sistema uruguayo salía de la crisis de los ochenta y en contraposición a las turbulencias en Argentina. Este crecimiento se mantuvo hasta setiembre de 1991, cuando el plan de estabilización que fijó la paridad del peso argentino con el dólar comenzó a ganar credibilidad. A partir de entonces y hasta comienzos de 1995, los depósitos de no residentes se estabilizaron e incluso disminuyeron levemente. Sin embargo, con la crisis de México y su efecto *Tequila* sobre el resto de las economías de la región, y en particular sobre Argentina, los bancos instalados en Uruguay retomaron el dinamismo en la captación de depósitos de no residentes, que se mantuvo por el resto de la década. La entrada de depósitos de no residentes cobró un nuevo impulso en la segunda mitad del año 2001, al aumentar la incertidumbre en Argentina respecto al mantenimiento de la paridad cambiaria en dicho país. Fue

---

8 Un análisis pormenorizado de este problema se presenta en el capítulo 2.

así que, entre julio y noviembre de 2001, los depósitos de no residentes en los bancos del sistema uruguayo crecieron más de 1 100 millones de dólares (22% en cinco meses). Como en el pasado, las turbulencias en Argentina hacían crecer los depósitos de no residentes en los bancos uruguayos.

Este patrón de comportamiento de los depósitos de no residentes se quebró en diciembre de 2001, cuando el Banco de Galicia Uruguay y, en menor medida, el Banco Comercial, comenzaron a sufrir una corrida de no residentes. Estos bancos, que hasta noviembre de 2001 inclusive habían estado aumentando su captación de depósitos de no residentes, eran los dos mayores del sistema privado en volumen de depósitos. Además de tener una muy alta exposición de sus negocios en Argentina, eran propiedad total o parcial de instituciones financieras argentinas<sup>9</sup>. El Banco de Galicia Uruguay era propiedad de Banco de Galicia y Buenos Aires en Argentina. El Banco Comercial, por su parte, estaba estrechamente vinculado, a través de los hermanos Rohm, (tenedores del 11% de las acciones de Banco Comercial y encargados de su gerenciamiento), al Banco General de Negocios en Argentina.

Los depósitos de no residentes, sin embargo, se mantuvieron en diciembre prácticamente incambiables a nivel agregado del sistema financiero (caída de 0.5%), ya que de los depósitos que salían de Banco Galicia y Banco Comercial (250 y 30 millones de dólares respectivamente) la casi totalidad encontraban refugio en el resto de los bancos del sistema uruguayo. En enero de 2002, por el contrario, si bien continuó operando este fenómeno de *flight to quality*, de los aproximadamente 200 millones de dólares de depósitos de no residentes que perdieron el Banco Galicia y el Comercial, sólo poco más de la mitad fueron captados por el resto de las instituciones del sistema.

Los depósitos de residentes del sistema, por su parte, crecieron tanto en diciembre de 2001 como en enero de 2002<sup>10</sup>.

---

9 Banco de Galicia, que hasta poco tiempo atrás había sido una IFE, tenía la casi totalidad de sus activos y pasivos expuestos al riesgo Argentina.

10 La salida de depósitos de residentes comenzó en enero, pero el saldo a fin de mes pauta, de todas formas, un aumento respecto al mes anterior. No se dispone de datos diarios anteriores al 28 de febrero de 2002.

Entre fines de enero y mediados de febrero de 2002 ocurren una serie de hechos luego de los cuales, la salida de depósitos que hasta entonces se verificaba en los no residentes y que afectaba sólo a dos bancos, alcanzó también a los residentes y se generalizó a la totalidad de las instituciones. El 23 de enero es detenido en Argentina Carlos Rohm y el 31 de enero toma estado público el fraude de por lo menos 215 millones de dólares en el Banco Comercial. El 13 de febrero el Banco Central del Uruguay dispone la suspensión de actividades del Banco de Galicia y al día siguiente la deuda pública uruguaya pierde el grado de inversión. A partir de allí la corrida adquirió carácter sistémico y la totalidad de instituciones del sistema comenzaron a sufrir fuertes retiros de depósitos<sup>11</sup>.

La desconfianza generalizada puso a prueba la capacidad de las instituciones de hacerse de la liquidez necesaria. Estas debieron recurrir a sus recursos líquidos al mismo tiempo que comenzaban a recuperar créditos, ya que por tratarse de un problema sistémico se encontraron prácticamente imposibilitadas de fondearse en el mercado interbancario local. Los bancos Hipotecario, Comercial, De Crédito y Montevideo-Caja Obrera debieron recurrir a la asistencia financiera del Banco Central y del Gobierno.

A partir de la última semana de mayo, y durante tres semanas, se verificó una disminución importante en el ritmo de salida de depósitos, en especial de residentes. Los depositantes reaccionaron favorablemente ante el anuncio del FMI respecto a un aumento de la asistencia financiera para Uruguay y a la aprobación parlamentaria de un nuevo ajuste fiscal<sup>12</sup>. No obstante lo anterior, la caída de depósitos totales continuó siendo superior a los 100 millones de dólares por semana.

Durante la segunda mitad de junio, sin embargo, la corrida cobró nuevo vigor cuando, el 20 de junio, se abandonó la política cambiaria y, al día siguiente, el Banco Central intervino el Banco Montevideo, con desplazamiento de autoridades y continuidad de operaciones.

---

11 La salida de depósitos de no residentes fue en términos absolutos y relativos mayor que la de residentes.

12 El anuncio se concretó el 25 de junio cuando el FMI aumentó el crédito stand-by a 1500 millones de dólares y el 28 de junio se recibió el primer desembolso por 500 millones de dólares.

Hacia fines de julio se removió a los tres directores del Banco Central y renunció el ministro de Economía, transcurriendo varios días sin que se nombraran nuevas autoridades. La salida de depósitos alcanzó entonces cifras récord (casi 600 millones de dólares entre el 19 y 26 de julio).

El 29 de julio, finalmente, se decretó un feriado bancario. Durante el feriado se firmó un nuevo acuerdo stand-by con el FMI y el Parlamento aprobó una ley que estableció la reprogramación de los vencimientos de los depósitos a plazo en moneda extranjera en los bancos públicos. Con préstamos de los organismos multilaterales de crédito y facilitado por un crédito puente del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, se constituyó el Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario (FESB) para garantizar la totalidad de los depósitos en dólares en caja de ahorros y cuentas corrientes de los bancos públicos.

A diferencia del BHU, el BROU no requirió de la asistencia del BCU ni del Gobierno para hacer frente a la salida de depósitos hasta el feriado bancario. Fue la debilidad de las cuentas públicas, más que su propia situación de liquidez, la que determinó, en última instancia, la salida elegida para el BROU. A la salida del feriado la liquidez con la que contaba el BROU en el BCU representaba el 82% del los activos de reserva del BCU (507 millones de dólares en 617 millones de dólares de activos de reserva). Las restricciones financieras del accionista del BROU, el Estado uruguayo, y la incertidumbre acerca de la reacción de los depositantes luego del levantamiento del feriado bancario, determinaron entonces la necesidad de la reprogramación de los depósitos a plazo del BROU.

El 5 de agosto se levantó el feriado bancario y los bancos retomaron sus actividades, excepto los bancos Comercial, Montevideo-Caja Obrera y De Crédito que fueron suspendidos<sup>13</sup>. La ley estableció que, con la finalidad de salvaguardar los medios de pago de la economía, se utilizaran recursos del FESB, en forma de adelanto, para la devolución de los depósitos por un monto a determinar en cuenta corriente y caja de ahorro en los bancos suspendidos<sup>14</sup>.

---

13 La cooperativa CAYCU abrió el 5 de agosto y fue suspendida al día siguiente. El Banco de Galicia continuó suspendido.

14 Se cubrieron 50 mil dólares por caja de ahorro y la totalidad por depósitos a la vista y en cuenta corriente.

El costo directo para el Estado de la crisis bancaria de 2002 alcanzó a 1.540 millones de dólares, aproximadamente 12% del PIB anual. El saldo de la asistencia de liquidez del BCU para el BHU, Comercial, De Crédito y Montevideo-Caja Obrera fue de 540 millones de dólares. El Gobierno, a su vez, aportó 520 millones de dólares en capitalizaciones y depósitos en los bancos Comercial, Montevideo y De Crédito. Luego del feriado bancario, además, el Estado aportó, a través del FESB, 350 millones de dólares para cubrir parte de los depósitos a la vista de los liquidados y 130 millones de dólares para los depósitos a la vista en el BHU<sup>15</sup>.

### 3.4.2 Elementos para el diagnóstico, causas y propagadores de la crisis

Como se mencionó anteriormente, a diferencia de lo ocurrido durante las crisis argentinas anteriores, durante la de 2001-2002 los depositantes no residentes retiraron sus depósitos del sistema uruguayo. Las razones para este cambio de comportamiento, así como para explicar el alcance y costo de la crisis, deben encontrarse no sólo en las características distintivas de la crisis Argentina del 2001, sino también, en debilidades propias del sistema financiero.

El efecto *contagio* de la crisis en Argentina, por lo tanto, debe ser considerado conjuntamente con otros elementos que, o bien actuaron como propagadores de la crisis, o bien impidieron tomar las medidas necesarias, en los tiempos y formas necesarios, para evitar que la corrida se propagara y adquiriera la magnitud que finalmente alcanzó. Entre estos elementos se destacan la existencia de fallas en el diseño de la red de seguridad del sistema financiero y la debilidad fiscal, la dolarización del sistema financiero y los efectos de la modificación del régimen cambiario, la presencia de bancos con alta exposición al riesgo argentino en sus activos, los bancos gestionados y la existencia de bancos con problemas de solvencia previos a la crisis, la ocurrencia de fraudes que tomaron estado público y carencias en materia de regulación bancaria<sup>16</sup>.

---

15 Según datos a marzo de 2003 los usos del FESB por parte del BROU ascendían a 640 millones de dólares. El BROU canceló parcialmente esta deuda con el Gobierno, por lo que no se considera aquí un costo para el Estado.

16 A pesar de no tratarse aquí los aspectos de supervisión, no se puede obviar que la ausencia de supervisión global consolidada constituyó la principal debilidad en ese aspecto.

(i) La crisis en Argentina y el contagio

Existen elementos que permiten considerar que la crisis bancaria de Argentina de 2001 fue más profunda y de mayor impacto que las crisis bancarias anteriores, en particular la ocurrida en 1989. En la crisis bancaria de 1989 se respetó la moneda de los depósitos y por la porción que los depositantes no pudieron recuperar se dio bonos de deuda pública que fueron honrados oportunamente (BONEX). En la crisis de 2001 en Argentina, por el contrario, los depositantes hicieron pérdidas derivadas de la conversión compulsiva a pesos de sus depósitos en dólares. Devaluación mediante, la *pesificación* representó una pérdida superior a 60%. El gobierno argentino, en estado de *default*, tardó más de un año en comenzar a indemnizar a los depositantes con bonos. La demora en restaurar el acceso a los depósitos *congelados* y ofrecer los bonos como compensación por la pérdida, junto a la profunda crisis política, contribuyeron al aumento de la incertidumbre y propagación del pánico a Uruguay.

(ii) Dolarización y política cambiaria

La crisis de confianza en Uruguay alcanzó a todas las instituciones del sistema ante los temores de que se adoptaran medidas similares a las argentinas. Las devaluaciones del real primero y del peso argentino después, dieron fuerza al debate acerca de la capacidad y conveniencia del mantenimiento del régimen cambiario en una economía que atravesaba el cuarto año consecutivo de recesión. Ante estas expectativas de devaluación, y atendiendo a los elevados niveles de endeudamiento bancario en dólares, no aparecían como infundados los temores a la *pesificación* de depósitos como parte de la "solución" al problema del endeudamiento en dólares, vía *pesificación* de deudas. Con el pasaje a un régimen de flotación cambiaria el 20 de junio, y la consecuente depreciación del peso, crecieron los temores de los depositantes. A estos temores se sumaban ahora las dudas acerca de la solvencia de los bancos derivadas del impacto de la depreciación sobre la capacidad de repago de los deudores en dólares.

(iii) La política fiscal y la garantía implícita del Estado

La garantía implícita y gratuita del Estado sobre los depósitos del sistema bancario ya había sido puesta a prueba en crisis pasadas, y del "éxito" con las que las sorteó, se cimentó la imagen de Uruguay como una plaza financiera segura. Se construyó pues la expectativa y confianza, por

parte de los depositantes, en la voluntad del Estado en asumir los costos necesarios para el rescate de los depositantes de los bancos fallidos.

El crecimiento económico del Uruguay, característico de la fase inicial de los planes de estabilización con ancla cambiaria, se vio potenciado primero por el dinamismo de la economía argentina y luego por los efectos favorables de un plan de estabilización similar en Brasil. Luego, con la devaluación del real, el impacto regional negativo dejó en evidencia las debilidades propias, derivadas de la continuidad de una política fiscal procíclica durante la década de crecimiento de los años noventa<sup>17</sup>. Las cuentas públicas acumularon déficits globales sucesivos que, en un contexto de baja inflación, el gobierno financiaba con la colocación de deuda en forma de bonos. A diferencia de lo ocurrido en la crisis de 1982, cuando la deuda era mayormente con bancos extranjeros, estos bonos tenían una cotización de mercado cuya evolución era conocida a diario por el público.

El rápido y marcado deterioro de la cotización de la deuda pública convirtió al índice de *riesgo país* en una variable de monitoreo permanente por parte del público. La percepción de los mercados acerca de la capacidad financiera del Estado se volvía más transparente, y su fragilidad cuestionaba fuertemente la garantía implícita del sistema bancario que operara en el pasado. A partir del 26 de junio, además, para mostrar los desembolsos otorgados por los organismos multilaterales de crédito, el Banco Central comenzó a publicar en su página web, con sólo un día de rezago, la evolución diaria de los activos internacionales de reserva.

La salida de depósitos continuó y con ella la asistencia a los bancos con problemas. A partir de la pérdida diaria de activos de reserva cualquier depositante podía ponerle fecha al día en que se agotarían las reservas del Banco Central si se mantenía el ritmo de la corrida. Las reservas internacionales del Banco Central comenzaron a mostrar una rápida caída. La corrida bancaria erosionaba el nivel de reservas internacionales tanto por el retiro de los depósitos en dólares de los bancos en el Banco Central, como por la

---

17 Los egresos del Sector Público no Financiero medidos en términos del PIB crecieron, en forma prácticamente continua, durante toda la década, pasando de 25.2% del PIB en 1989 a 35.6% en 2001, y sólo cayeron levemente en 1995 (año de recesión) y en 1996. Este tema se trata en detalle en el capítulo 6.

asistencia en dólares brindada a los bancos con problemas. Esta pérdida de reservas repercutía negativamente en la cotización de la deuda pública, que no sólo cerraba al gobierno las puertas al financiamiento en los mercados, sino que contribuía, a su vez, a aumentar las dudas acerca de la capacidad del Estado para actuar como garante de los depósitos. Esta percepción del público respecto de la vulnerabilidad fiscal, a su vez, alimentaba la salida de depósitos, cerrándose así un círculo perverso.

(iv) El diseño institucional de la red de seguridad del sistema financiero  
La existencia de una garantía implícita, irrestricta y gratuita del Estado, además presenta inconvenientes desde el punto de vista del diseño de la red de seguridad del sistema financiero.

En primer lugar, y como se mencionó en la sección que trata la solución implementada en la crisis de 1982, este tipo de garantías, cuando son creíbles, determinan que los depositantes no internalicen los costos de sus decisiones al momento de decidir en qué banco depositan sus ahorros. Este comportamiento genera ineficiencias y es extensamente tratado en la literatura económica bajo el nombre de *riesgo moral*.

En el caso uruguayo, además, la existencia de la garantía del Estado determinó que no se contara con las herramientas apropiadas, institucionales, legales y de logística, para actuar durante la crisis con los bancos en problemas.

En un intento por suplir este vacío institucional es que el 17 de junio de 2002 el Poder Ejecutivo decretó la creación del Fondo de Fortalecimiento del Sistema Bancario (FFSB), con la finalidad de “asesorar preceptivamente al Poder Ejecutivo en la adopción de medidas y acciones concretas respecto a la administración y aplicación de los programas de asistencia bancaria y de los fondos destinados a dichos efectos”. El FFSB se capitalizaba con los desembolsos recibidos y a recibir de los organismos multilaterales de crédito y con deuda pública. El comité administrador del FFSB tenía como misión “disponer los requisitos y condiciones, incluyendo garantías e intereses punitivos, bajo las cuales las instituciones bancarias tendrán acceso a la asistencia crediticia y, de ser necesario, para la integración de capital autorizado, con un plan de reventa de la participación...”.

El FFSB, una suerte de fondo de garantía de depósitos con aporte estatal, nació en medio de la crisis, sin respaldo político y con su legalidad

cuestionada. El FFSB dio al gobierno un marco institucional para continuar con la canalización de los recursos públicos en el sistema financiero. Su creación, sin embargo, no logró el efecto deseado sobre las expectativas de los depositantes.

(v) La existencia de bancos con problemas previos a la crisis

Los cuatro bancos privados que resultaron liquidados debido a sus problemas patrimoniales no fueron necesariamente los más golpeados por el retiro de depósitos. La salida de depósitos totales en dólares del sector privado no financiero, entre diciembre de 2001 y julio de 2002, fue de 53% para el conjunto de los bancos liquidados, mientras que para el resto de los privados fue de 59%<sup>18</sup>. Las debilidades patrimoniales de dichos bancos y sus dificultades para obtener recursos líquidos por sus propios medios no fueron, entonces, necesariamente atribuibles a la ocurrencia misma de la crisis.

Existen varios elementos comunes a todos, o algunos, de estos cuatro bancos que, sin pretender ser una caracterización de la crisis bancaria, estarían señalando debilidades preexistentes que se reflejaron en su desempeño durante la crisis. Uno de ellos se refiere a una historia común de banco *gestionado*.

En secciones anteriores de este trabajo se revisó críticamente el tratamiento que se dio a los bancos fallidos en la crisis de 1982-1987. Estos bancos, gestionados por el Estado, continuaron operando sin que se hubieran procesado las transformaciones necesarias para que su retorno al mercado no constituyera un riesgo para el resto del sistema. Dos de los cuatro bancos liquidados en la crisis de 2002 (Caja Obrera y De Crédito) comparían una historia de haber sido gestionados por el Estado. Cuando estalla la crisis del 2002, mientras que el Caja Obrera había sido recientemente privatizado, el Estado era aún socio mayoritario en el Banco de Crédito, fusionado a su vez con el largamente gestionado Banco Pan de Azúcar. El Caja Obrera y De Crédito, a su vez, tenían insuficiencia patrimonial. El Banco de Crédito contaba con un plan de adecuación patrimonial y para el Caja Obrera estaba previsto que fuera capitalizado de acuerdo a un cronograma que contemplaba su fusión con el Montevideo.

---

18 En los bancos públicos la salida fue de 30%.

Los otros dos bancos fallidos, el Banco Comercial y el Banco Montevideo, aunque de diferente manera, también estaban relacionados con la problemática de los bancos gestionados. El Banco Comercial, aunque hacía más de diez años que había sido reprivatizado, había sido gestionado por el Estado durante tres años. El Banco Montevideo, por su parte, había sido precisamente la institución que, a fines de 2001, había adquirido el Caja Obrera. En un análisis *ex-post* y teniendo en cuenta el comportamiento fraudulento de los accionistas de ambos bancos, no resultaría difícil vincular la calidad de los accionistas con un cuestionamiento crítico de la gestión del Estado, ya no sólo en el gerenciamiento de bancos fallidos, sino también en el proceso de venta de los mismos.

Las debilidades descritas llevaron a que, ante la corrida de depósitos, fueran precisamente este grupo de bancos los que requirieran de la asistencia financiera del BCU y del Gobierno para enfrentar sus obligaciones.

El Banco Hipotecario del Uruguay desde comienzos de la corrida bancaria también requirió de la asistencia del BCU. Con serios y antiguos problemas de dirección y gerenciamiento, el BHU presentaba, además de un enorme descalce de monedas, problemas de liquidez, altos niveles de morosidad en su cartera y un *spread* negativo.

(vi) Exposición al riesgo argentino

Otro aspecto en común al grupo de bancos que se liquidaron o suspendieron fue la alta exposición al riesgo argentino en la composición de los activos, ya fuese directamente o través del grupo económico. Esto fue particularmente cierto en los casos de los bancos Galicia, Comercial y Montevideo. Mientras que el Banco Galicia tenía la casi totalidad de sus activos en Argentina, el Comercial tenía una alta exposición en valores públicos argentinos. El Banco Montevideo, por su parte tenía colocaciones al sector financiero no residente en Cayman, en un banco del grupo económico, desde donde triangulaba créditos a Argentina. Estas colocaciones crecieron fuertemente durante la crisis como resultado de una maniobra de los accionistas para asistir a empresas del grupo en Argentina.

Esta excesiva exposición al riesgo argentino fue facilitada por la ausencia de regulación, no sólo en lo relacionado al país de residencia del

deudor, sino también en materia de topes a la concentración de riesgos, precisamente en valores públicos y crédito al sector financiero<sup>19</sup>. En el caso del Comercial primero, y Montevideo después, la alta exposición al riesgo argentino estuvo vinculada además a maniobras fraudulentas.

### 3.4.2 Solución para los bancos insolventes

Una diferencia notoria entre las crisis bancarias de 1982-1987 y la crisis de 2002 es que los bancos que quebraron fueron finalmente liquidados. El camino seguido, sin embargo, no fue igual en todos los casos.

En diciembre de 2002 se liquidaron los bancos Montevideo, Caja Obrera y Comercial. Al mismo tiempo, y por ley, se creó el Nuevo Banco Comercial (NBC) como un banco de propiedad estatal regido por el derecho privado. La misma ley dotó al Banco Central de mayores instrumentos legales en su función de liquidador.

Siguiendo un esquema internacionalmente habitual en lo que respecta a la resolución de bancos con problemas, los activos de mejor calidad de estos tres bancos liquidados fueron ofrecidos en una subasta pública. El NBC, único oferente en la subasta, adquirió dichos activos. El resto de los activos de los bancos permaneció en fondos de liquidación.

A diferencia de lo ocurrido en el pasado con los bancos fallidos, el NBC creado a partir de los tres bancos liquidados, no contó con tolerancia regulatoria y debió, por lo tanto, experimentar importantes transformaciones en relación con los bancos liquidados. El NBC abrió sus puertas el 24 de marzo de 2003 con 830 funcionarios y 47 sucursales, una reducción con respecto a los tres bancos liquidados de 54% en número de funcionarios y de 57% en sucursales. Los depositantes del sector no financiero privado y otros acreedores de los tres bancos liquidados, además, quedaron con derechos en el NBC, en forma de depósitos a seis años de plazo, por el 60% de sus activos originales en los tres bancos liquidados (705 millones de dólares)<sup>20</sup>.

---

19 A pesar de la inexistencia de topes, el BCU dio instrucciones particulares al Banco Montevideo para reducir dicha exposición, cuyo incumplimiento fue el principal motivo del Banco Central para disponer la intervención.

20 El restante 40% está en derechos contra los fondos de liquidación creados para la recuperación de los activos de peor calidad.

La resolución del Banco de Crédito tardó más en llegar. El Gobierno, accionista mayoritario del banco, y el accionista privado no llegaron a un acuerdo de capitalización que cumpliera con las exigencias de la regulación prudencial. El accionista privado, y a su vez principal deudor del banco, desistió de capitalizar la institución. El banco fue finalmente liquidado el 28 de febrero de 2003. La totalidad de activos del banco quedaron en poder de un fondo de liquidación<sup>21</sup>.

La ley de diciembre de 2002 autorizó al Estado a renunciar a sus derechos contra las instituciones liquidadas en favor de los depositantes. El Estado hará uso de esta facultad y cederá sus derechos aumentando la prorrata de los depositantes. Estos derechos se originaron durante la corrida bancaria por concepto de la asistencia del BCU y del Gobierno, y posteriormente, por los usos del FESB como adelanto a los depositantes por sus depósitos a la vista. Teniendo en cuenta el carácter de acreedor preferencial del Estado, y por ende la casi cierta recuperación de la asistencia otorgada, la cesión de derechos representa un costo efectivo para el Estado.

Tal como surge de los párrafos anteriores, el tratamiento a los bancos insolventes fue notoriamente diferente en la crisis de 2002 que en la crisis de 1982-87. No es posible, sin embargo, ser concluyente respecto a cómo la crisis de 2002 afectó las expectativas de los depositantes acerca del comportamiento futuro del Estado en casos de bancos insolventes.

Como ya se detalló anteriormente, a pesar de que el Estado canalizó cuantiosos recursos hacia el sistema financiero, la garantía estatal no tuvo esta vez el "éxito" del pasado. Durante la crisis de 2002 el Estado canalizó recursos en varios momentos y atendiendo a diferentes circunstancias. En algunos casos esta conducta pudo ser avalada por consideraciones de carácter sistémico, buscando evitar la propagación de los problemas de una institución al resto del sistema. Este argumento se puede aplicar para el caso

---

21 La cooperativa CAYCU también fue liquidada. Haciendo uso de las facultades que la nueva ley otorgaba al BCU en su calidad de liquidador, y mediante el acuerdo voluntario de los depositantes en aceptar una quita del 40% en el valor de sus depósitos, la cooperativa fue adquirida por COFAC. Se extendió el plazo original de los depósitos y se estipuló una tasa mayor a la de mercado. El Banco de Galicia alcanzó un acuerdo con sus depositantes y continúa intervenido y con sus actividades suspendidas.

de recursos que se volcaron a bancos aun cuando estos presentaban problemas de solvencia. Consideraciones de carácter sistémico, relativas a la importancia de la preservación del sistema de pagos, pueden esgrimirse también para el caso de la cobertura de las cuentas a la vista en los bancos suspendidos, más allá de consideraciones respecto de montos y tipos de depósitos. Sin embargo, los costos en los que incurrió el Estado al renunciar, en favor de los depositantes, a sus derechos en la recuperación de activos de los bancos liquidados, no parecen encontrar sustento en consideraciones de carácter sistémico. Dichos costos se asemejan, por el contrario, a una indemnización fruto del accionar de la garantía estatal<sup>22</sup>.

La crisis de 2002, por lo tanto, no rompió claramente con la historia de un Estado con vocación de garante de depósitos. Esta vocación no parece haber sido necesariamente cuestionada, sino su capacidad para implementarla.

#### **4. Cambios regulatorios**

Al momento de escribirse este trabajo, junio de 2003, las reacciones regulatorias a la crisis provienen principalmente de la Ley 17.613 del 27 de diciembre de 2002, que además de crear la Superintendencia para la Protección del Ahorro Bancario, avanzó en aspectos que fortalecen las funciones de supervisor y liquidador del BCU. Además de esta ley, algunas medidas concretas ya han sido adoptadas y en algunos casos señalan un rumbo a modificaciones regulatorias futuras.

Varios aspectos regulatorios relevantes, sin embargo, se encuentran aun pendientes y serán tratados en la sección siguiente.

(i) La Ley 17.613

En secciones anteriores se consideró a la garantía implícita, gratuita e irrestricta del Estado, como una debilidad de la red de seguridad del sistema financiero. Además de incluirla entre las causas o propagadores de la crisis, la garantía del Estado fue también fuente de ineficiencias en el manejo de la crisis debido a las dificultades para actuar ante las instituciones

---

22 En el caso del Banco de Crédito puede esgrimirse que aunque dicho banco no contaba con garantía por ley, como los bancos públicos, era propiedad mayoritaria del Estado.

problemáticas en forma oportuna y efectiva. La Ley 17.613 creó la Superintendencia para la Protección del Ahorro Bancario y avanzó así en el diseño de la red de seguridad del sistema financiero. A pesar de no haberse dado aun los pasos iniciales para su implementación, algunos aspectos de la ley aparecen como perfectibles en lo que respecta a la necesaria oposición de intereses entre quien regula y supervisa a los bancos solventes y quien debe administrar un patrimonio para actuar en caso de bancos insolventes.

Esta misma ley, además, fortaleció al BCU como supervisor de las instituciones del sistema financiero. La ley dio al BCU mayor poder sancionatorio sobre los bancos públicos. Hasta el momento, si bien estos bancos estaban sujetos al mismo marco regulatorio que los bancos privados, el supervisor no tenía facultades para multar o imponer sanciones a los bancos públicos. Teniendo en cuenta el rol desempeñado por el BHU en la crisis de 2002, es claro que el legislador quiso plasmar la necesidad de un tratamiento más estricto<sup>23</sup>.

Se otorgó también al BCU la facultad de solicitar al Poder Ejecutivo el desplazamiento de accionistas y expropiación en las instituciones que así se requiriera en caso de interés público. Esta potestad extrema facilita la acción del Estado en caso de fraudes en instituciones con problemas de solvencia. En efecto, tal como sucediera durante la crisis de 2002 con el Banco Montevideo, la ausencia de esta facultad legal retardó la separación de los accionistas e imposibilitó una estrategia de capitalización del banco por parte del Estado.

Como reacción a los eventos de fraude la ley estableció la obligatoriedad, para los empleados de las instituciones de intermediación financiera, de reportar las irregularidades de las que tuvieran conocimiento. La ley amplió el área de acción del BCU como supervisor a empresas vinculadas a la institución de intermediación financiera, independientemente de su giro u actividad comercial. Se destaca también, la exigencia de dar a publicidad el Registro de Accionistas, de forma tal que la cadena completa de accionistas, hasta el sujeto de derecho, sea de conocimiento público.

---

23 Ver capítulo 4.

(ii) Otros cambios

La Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF) redujo los encajes por depósitos en moneda nacional para los plazos más largos. Luego de un período de varias modificaciones sucesivas en los encajes, estos fueron eliminados para los depósitos en moneda nacional con plazo mayor a un año, y reducidos a 2% para los depósitos a plazo entre seis meses y un año. Si bien esta medida no tiene impacto inmediato, es una clara señal hacia un tratamiento que, al diferenciar por monedas, tienda a disminuir la dolarización del sistema financiero.

La porción de depósitos de no residentes vinculados a la operativa *off-shore* se encontraba exonerada de encajes, y llevó en la práctica a que no existieran requisitos de liquidez sobre los depósitos de no residentes. La salida de depósitos de no residentes, sin embargo, fue de magnitud relativa mayor que la de residentes. Esto motivó que la SIIF dispusiera la obligatoriedad de mantener, en forma gradual a partir de 2003, niveles mínimos de liquidez sobre la totalidad de depósitos de no residentes. Se estableció que un 30% de los depósitos deben ser mantenidos en un menú de instrumentos líquidos y seguros. De esta forma no sólo se tomaron precauciones respecto de la volatilidad mostrada por los depósitos de no residentes, sino que al aceptarse un menú de instrumentos, se imprimió un giro regulatorio tendiente a mitigar riesgos interfiriendo lo menos posible en la naturaleza del negocio. Al contemplar en el menú de instrumentos admitidos para el encaje otros distintos a las colocaciones en el BCU, esta medida contribuye, a su vez, a evitar que los problemas financieros del Estado repercutan directamente en la solvencia de los bancos.

En cuanto a la política de otorgamiento de licencias para la instalación de instituciones, se reglamentaron las condiciones en un marco de mayor exigencia. La autorización continúa dependiendo del Poder Ejecutivo, quien debe contar con un informe favorable del BCU, pero se establece la necesidad, si corresponde, de contar con un informe del regulador del país de la casa matriz. Se requiere, además, la identificación completa de la cadena de accionistas y la autorización previa por parte del BCU de los directores y gerente general de la nueva institución.

Por último, los cambios en la información disponible al público deben considerarse como parte de una estrategia regulatoria. En efecto, la discipli-

na de mercado está siendo promovida a partir de la publicación de los estados contables mensuales a sólo diecinueve días hábiles de finalizado el mes. La información se publica en la página web del BCU, en formato y apertura que facilitan el análisis. La SIF, además, brinda a la prensa especializada análisis periódicos de resultados y situación de los distintos grupos de instituciones.

## **5. Algunas propuestas para una regulación más ajustada a los riesgos**

La crisis bancaria de 2002 dejó en evidencia carencias y falencias regulatorias de distinta magnitud. Se trata, en todos los casos, de riesgos existentes y no contemplados adecuada o eficazmente por la regulación financiera.

A continuación se incluye un repaso de algunos aspectos que, por su importancia y rol en la crisis de 2002, deberían formar parte de las lecciones regulatorias que dejó la crisis<sup>24</sup>.

### (i) El problema de la dolarización

La dolarización del sistema financiero uruguayo es de larga data, pero fue a partir de la eliminación del curso forzoso del peso, en 1976, que los depósitos y créditos denominados en dólares comenzaron a crecer rápidamente. El fin de la obligatoriedad del uso del peso como única moneda de denominación en los contratos dio seguridad jurídica a los bancos para dar créditos en dólares.

Luego de la traumática experiencia que dejó la crisis cambiaria y bancaria de 1982, la fuerte preferencia de los agentes por los depósitos en dólares no se revirtió ni siquiera en los años de la década de los noventa, cuando la política cambiaria gozaba de credibilidad. Durante esos años los bancos expandieron el crédito y este fue casi exclusivamente en dólares. El negocio minorista en dólares creció rápidamente, en especial el crédito a las familias, ya fuera para consumo, automotores o vivienda. Como fue mencionado en secciones anteriores, la dolarización implicaba el *descalce*

---

24 Muchos de los aspectos que aquí se incluyen forman parte de proyectos en estudio que la SIF tiene en su agenda de modificaciones regulatorias.

de monedas de muchos de los tomadores de créditos. Este descalce representa un riesgo que se materializa ante depreciaciones marcadas del peso.

La dolarización o riesgo cambiario implícito en el riesgo de crédito es, en definitiva, parte de un problema más general de precios relativos. Cuando un exportador toma un crédito en dólares también existe un riesgo de precios relativos, ya que debe servir una deuda en dólares con lo obtenido por la venta de su producto a un precio en dólares que está sujeto a fluctuaciones. El problema específico de la dolarización, a diferencia del ejemplo del problema de precios relativos de un exportador, es que es un riesgo común a muchos sectores económicos (sectores no transables), y que de ocurrir la depreciación de la moneda doméstica, el riesgo existente se materializa en problemas de solvencia en forma generalizada y simultánea entre los deudores.

Mientras que los bancos reflejan en sus de tasas de interés los riesgos derivados del problema de precios relativos para casos como los del ejemplo del exportador, los bancos han fallado en reflejar en sus tasas de interés los riesgos derivados de la dolarización. Las tasas en pesos incluyen una prima de riesgo vinculada a las probabilidades de depreciación, pero las tasas en dólares no reflejan los costos derivados de una mayor probabilidad de incumplimiento en caso de depreciación.

Distintas razones pueden explicar este comportamiento de los bancos, pero en cualquier hipótesis, se trata de una falla de mercado, que trae como consecuencia una ineficiente asignación del crédito. La regulación bancaria tiene un rol a desempeñar en la corrección de esta falla de mercado.

Algunos países han optado por la total prohibición de los créditos en dólares. Esta solución, sin embargo, no atiende a las necesidades de financiamiento de aquellos sectores transables para los cuales el crédito en dólares resulta eficiente desde el punto de vista del calce de sus monedas. La regulación puede crear los incentivos necesarios para que las tasas de interés reflejen el riesgo de cambio implícito. Para hacerlo en forma eficaz, es necesario que la regulación trate en forma expresa el descalce de monedas de los deudores en dólares, y que normativamente se estipule una clasificación de riesgo de crédito que tenga asociado niveles más elevados de provisiones por incobrabilidad. La sola existencia del descalce de monedas representa un riesgo que debe ser provisionado, independientemente de las

estimaciones del banco acerca de la probabilidad de ocurrencia de una depreciación tal que se vea afectada la capacidad de pago del deudor.

El encarecimiento relativo de los créditos en dólares respecto de los créditos en pesos que esta solución regulatoria conlleva, arroja como resultado último un mercado financiero más pequeño y más caro. La dolarización permitió un rápido crecimiento del crédito durante la década de los noventa y fue la responsable de la insolvencia generalizada de los deudores del sistema luego del abandono de la política cambiaria. Para la política económica, a través del costo y disponibilidad de crédito, este es un dilema entre una senda de crecimiento económico rápido, pero volátil, y una senda de crecimiento más lenta, pero estable. Para el regulador este no es un dilema, ya que la prudencia es la estrategia dominante en cualquier circunstancia.

(ii) Cobertura del riesgo de crédito

Con la finalidad de promover la diversificación de riesgos la regulación impone topes a los créditos al sector no financiero, estipulando que el crédito por persona, firma o grupo económico debe ser inferior al 25% del patrimonio del banco, permitiéndose incrementar hasta 100% en función de las garantías presentadas. Las colocaciones al sector financiero y en valores públicos, de cualquier gobierno, por el contrario, no se encuentran topeadas. Precisamente, dos de los bancos protagonistas de la crisis, el Comercial y Montevideo, tenían alta exposición en valores públicos y en colocaciones al sector financiero respectivamente. En ambos casos, además, se detectaron fraudes vinculados con dichas operaciones. La nueva regulación debería promover la diversificación de riesgos más allá de los créditos al sector no financiero, e incorporar también las colocaciones al sector financiero y los valores públicos.

La clasificación de créditos debería incorporar también, para los activos con no residentes, consideraciones relativas al riesgo del país de destino del crédito y combinarse, una vez más, con topes a la exposición por país.

Otro aspecto importante del riesgo de crédito tiene que ver con el tratamiento otorgado a las garantías. De acuerdo a la regulación, los bancos constituyen provisiones por incobrabilidad sólo por aquella parte del crédito no cubierto por la garantía. La crisis dejó en evidencia no sólo las fuertes caídas en el valor en dólares de las garantías, en particular las inmo-

biliarias, sino también de las dificultades prácticas y políticas que encuentran los bancos para ejecutar las garantías en tiempos de crisis<sup>25</sup>. Resultaría conveniente no aceptar que las garantías computen por el 100% del capital prestado, de forma tal que los bancos, independientemente de la garantías presentadas, deban constituir provisiones por incobrabilidad.

(iii) Integración de la regulación de la intermediación financiera

En el pasado reciente se ha verificado una creciente integración en el funcionamiento de los mercados financieros, donde muchos de los bancos del sistema están vinculados al negocio previsional, de seguros y de fondos de inversión. Los bancos han participado también en la emisión de obligaciones negociables de empresas que muchas veces son, además, sus clientes. Esta estructura de *holding* de las empresas de intermediación financiera conlleva una complejo sistema de incentivos que obliga a pensar la regulación financiera en forma integradora. Además de la necesaria armonización de las respectivas regulaciones del mercado de valores, AFAP, seguros y de instituciones de intermediación financiera, resultaría necesaria en el futuro una mayor integración institucional<sup>26</sup>.

---

25 Al respecto abundan los antecedentes en materia de leyes de refinanciación de deudas y de suspensión de ejecuciones. Este aspecto está particularmente candente en la discusión parlamentaria actual.

26 Si bien no se abordan en este trabajo aspectos relativos a la supervisión, la ausencia de una supervisión global consolidada se vincula también a este punto y es una debilidad notoriamente relacionada con los fraudes de la crisis de 2002.

## Referencias bibliográficas del capítulo

**Banco Central del Uruguay**, Boletín Estadístico, varios números.

**Banda, A. (1990)**: "Ahorro y asignación de recursos financieros". Editado por Held, G. Y Szalachman, R. CEPAL.

**Borchardt, M., I. Rial y A. Sarmiento (2000)**: "Cómo armar el rompecabezas fiscal: nuevos indicadores de sostenibilidad". BID.

**De Juan, A. (1996)**: "The roots of banking crisis: microeconomic issues", en Banking Crises in Latin America. Editado por Ricardo Hausmann y Liliana Rojas-Suárez. BID.

**Dewatripont, M. y J. Tirole (1994)**: "The prudential regulation of banks". MIT.

**Republic of Uruguay (Marzo 2002)**, Prospectus Supplement

**Vaz, D. (Mayo 1999)**: "Four Banking crises, their causes and consequences". Revista de Economía, vol. 6 nro. 1. Banco Central del Uruguay.

## CAPÍTULO IV

### EL ROL Y LA REORGANIZACIÓN DE LA BANCA PÚBLICA

*Mario Bergara y José Antonio Licandro\**

En general, se plantea una serie de argumentaciones (no necesariamente compartibles) por las cuales resulta conveniente el desarrollo de actividades financieras por parte del Estado, particularmente en el sector bancario. Se enumeran a continuación algunas de las explicaciones más salientes, sin efectuar un análisis exhaustivo de las mismas, ya que la profundidad del mismo se centrará en los aspectos de índole institucional, los que serán discutidos en la sección siguiente. Por lo tanto, no se discute aquí la conveniencia o no de contar con bancos estatales desde un punto de vista ideal o conceptual. Se asume, entonces, la presencia de banca pública y se analizan los problemas que la misma trae aparejados desde una perspectiva institucional.

Una primera visión que justifica la existencia de la banca pública refiere al hecho de que es necesario que el Estado opere como ente testigo en los mercados poco competitivos (y el bancario tiende efectivamente a serlo), de manera de evitar o mitigar los abusos de poder de mercado por parte de los bancos privados dominantes. Como ya se ha analizado, existen mecanismos regulatorios y de políticas de competencia que, de estar debidamente diseñados, debieran cumplir adecuadamente ese rol, a lo que se suma la dificultad de evitar esos abusos cuando es el propio Estado el que goza de posiciones dominantes.

---

\* Este capítulo es una versión revisada del correspondiente incluido en Bergara (2003)

En segundo término, se le asigna a la banca pública un papel central en la banca de fomento, asociada a la promoción de actividades de largo plazo y a la creación de nuevos mercados. En los sectores en los que el desarrollo inicial y el aprendizaje (*learning by doing*) juegan un rol relevante, el financiamiento de los primeros años resulta sustancial para que los mismos se consoliden. Los agentes financieros suelen tener una mira de corto plazo, por lo que, de no existir una política específica que en este caso sería conducida por la banca pública, esos sectores no recibirían soporte financiero.

Adicionalmente, existe la visión de que sólo el Estado puede asumir el costo de llegar a todos los rincones del país, por lo que si se desean universalizar los servicios bancarios (o por lo menos un conjunto de servicios básicos), la banca pública tiene un papel difícil de sustituir. Nuevamente, este objetivo puede también lograrse con medidas alternativas, pero evidentemente hacerlo a través de una entidad estatal es una posibilidad atractiva desde muchos puntos de vista.

Análogamente, la banca pública puede también contribuir a mitigar el problema del "racionamiento de crédito". En este caso, el problema no es de costos de llegada ni de capacidad y disponibilidad de oferta de fondos, sino que responde al hecho de que la naturaleza de la actividad bancaria involucra de manera sustancial el factor informacional y es justamente la asimetría de información la que impide que "se crucen" oferta y demanda de financiamiento. Dicho de otra manera, los recursos están disponibles pero no se canalizan hacia los demandantes porque no se conoce adecuadamente el proyecto a financiar o no se confía *a priori* en que el empresario utilice los fondos de la manera prevista. De todas maneras, no es clara la razón por la cual una entidad pública estaría en mejores condiciones informacionales que las privadas.

Otro aspecto a tener en cuenta para entender la existencia y el funcionamiento de la banca pública refiere a que la misma sea un agente canalizador de subsidios, ya sea explícitos como implícitos. Lo ideal sería que los subsidios estén claramente transparentados en la operativa de la entidad. No obstante, como se verá más adelante, el hecho de que algunas decisiones de los bancos estatales se vean influidos por decisiones de índole política permite que los subsidios puedan estar "opacados" y operar de manera "implícita" entre los diversos agentes de la economía que tienen actividad con estos bancos.

## 1. Los problemas asociados al entorno institucional

El análisis del rol y la acción concreta de la banca pública debe hacerse, incluso considerando las justificaciones de su existencia ya enumeradas, tomando en cuenta las características del entorno institucional y su interacción con el mismo. Desde esta perspectiva, el elemento clave resulta ser el hecho de que las entidades son de propiedad estatal y ello conlleva una serie de condicionantes de carácter institucional que las distinguen de las empresas privadas. La naturaleza de la propiedad no determina necesariamente la eficacia y eficiencia de las organizaciones, si el marco jurídico-político-institucional es lo suficientemente fuerte y sólido; es decir, si los costos de transacción son despreciables. En última instancia, el elemento central consiste en las reglas de juego y la capacidad de hacerlas cumplir. No obstante, cuando el entorno de las instituciones presenta debilidades y los costos de transacción pasan a ser de relevancia, el hecho de que sean de propiedad estatal o privada pasa a generar de manera natural un corte discreto entre las características inherentes a cada régimen. Dicho de otra manera, los mecanismos por los cuales se diseñan y se imponen (o no) las reglas de juego para las empresas estatales difieren de los que se pueden aplicar para las empresas privadas.

Kornai (1992a) retoma la dicotomía polar entre mercados y jerarquías planteada por el enfoque de Coase y Williamson y expone claramente las repercusiones de la naturaleza de la propiedad sobre las formas de organización de la actividad económica<sup>1</sup>. En particular, enfatiza que mientras la propiedad privada tiene una natural *afinidad* con los mecanismos de coordinación de mercado, la propiedad estatal la tiene con los mecanismos burocráticos<sup>2</sup>. Con respecto a la primera de ellas, resalta que entre las em-

---

1 Kornai (1992a) desarrolla su análisis pensando en el sistema socialista y la intención del pasaje a un "socialismo de mercado". No obstante, las consideraciones institucionales y organizacionales son perfectamente válidas para un contexto de economía capitalista con empresas públicas y privadas.

2 El autor efectúa este planteo en el marco de la evaluación del llamado "socialismo de mercado", destacando su incoherencia en términos de la relación entre las formas de propiedad y los mecanismos de coordinación. Sugiere que mientras el socialismo clásico es coherente porque la propiedad estatal y la coordinación jerárquica se refuerzan mutuamente, el capitalismo también lo es porque la conexión natural se da entre propiedad privada y coordinación de mercado. En cambio, el "socialismo de mercado"

presas privadas no tiende a haber relaciones de poder administrativo y son autónomas por definición, en el sentido que los derechos de propiedad pertenecen a un individuo o grupo de individuos bien definidos. En general, estas unidades contratan entre sí de manera voluntaria, sin órdenes superiores, en el marco de una coordinación de decisiones descentralizadas. El principal incentivo de los propietarios es la ganancia material, el principal rol lo juegan los precios y las ventajas y desventajas de cada transacción se miden primariamente en dinero. Por su parte, la coordinación burocrática se basa en las relaciones jerárquicas y los objetivos se evalúan con criterios diferentes. Kornai (1992a) plantea incluso que la burocracia no puede interpretarse como un grupo que esté por fuera de la sociedad, sino que es parte de ella y que tiene cierta vida propia. Cada institución de la burocracia desea además sobrevivir como tal, en la medida en que ello se relaciona con el poder.

Con relación al sistema bancario en términos específicos, Kornai (1992a) argumenta que un banco público "pertenece a todos y no pertenece a nadie". Las ganancias de sus directores no tienen necesariamente relación con el desempeño de la entidad. El control básico de sus carreras está en manos de la burocracia o el sistema político, por lo que frecuentemente deben dar paso a las presiones de índole política. El banco, entonces, no otorga préstamos sólo en función de parámetros técnicos a la espera de un beneficio por la vía del repago y los intereses, sino que incorpora criterios burocráticos, no comerciales. Cuando las instituciones son débiles, este esquema puede llevar a una intensa actividad de *lobby*, negociaciones verticales, utilización de conexiones personales e incluso corrupción.

Cabe hacer notar que este enfoque no se basa en el problema de la deshonestidad de los directores, de los gerentes o de los agentes políticos, sino que destaca factores que son parte integrante del entorno institucional. Es inevitable que la acción de las entidades públicas incorpore criterios políticos. El sistema político tiene como requisito esencial para desarrollar sus objetivos el hecho de ser elegido por la sociedad: en algunos casos,

---

resulta incoherente en el sentido de que la predominancia de la propiedad pública no puede compatibilizarse claramente con los mecanismos de mercado; son elementos que en lugar de reforzarse, se repelen mutuamente.

incluso, esto se toma como un objetivo en sí mismo. En ese juego político, los agentes incorporan los criterios de la sociedad a efectos de ganarse las simpatías electorales o no pagar “costos políticos”. Cuando la sociedad tiene un horizonte relativamente corto, se sobreestiman, por ejemplo, algunas externalidades asociadas al sostenimiento ineficiente de las empresas y se subestiman las referidas a la quiebra bancaria. En un marco institucional débil, esa “miopía política” se traslada a la acción del sistema político, quien apela a todos los instrumentos a su alcance, incluidos, por supuesto, los bancos públicos. En esta interpretación, el sistema político puede no tener en su seno elementos de deshonestidad y corrupción, y aún así operar como polea de trasmisión de los intereses de corto plazo de la sociedad, que implican problemas en el mediano y el largo plazo. Un ingrediente central en este proceso refiere al ablandamiento de las restricciones presupuestales a través del sistema de crédito, lo cual es moneda corriente en la operativa de la banca estatal. La interacción de estos incentivos con el entorno institucional es estudiado por Bergara *et al.* (2002), quienes muestran que esa “miopía política” de la sociedad termina debilitando a los bancos públicos, a la vez que conduce a que, a través de su operativa, tenga lugar una redistribución de riqueza desde aquellos deudores que no tienen capacidad de presión hacia aquellos que sí la tienen.

La Porta *et al.* (2000) sintetizan las teorías “desarrollista” y “política” de la propiedad estatal de bancos, enmarcándolas en el hecho de que los gobiernos pueden incidir en el financiamiento de las empresas de variadas formas: subsidios directos, estímulos a través de la regulación o la propiedad pública de las entidades bancarias. Las dos primeras presentan dificultades de índole institucional como para ser desarrolladas extensivamente, lo cual explica que la propiedad pública en los sistemas bancarios se aprecia en un número enorme de países. Según estos autores, en la visión desarrollista, la propiedad estatal del banco le permite al gobierno tomar ahorro y dirigirlo a los proyectos estratégicos en el largo plazo, superando las fallas de los mercados de capitales privados, promoviendo externalidades positivas y estimulando el crecimiento económico. Por su parte, en la visión política, la propiedad estatal del banco le permite al gobierno financiar proyectos ineficientes pero políticamente deseables, los cuales, obviamente, no serían asistidos por entidades privadas. Asimismo, La Porta *et al.* (2000) realizan un análisis empírico del cual deducen que la propiedad pública de bancos

es más significativa en los países de menor desarrollo financiero y económico, con gobiernos más ineficientes e intervencionistas y con una débil protección de los derechos de propiedad, dando soporte a la visión "política" descrita precedentemente.

Las condicionantes institucionales llevan a que se desarrollen aspectos problemáticos, a los cuales no escapa la realidad uruguaya. En efecto, predominan en los bancos públicos direcciones cuyo criterios de selección no se basaron exclusivamente en los méritos profesionales. Asimismo, se confunden de manera sistemática los planes de negocios de las entidades con el manejo asociado a los ciclos políticos. Con respecto a este punto, se argumenta con relación a la operativa de las empresas públicas en general, que no se puede jugar al juego político y al juego de mercado a la vez<sup>3</sup>. También se aprecia de manera sistemática el ablandamiento de restricciones presupuestales, en un marco en el que la legislación de bancarrota es esencialmente inoperante y dificulta la resolución judicial de los contratos financieros, sumado a la capacidad de presión de diversos grupos sociales sobre el sistema político<sup>4</sup>.

Adicionalmente, se generan las naturales contradicciones entre el Estado como regulador del mercado financiero y el Estado como banquero. Como regulador, el Banco Central del Uruguay (BCU) tiene la obligación de velar por la estabilidad del sistema financiero y por el buen funcionamiento del sistema de pagos. Para ello fija normas que regulan la actividad de los bancos con el objeto de que éstos manejen adecuadamente los riesgos. Por otra parte, como banca de fomento el Estado uruguayo tiene dos bancos, uno especializado en vivienda (el Banco Hipotecario del Uruguay, BHU) y otro que hace banca universal excepto vivienda (el Banco de la República Oriental del Uruguay, BROU). Este esquema tiene una raíz histórica que se basaba en que el financiamiento de la vivienda no estaba permitido para las entidades financieras privadas. Una vez abierto el mercado de crédito a la vivienda, esta separación institucional pierde esencialmente su sentido, ya que es claro que se desaprovechan sinergias que no son compensadas por el efecto de la especialización.

---

3 Ver Bergara (2003). Capítulo II, Sección 5.

4 Este análisis se desarrolla de manera más exhaustiva en el Capítulo VII del mismo libro de Bergara 2003.

El BCU no tiene las mismas potestades de control sobre los bancos públicos que sobre los privados, lo que ha generado, junto a otras causas, la incapacidad del Estado de imponerse a sí mismo normas elementales de buena administración bancaria. De hecho, no puede imponerle sanciones por incumplimiento de las normas de prudencia, habilitando la acumulación de carteras pesadas, con niveles de previsionamiento y capitalización insuficientes. Una vez más, cabe aclarar que esa indulgencia regulatoria no responde necesariamente a las decisiones concretas de los directores del BCU, sino que las disposiciones jurídicas y las relaciones institucionales hacen virtualmente inoperante los procedimientos de sanción y los mecanismos correctivos. El problema es de diseño en general y no necesariamente de las voluntades concretas. Más allá de lo que pueda interpretarse a primera vista o con un enfoque excesivamente cortoplacista, esa indulgencia no ha fortalecido, sino que por el contrario, ha debilitado a los bancos estatales. La banca pública debe construirse sobre la base de instituciones solventes y líquidas, para contribuir a mantener la estabilidad financiera del país. Por ejemplo, en el caso de la reciente corrida bancaria, la proporción de retiros que tuvo que enfrentar la banca pública fue relativamente menor a la de muchos bancos privados. Sin embargo, las entidades estatales sufrieron de manera más aguda la situación, porque su base de liquidez y capitalización era más débil, producto del aflojamiento *de facto* de los requerimientos prudenciales.

Por otra parte, de manera caricaturesca, puede decirse que el BHU es una empresa de construcción que asume los riesgos del negocio de construir y vender viviendas, y que, increíblemente, se financia con captación de depósitos a corto plazo. Esta actividad está prohibida para los bancos privados, pues la experiencia internacional y la propia de la década del sesenta mostró que cuando los bancos se dedicaban a estas actividades, se desvirtuaba la función de intermediación y se generaban más problemas que soluciones. Es imposible sostener una entidad financiera que se endeuda a corto plazo en moneda extranjera y presta a largo plazo en moneda doméstica. Se ha dado el caso de que por largos períodos, el BHU cobraba tasas inferiores a los costos administrativos y financieros, lo que generaba pérdidas de manera intrínseca, subsidiando a los tomadores de préstamos sin la debida partida presupuestal. De esa manera, el subsidio se gira contra el propio patrimonio del banco y no tiene el debido control parlamentario, contrariando un principio básico de buena administración: que los subsidios

sean explícitos y estén transparentados en el presupuesto nacional. Asimismo, esta conducta atenta contra la solvencia y liquidez del banco, debilitando al mismo en el corto y en el largo plazo.

De la misma manera, el BROU genera subsidios cruzados sumamente regresivos. También de manera caricaturesca, en los últimos años los ingresos derivados del crédito a las familias (paradójicamente llamado crédito social) ha servido para cubrir pérdidas generadas por la morosidad en el crédito industrial y agropecuario. El crédito social se orienta hacia sectores de menores ingresos, tiene tasas de interés elevadas y muy baja incobrabilidad, dado que tiene claros mecanismos de repago y estos deudores tienen escasa capacidad de presionar para ablandar sus condiciones de endeudamiento. Por el otro lado, la alta incobrabilidad se ubica en las deudas del sector productivo, donde existen créditos millonarios. El inevitable manejo político (en el sentido institucional que se describió precedentemente) del banco no es económicamente saludable ni socialmente justo, pues responde más a la capacidad de presión que a los verdaderos intereses de los ciudadanos.

El caso del mercado de créditos agropecuarios es ilustrativo. El mismo constituye uno de los sectores "caros" del sistema bancario en términos de tasas de interés y de más alta dolarización de las deudas. Asimismo, está altamente concentrado en el crédito otorgado por el BROU, quien ha desplegado históricamente políticas de ablandamiento de las condiciones del crédito a este sector. Es un mercado que ha sido básicamente dejado de lado por el sector bancario privado. El riesgo asociado a este sector de actividad (en buena medida, relacionado a sus posibilidades de "ablandar" su restricción presupuestal en el terreno político-institucional) y los elevados costos de salida del mismo (que quedaron de manifiesto en el proceso posterior a la crisis de los ochenta) pueden explicar el hecho de que la banca privada (que, como todo inversor privado, es selectivo en los proyectos que financia al considerar el "riesgo de expropiación") no lo encuentre atractivo y que las tasas de interés se encuentren sistemáticamente por encima de la de la mayoría de los sectores. El cómputo de la rentabilidad incorpora, entonces, los factores institucionales, dado que determinan los riesgos asumidos. La creciente dolarización también sería un síntoma de la intención de las instituciones bancarias de no asumir riesgo cambiario en el sector, si bien el descalce de moneda se mantiene a nivel de los deudores, potenciando el

riesgo crediticio. El hecho de que los deudores de este sector hayan permitido esa dolarización puede entenderse en la medida en que confían en que, de alguna manera, habrá algún aflojamiento de las condiciones de su endeudamiento en el futuro.

La noción del ablandamiento relativo entre bancos puede reafirmarse al analizar los pasivos concordatarios que se han registrado en los últimos años. La participación de la banca oficial es muy baja en relación con la de la banca privada, confirmando la idea generalizada de que los bancos estatales son acreedores relativamente “benévolos”. Los deudores cuyo acreedor principal es la banca estatal no llegan a la quiebra pues sus deudas son sistemáticamente reperfiladas.

También el Banco de Seguros del Estado tiene sus peculiaridades en cuanto a la relación con el regulador financiero. Efectivamente, el BCU tiene serias dificultades institucionales para obligar a la empresa aseguradora estatal a cumplir con los requerimientos regulatorios y a la presentación en fecha de la información solicitada. Esto dificulta mucho la capacidad del regulador de hacer cumplir las normas a las restantes empresas, dado que, por ejemplo, las asimetrías mencionadas llevarían a que una empresa privada sea castigada por presentar sus estados contables con un retraso de unos pocos días, mientras la empresa pública tiene una demora que (en el mejor de los casos) se mide en meses. Nuevamente, la indulgencia motivada por fallas de diseño institucional genera ineficiencias en la propia actividad regulatoria y puede tener consecuencias negativas en el funcionamiento de los mercados.

Finalmente, queda claro que el diseño global debiera revisarse incorporando la perspectiva institucional, a efectos de fomentar en la banca pública un ambiente de manejo adecuado de riesgos, criterios más profesionales de realización de negocios e instituciones con la debida liquidez y capitalización y que sigan un correcto control regulatorio.

## **2. Los cambios estratégicos en el mundo financiero**

Tanto en el ámbito internacional como en el local, el avance técnico y la mayor integración de los mercados financieros han impulsado modificaciones en el terreno normativo y regulatorio, los cuales han habilitado a las

instituciones financieras a operar en una serie de mercados que no estaban básicamente desarrollados o en los que no se les permitía trabajar. En términos generales, y más allá de las formas jurídicas concretas que se han ido adoptando, existe una clara tendencia a que las instituciones participen en una gama más amplia de mercados y ofrezcan una variedad creciente de servicios, determinando una mayor "universalización" de la actividad financiera. Las nuevas tecnologías, las innovaciones financieras y la creciente liberalización de los mercados nacionales e internacionales han modificado el entorno en que las instituciones operan. Las mismas han tenido que ajustarse a un marco crecientemente competitivo y a los cambios en el entorno regulatorio. En muchos casos, las instituciones han respondido buscando aprovechar economías de escala y de alcance a través de la consolidación y la ampliación del rango de productos y servicios que ofrecen.

Un proceso relevante refiere a la desintermediación bancaria. Los inversores, buscando mejor rentabilidad, se orientaron a los fondos de inversión y las empresas recurrieron al mercado de valores para recoger directamente dinero del público. Los intermediarios financieros no bancarios han aumentado su participación en el mercado de manera sistemática. En el nuevo marco, Quijano (1998) establece que las estrategias de los bancos han sido diversas. Algunos optaron por especializarse, mientras que desde el punto de vista de la cobertura geográfica, las instituciones más grandes parecen haber optado por convertirse en actores competitivos globales. Desde el punto de vista de la orientación de los negocios, apuntarían hacia los llamados negocios no tradicionales. Las tendencias fuertes a nivel internacional en la actividad bancaria parecen ser un avance de la concentración en un número menor de bancos y una creciente presencia de la banca múltiple.

Gran parte de la responsabilidad de los mayores cambios en la industria bancaria no son atribuibles directamente a fuerzas endógenas del propio sector (es decir que provengan de acciones específicas de las firmas), sino de cambios en el marco jurídico y del entorno económico donde operan los bancos. La conjunción de los cambios tecnológicos (particularmente en materia de procesamiento de información), las modificaciones en la legislación y normativa en el área financiera y la mayor integración y globalización a nivel internacional ha sido determinante en la definición de las nuevas estrategias de las instituciones bancarias en la última década.

Según Vogel (1997), el análisis de los nuevos mecanismos de regulación muestra el resultado del juego de las estrategias políticas de los agentes relevantes. Primeramente, se puede considerar que los mercados forzaron a los gobiernos a aceptar la liberalización porque los cambios tecnológicos permitieron evadir las legislaciones, convirtiéndolas en obsoletas en muchos casos. La globalización generó nuevas dificultades a las políticas de regulación y control de industrias nacionales. Para mantener a sus plazas financieras competitivas con el resto del mundo, los gobiernos tuvieron que adecuar las legislaciones a la era de la globalización. En el caso del sector financiero, donde el principal insumo es la información, fue más fácil para las empresas «escapar» a las regulaciones, obligando a las agencias gubernamentales a re-regular. Este mercado, para su crecimiento, se apoyó en el mercado de las telecomunicaciones que, concomitantemente, tuvo su proceso de re-regulación. Sin dejar de lado los propios intereses de las agencias y de los gobiernos, a nivel mundial se observó la existencia de grupo de interés similares que promovieron cambios en el sentido de liberalizar los mercados. Por último, los agentes reguladores, actuando en un marco nacional propio, no se pueden sustraer a dicho entorno. Los cambios generales que se producen en la esfera de los organismos de gobierno apuntaron al cambio de las funciones tradicionales. Las instituciones estatales actúan en la búsqueda de mayores ingresos para el gobierno (más aún cuando se considera que no se puede seguir con la política de déficit fiscales) y creando nuevos mecanismos de regulación que aseguren sus cometidos. Se reguló con el fin de que los mercados fueran más competitivos, en el sentido que las empresas tuviesen mayor productividad. En síntesis, se puede caracterizar al proceso ocurrido en los mercados financieros como de liberalización con re-regulación.

Siguiendo a Cladera (2000), estos procesos tienen lugar en el marco de una creciente inestabilidad financiera internacional. Son cuatro los factores reconocidos que, con su acción conjunta, causan la inestabilidad: (i) el crecimiento de la integración y globalización de los mercados financieros; (ii) el aumento de la competencia entre los operadores en esos mercados en la búsqueda de altas rentabilidades; (iii) el crecimiento espectacular de los flujos de capital; y (iv) la ausencia de consistencia entre las políticas económicas de los países industriales. A su vez, la globalización representa la más significativa de las fuerzas desarrolladas de la economía internacional

en los años recientes. Hay dos elementos más que reforzaron este aumento de la actividad financiera internacional: (i) el mercado de futuros; y (ii) el desmantelamiento de los controles de circulación de los capitales entre los países y las operaciones de empresas que operan internacionalmente. Los resultados de la globalización financiera fueron: (i) una vasta oferta de servicios financieros; (ii) una reducción de los costos de transacciones financieras; y (iii) una gran potencialidad para operar en el área internacional.

Con relación al avance tecnológico, los bancos han hecho tradicionalmente gran uso de la tecnología de la información. Esta permitiría la reducción de los costos operativos y el cambio de las formas de operar, ofreciendo nuevos negocios y diferentes maneras de dirigir las operaciones tradicionales. La innovación tecnológica ha permitido ofrecer una gama muy amplia de productos que sólo ha sido limitada por el grado de sustentabilidad de parte de la demanda y ciertas restricciones legales. Adicionalmente, se ha dado un acelerado proceso de innovaciones financieras, que han afectado la naturaleza de la industria bancaria, incluyendo la distribución de servicios enfocada a diferentes sectores económicos.

Una característica que distingue a los bancos entre sí es la especialización. Los *bancos universales* ofrecen una gama completa de productos a un conjunto muy amplio de clientes: (i) intermediación financiera; (ii) operaciones con monedas extranjeras; (iii) garantías; (iv) intercambio de instrumentos financieros; (v) operaciones de suscripción de títulos corporativos, corretaje, comisiones, etc.; (vi) asesoramiento de inversiones; (vii) seguros; y (viii) operaciones en bolsa con participación en gestión de empresas. Los *bancos especializados* concentran su actividad en determinados productos para ciertos clientes. La elección por un sistema de bancos universales o bancos especializados por parte de las autoridades monetarias ha sido el producto de las presiones políticas sobre dicha decisión.

Las supuestas ventajas de los bancos universales globales se basan en ofrecer en forma conjunta los servicios bancarios tradicionales (administración de cuentas, créditos personales para consumo, créditos hipotecarios, etc.) con otros productos financieros (fondos de ahorro e inversión, fondos de pensión, seguros, etc.) e incluso no financieros (viajes, hotelería, negocios inmobiliarios, etc.). Para usar un símil utilizado frecuentemente, los bancos globales serían una especie de "supermercados" financieros que des-

plazarían a las pequeñas y más especializadas almacenes. Sus ventajas no estarían solamente basadas en los menores costos derivados de las economías de variedad, sino que se derivarían, además, de dos elementos. En primer lugar, de poder explotar, a través de la creación de imagen, la fidelidad de los clientes no exigentes o no informados y no buscadores de menores costos, clientes que preferirían “servirse más cómodamente en un supermercado”: sería como “una economía de variedad” desde el lado de la demanda. En segundo lugar, el estar presente en una amplia gama de actividades en un contexto de acelerados e inciertos cambios en la tecnología, la regulación y las innovaciones financieras mantendría abierta la opción de especialización en alguna actividad o alguna región, una vez que se llegue a cierta maduración en el proceso de globalización.

En síntesis, las principales fuerzas que están produciendo cambios a nivel de los mercados de los países desarrollados son: (i) la liberalización con cambios en la regulación de los mercados financieros internos en varios países desarrollados, lo que amplía los mercados locales, y aumenta la rivalidad entre las instituciones; (ii) el acelerado cambio tecnológico en informática y comunicaciones, que disminuye el costo de las operaciones, permite la introducción de nuevos productos, modifica radicalmente las metodologías de evaluación de riesgos y las estrategias de cobertura de los mismos y estimula la innovación financiera; y (iii) la ampliación y consolidación de los mercados internacionales, que se manifiesta en una creciente integración y globalización financiera. Estos cambios están determinando: (i) una mayor competencia entre las instituciones más importantes, que tiende a la reducción de la rentabilidad en los mercados más maduros o en los productos más tradicionales, conjuntamente con el proceso de desintermediación y desarrollo de los mecanismos de financiamiento directo a través de los mercados; (ii) un aumento de las fusiones y absorciones de bancos que tiende a aumentar la participación de los llamados bancos universales globales, que cubren toda la gama de productos (banca corporativa, banca de inversión, banca a personas, etc.); y (iii) un cambio de énfasis hacia la banca a personas en detrimento de la banca corporativa, sobre la base del diseño de estrategias de productos personalizados, con una evaluación extremadamente precisa del riesgo, así como una afinada diversificación que aparece como subproducto del manejo de bases de datos detalladas, aprovechando las nuevas tecnologías informáticas.

Para el caso del sistema financiero uruguayo, también operaron las fuerzas básicas del cambio descritas precedentemente, llevando a transformaciones en el área legislativa y normativa, con su correspondiente impacto en las estrategias de las entidades. Los bancos fueron los principales agentes que abordaron el desarrollo de los mercados financieros y se repositionaron desde el punto de vista estratégico. No obstante, no todas las instituciones dieron una respuesta similar al enfrentar las fuerzas enumeradas. La reacción estratégica se determina en función del grado de interés en el mercado local, lo cual, incluso, puede estar definido en el marco de una estrategia global de bancos internacionales. Un primer grupo, interesado en la operativa en el mercado doméstico, se mostró dinámico en la introducción de nuevos productos, la penetración en los diversos segmentos financieros y los cambios en la gestión global de la institución, desplegando una estrategia de banca que puede considerarse múltiple. Estas entidades han seguido una estrategia que, en el plano nacional, toma ventajas de las oportunidades legales y de mercado para el desarrollo de conglomerados financieros. Un segundo grupo, caracterizado por definiciones estratégicas globales que no incluían al mercado local, aprovechó los cambios en el marco institucional, la mayor globalización financiera y el avance tecnológico, concentrándose en la operativa mayorista, fundamentalmente con no residentes. Las firmas restantes han desplegado estrategias incompletas, tardías, indefinidas o de supervivencia<sup>5</sup>.

### **3. Hacia un holding financiero estatal**

La estructura de conglomerados financieros ha sido, entonces, extendida a nivel internacional y también a nivel del sistema en Uruguay, tanto por eventuales ventajas desde el punto de vista de la oferta (economías de escala y de variedad) como desde el punto de vista de la demanda (canastas de servicios). Por tal motivo, corresponde evaluar los beneficios que acarrearía la conformación de un *holding* financiero estatal, en función de la problemática analizada precedentemente. Se argumenta aquí que la reestructuración de la banca pública con una lógica de conglomerado tiene ventajas no solamente desde el punto de vista tecnológico y de mercados,

---

5 Sobre estrategias bancarias en el Uruguay reciente ver J. Poncce (2001).

sino también desde la perspectiva institucional, al contribuir a la profesionalización de la gestión, la mitigación de la interferencia política y la disminución de la captura y del ablandamiento de restricciones presupuestarias por parte de grupos de presión, etc.

Canals (1997) plantea que las relaciones entre los directivos del centro corporativo y los directivos de cada una de las unidades del negocio están pautadas por los problemas de agencia que se derivan de la diferencia de objetivos entre ellos y del riesgo moral asociado a las acciones de los directivos. Existe además un problema relacionado a los costos de coordinar unidades de diferentes características, además de los derivados de la capacidad limitada de los gerentes de obtener y procesar información, que se exacerban a medida que se incorporan más unidades de negocios. Los costos de influencia en las organizaciones complejas constituyen un caso particular del problema de búsqueda de rentas, es decir, aquellas actividades que no son productivas pretenden alterar la distribución de rentas entre las distintas unidades. La elección de una estrategia corporativa y de una determinada forma organizativa se deriva de los beneficios asociados a las sinergias potenciales: la posibilidad de publicitar una marca común, de compartir información sobre clientes comunes o de tener el acceso a canales de distribución compartidos.

Talley (1992) concluye que el mecanismo de *holding* como forma de conducir un banco universal aporta beneficios desde múltiples puntos de vista (una mayor igualdad competitiva entre unidades bancarias y no bancarias y una reducción en la regulación bancaria), si bien deben ser tamizados por la capacidad de aislar a los bancos de los problemas que podrían surgir en las unidades afiliadas al *holding*. Boyd *et al.* (1992) encuentran que para minimizar el riesgo de quiebra de los bancos, se les debería permitir a los *holding* bancarios adquirir firmas de seguros pero prohibirles la adquisición de firmas hipotecarias y firmas de transacciones de activos financieros. Asimismo, Demsetz y Strahan (1997) postulan que los *holding* bancarios suelen tener una mayor diversificación de sus activos, si bien esto no necesariamente se traduce en menores riesgos. Los autores sugieren que esa diversificación puede otorgar un motivo importante para la consolidación, al permitir la toma de mayores riesgos con un mayor *leverage*. La literatura empírica tiende a mostrar que las estructuras de *holding* presentan ventajas en materia de performance. Los análisis

incluyen evaluaciones del aprovechamiento de las economías de escala y alcance de las actividades bancarias y no bancarias, la diversificación y la magnitud de los riesgos asumidos y la eficiencia técnica. Stiroh (2000) concluye que en la década del noventa, las mejoras de gestión de los conglomerados bancarios se debieron a un crecimiento de la productividad y a cambios en las economías de escala. Por su parte, Newman y Shrieves (1993) también habían encontrado que las estructuras de *holding* tienen un impacto de mejora en la eficiencia en costos con relación a los bancos independientes.

La integración regional, la mayor competencia interfirmas e intrasectores y, en general, la globalización de los sistemas financieros hacen que las firmas deban enfrentar una realidad en permanente cambio. Las instituciones financieras de propiedad estatal enfrentan esta realidad con el agravante de contar con una particular inercia, producto de su pertenencia al aparato del Estado. En ese marco, resulta necesario evaluar la conveniencia de que organicen sus negocios a partir de la conformación de *holding* que dirija y coordine sus actividades principales. Se ha constatado que los bancos oficiales, en particular el BROU y el BHU, han estado operando y compitiendo entre sí en mercados y productos parecidos, desaprovechando entonces las economías que podrían resultar de la coordinación mencionada. La evaluación de la *holdinización* de las instituciones estatales en el área financiera se enmarca en la necesidad de mejorar la competitividad y eficiencia de tales entidades y del sistema financiero en general, dada la participación relevante de las mismas en el total. Estas entidades deben estar en condiciones de competir en un mundo de conglomerados financieros<sup>6</sup>. En caso de que fuera conveniente la *holdinización* en cuestión, el impacto de la misma sería novedoso en materia de formas organizacionales dentro del aparato estatal, a la vez de coadyuvar con los intentos de mejora en la gestión y la performance de las empresas de la órbita pública y confor-

---

6 Si bien desde el punto de vista organizacional no fue explícito, ya operó una lógica de *holding* en el sistema bancario uruguayo. Efectivamente, Milnitsky (1989) analiza el conglomerado del BROU con los Bancos de Italia, Pan de Azúcar, Comercial y La Caja Obrera en la segunda mitad de los ochenta, entendido por el autor como una "solución" para evitar alteraciones sustanciales de la estructura de la propiedad del capital nacional, que incluía componentes financieros, ideológicos, jurídicos y organizativos.

mar una estructura que minimice la incidencia de los diversos grupos de presión.

Los antecedentes muestran que el diseño organizativo óptimo variará con el grado de autonomía conferida a las distintas unidades de negocios y al papel de la dirección corporativa del grupo. Existen múltiples aspectos que deben evaluarse, tanto desde la perspectiva de las estructuras de mercado y organizacionales, como desde el enfoque institucional y de costos de transacción: el aprovechamiento de economías de escala y de alcance en la organización económica, las sinergias en el manejo de la información, las ventajas de ofrecer canastas de servicios a los usuarios, el desarrollo de una marca y una reputación únicas, las transformaciones organizacionales, la coordinación de políticas, la diversificación de riesgos de los conglomerados, las posibilidades de "captura" regulatoria y la capacidad de incidencia de los grupos de presión sobre estructuras organizativas alternativas para los bancos estatales. Obviamente, asume un papel central el jugado por las entidades financieras del Estado como instrumentos de manejo político de "ablandamiento" de las restricciones presupuestales de los deudores.

El diseño del conglomerado financiero estatal debe atender al fin de mitigar el "juego político", promoviendo la actuación de las unidades de negocios en una órbita de reglas equivalentes al derecho privado. No obstante, el hecho de ser de propiedad estatal torna inevitable cierta politización, ya que de alguna manera el sistema político debería actuar como el mecanismo de control de las actividades de cada unidad. De forma gruesa, puede plantearse que la representación política en lo que sería la dirección corporativa del *holding* opera de manera análoga a una "asamblea de accionistas" en el sector privado, con la diferencia institucional que consiste en que tales representantes no son los principales "dueños de la empresa". Los problemas de agencia aparecen en los dos niveles: entre la sociedad y los representantes políticos y entre éstos y los gerentes de las unidades de negocios, por lo que toda la gestión debe incluir una insistente rendición de cuentas y transparencia. Para disminuir la interferencia política, las unidades de negocios deberían tener una nítida separación de funciones y operar con autonomía técnica.

En una primera aproximación, una estructura posible del *holding* financiero estatal podría incluir un Directorio que efectivamente lleve adelan-

te el control político y un conjunto de al menos cinco unidades de negocios que distingan las actividades de banca comercial, administración de fondos de pensión, administración de fondos de inversión, financiamiento del desarrollo y servicios de seguros, todas ellas con directorios estrictamente técnicos y con clara autonomía operativa, si bien las grandes políticas se diseñan y se explicitan desde el directorio del conglomerado.



Tentativamente, la unidad de Banca Comercial debería incorporar las actividades que hoy desarrollan en ese sentido el BROU y el BHU, la unidad de Fondos de Pensión incluiría la AFAP República, la unidad de Financiamiento del Desarrollo incorporaría la actual Corporación Nacional para el Desarrollo y las actividades de fomento de largo plazo que puedan estar desplegando actualmente el BROU y el BHU y la unidad de Seguros debería incluir los servicios del BSE. En la actualidad, ningún organismo estatal ofrece servicios de administración de fondos de inversión, pero se agrega una unidad potencial con ese fin, en la medida en que puede pensarse para el futuro, así como otras actividades que no sean parte del menú actual de servicios. Obviamente, este planteo tiene un carácter preliminar y su instrumentación dependerá de las características organizacionales de las empresas involucradas y de un proceso jurídico a delinear, pero puede constituir un punto de partida interesante para la discusión.

## Referencias bibliográficas del capítulo

- Akerlof, G. y P. Romer (1993):** "Looting: the economic underworld of bankruptcy for profit". *Brooking Papers on Economic Activity*, 2.
- Bardhan, P. (1988):** "Some Reflexions on the Use of the Concept of Power in Economics", mimeo.
- Benston, G. (1994):** "Universal Banking", *Journal of Economic Perspectives*, 8.
- Bergara, Mario (2003):** "Las reglas de juego en el Uruguay: el entorno institucional y los problemas económicos". En prensa.
- Bergara, M., J. Ponce y L. Zipitría (2002):** "Institutions, Soft Budget Constraint and Bankruptcy", mimeo.
- Boyd, J., S. Graham y R. Hewitt (1993):** "Bank Holding Company Mergers with Nonbank Financial Firms: Effects on the Risk of Failure", *Journal of Banking and Finance*, 17.
- Canals, J. (1997):** *Universal Banking*, Oxford.
- Cladera, J. (2000):** "Los cambios en las estrategias bancarias en los noventa", mimeo.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (1998):** "Law, finance and firm growth", *Journal of Finance*, Vol. 53 N° 6.
- Demsetz, R. y P. Strahan (1997):** "Diversification, Size, and Risk at Bank Holding Companies", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 29, N° 3.
- Fleisig, H. y N. De la Peña (1992):** "Uruguay: informe preliminar sobre los factores que limitan las garantías para préstamos", mimeo.
- Grossman, S. y O. Hart (1986):** "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, 94.
- Hart, O. (1995):** *Firms, contracts, and financial structure*. Clarendon Press, Oxford.
- Jensen, M. y W. Meckling (1976):** "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", en *Firms, organizations and contracts*, editado por Buckley y Michie.
- Kornai, J. (1992):** "La restricción presupuestal blanda". En "*De Marx al libre mercado*". Editorial Vuelta. México.
- Kornai, J. (1992a):** *The Socialist System: The Political Economy of Communism*, Princeton University Press.

- Kornai, J., E. Maskin y G. Roland (2002):** "Understanding the Soft Budget Constraint", mimeo.
- Kraft, E. (1993):** "The Soft Budget Constraint and the Theory of Endogenous Money", *Journal of Postkeynesian Economics*, 16.
- Laffont, J. J. (1999):** "Political economy, information and incentives", *European Economic Review*, 43.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes y A. Shleifer (2000):** "Government ownership of Banks", NBER Working Paper 7620.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1996):** "Law and Finance", NBER Working Paper N° 5661.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1997):** "Legal determinants of external finance", NBER Working Paper 5879.
- Milnitsky, S. (1989):** *El holding bancario del Banco de la República Oriental del Uruguay*, Fundación de Cultura Universitaria.
- Newman, J. y R. Shrieves (1993):** "The multibank holding company effect on cost efficiency in banking", *Journal of Banking and Finance*, 17.
- Quijano, J. M. (1998):** "El sistema bancario uruguayo y sus perspectivas", AEBU, mimeo.
- Quintyn, M. y M. Taylor (2002):** "Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability", Working Paper 02/46, FMI.
- Ponce, J. (2001):** "Estrategia, estructura y rentabilidad en la banca privada uruguaya: 1992-1999". *Revista de Economía. Segunda Época. Vol. 8. Nro. 2.*
- Spiller, P. (1990):** "Politicians, Interest Groups, and Regulators: A Multiple-Principals Agency Theory of Regulation, or 'Let Them Be Bribed'", *Journal of Law and Economics*, Vol. 33.
- Stiroh, K. (2000):** "How did bank holding companies prosper in the 1990s?", *Journal of Banking and Finance*, 24.
- Talley, S. (1992):** "Bank Holding Companies: A Better Structure for Conducting Universal Banking?", en *Financial Regulation: Changing the Rules of the Game*, Ed. D. Vittas, World Bank.
- Tirole, J. (1994):** "The Internal Organization of Government", *Oxford Economic Papers*, 46.

- Vaz, D. (1993):** "Sobre el concepto de restricción presupuestal blanda". CERES, Documento de Trabajo N° 12.
- Vaz, D. y B. Bugallo (1993):** "Elementos para la historia del ablandamiento de la restricción presupuestal en el Uruguay". CERES, Temas Económico-Sociales N° 5.
- Vaz, D. y E. Nattino (1993):** "La bancarrota de empresas: una nota económica". CERES, Documento de Trabajo N° 13.
- Vogel, Steven K. (1996):** "Freer Markets, More Rules. Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries.
- Williamson, O. (1988):** "The Logic of Economic Organization", *Journal of Law, Economics and Organization*, N° 4.
- Williamson, O. (1996):** *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press.
- Williamson, O. (1996a):** "Transaction Cost Politics: Mark II", mimeo.
- Williamson, O. (1997):** "Public and Private Bureaus", mimeo.



## CAPITULO V

### ESTRATEGIAS Y DESAFIOS EN LA GESTION DE LOS FONDOS DE PENSION

*Adolfo Sarmiento*

#### **1. Introducción**

Los cambios operados en la organización de los sistemas de pensiones de toda América Latina, introduciendo la presencia de un segundo pilar de ahorro obligatorio diseñado bajo el sistema de capitalización individual, de contribución definida y administrado por agentes privados especializados, han impulsado el papel que los fondos de pensión juegan dentro del sistema financiero como vehículo del ahorro previsional que, a través del mercado de capitales, realiza sus inversiones.

La gestión de los fondos de pensión presenta diversos ángulos de análisis: las políticas públicas destacan su función social, la macroeconomía su potencial relacionado al desarrollo económico y los elementos fiscales que afecta, las finanzas el rol de inversores institucionales que adquieren los fondos de pensión.

De los múltiples aspectos que la gestión de los fondos de pensión deben manejar a la hora de articular su rol dentro del sistema financiero quisiera destacar tres: 1) uno relacionado a lo qué se administra: el flujo de ingresos y egresos al fondo de pensión, 2) otro relacionado con quién administra: las administradoras y los incentivos de gestión que enfrentan y 3) finalmente el cómo se administra: donde se plantean los desafíos que se proponen actualmente en la implementación de más de un portafolio de inversión.

En lo que sigue, el trabajo presentará un análisis de las estrategias y desafíos que implica cada uno de los temas señalados, posteriormente se plantearán los aspectos relacionados con la regulación para finalizar con algunas reflexiones generales sobre los caminos que se abren en la gestión de los fondos de pensión.

## **2. La gestión del flujo de ingresos y egresos**

El pilar de ahorro individual obligatorio se organiza como un flujo de aportes que el individuo realiza durante su vida activa, acumulando derechos de propiedad en inversiones financieras y reales para liquidarlas en la vejez, con el objeto de cubrir sus necesidades de consumo. Esta liquidación futura se realizará a través del cobro de una renta vitalicia o de un programa de retiro que, en general, es servido por empresas de seguro dedicadas a los seguros de vida y seguros previsionales. Estos flujos se exponen a tres tipos de riesgo: el financiero, el demográfico y el político.

El riesgo financiero se manifiesta a través de una rentabilidad menor a la esperada, tanto sea por una pérdida de capital como por la reinversión de los fondos a tasas menores a las esperadas. Una parte de este riesgo está pautado por la legislación que, por diferentes medios, limita el riesgo que puede asumir el fondo. Otra parte corresponde al manejo que la empresa administradora realice con las inversiones. Finalmente existen factores exógenos, que pueden ser minimizados por los anteriores agentes pero no evitados totalmente, como una catástrofe o crisis que afecte los mercados financieros. Aquí dejo planteado como tema de interés el horizonte de inversión que retomaré como un aspecto central al pensar el problema de los incentivos de gestión.

El riesgo demográfico: una caída de las tasas de natalidad o de mortalidad así como un aumento de la emigración neta, afectan la vida del fondo en cuanto dinamizador del mercado de capitales. Asimismo, los cambios de las "probabilidades" de vida a nivel general (como la tasa de mortalidad) pueden afectar los parámetros sobre los cuales se calculan las pensiones.

El riesgo político radica en la oportunidad con que se adecuen las normas de funcionamiento del sistema, y un tema aún más de fondo es el

mantenimiento de una política coherente con la viabilidad del plan de pensiones que se está llevando adelante.

Estos tres riesgos no solo se aplican a los fondos de pensión en cuanto acumulación de aportes durante la vida activa sino también a los servicios a pagar por las empresas aseguradoras durante la vida pasiva de las personas. Sin embargo este problema no parece notarse durante los primeros años de la transición de un régimen de seguridad social de reparto hacia otro con un segundo pilar de ahorro individual obligatorio, dado que se verifica la etapa de acumulación neta. Luego de un período de entre 15 y 20 años desde la vigencia del nuevo régimen, los fondos se estabilizan (dependiendo de factores salariales y demográficos) y comienza la etapa de acumulación neta de las reservas que manejan las aseguradoras para hacer frente a las jubilaciones y pensiones.

El flujo de caja de un sistema especializado<sup>1</sup> e independiente<sup>2</sup> será:

$$F_t - F_{t-1} = C_t + r_t * F_{t-1} - D_t - P_t \text{ donde:}$$

$F_t$  es el valor del fondo de pensión al final del período  $t$

$C_t$  son las cotizaciones recibidas en  $t$

$r_t$  es la rentabilidad de las inversiones en  $t$

$D_t$  son las deducciones por concepto de comisiones, seguros colectivos y otros gastos

$P_t$  representan los retiros de fondos para adquirir rentas vitalicias

Durante la etapa de acumulación neta, como el que se da en planes de pensión nuevos cuyos fondos acumulan desde hace pocos años, las cotizaciones ( $C_t$ ) y la rentabilidad ( $r_t$ ) son los elementos determinantes, y se observan altas tasas de crecimiento en forma permanente. En esta etapa los retiros ( $P_t$ ) son prácticamente nulos, dado que no se observan jubilaciones o son de escasa cuantía. Por el contrario, cuando se acerca la etapa estacionaria, las transferencias de fondos por concepto de jubilaciones ( $P_t$ ) comienzan a ser importantes, pudiendo ser inclusive mayores que los ingresos por cotización más la rentabilidad obtenida.

1 Implica que no hay subsidios hacia otras ramas de la seguridad social.

2 Implica que no existe un aporte regular y planeado del patrocinador del plan de pensiones cuando este existe.

La relación de *steady state* estará pautada por la tasa de rentabilidad real de largo plazo, la tasa de crecimiento de la economía en el largo plazo y los factores actuariales que definan la estructura de la población.

También podemos analizar estos flujos desde una perspectiva microeconómica. De la naturaleza de los mismos se desprende su función de acumulación durante la vida activa, donde las inversiones deben maximizar el valor de los fondos alcanzando la mayor rentabilidad posible, mientras que durante la vida pasiva su principal función es mantener el poder adquisitivo de los mismos para poder servir la pensión. En forma simplificada, podemos asociar una actitud más amante al riesgo del trabajador más joven que aporta poco y tiene un menor fondo acumulado, cuya preferencia por el riesgo va cambiando a lo largo de la vida en la medida que concentra un fondo mayor y se va acercando a la etapa jubilatoria. En efecto, en el final de su vida activa su principal interés no será realizar inversiones riesgosas que pueden traer grandes ganancias o pérdidas, sino por el contrario inversiones cuyo riesgo sea el menor posible y se limiten a mantener el poder adquisitivo del ahorro logrado a efectos de poder adquirir un mejor seguro previsional. Asimismo, la inversión de estas reservas durante la vida pasiva deberá mantener el valor del ahorro y contar con la liquidez suficiente como para ser utilizadas a medida que sea necesario.

Estas mismas apreciaciones están determinando la oportunidad de ofrecer distintos portafolios de inversión que se adecuen a las necesidades de los ahorristas según la etapa de su vida en la que se encuentren, tema que será abordado en la sección 3.

### **3. Los incentivos de gestión de los administradores de fondos de pensión**

Uno de los aspectos fundamentales a este respecto es el control que los afiliados al sistema pueden ejercer sobre la actividad desarrollada por las administradoras, en tanto delegan en ellas la función de invertir en forma óptima los ahorros generados, de manera que les permita obtener la mejor renta vitalicia posible en el momento del retiro. No obstante, esta relación es asimétrica en función del conocimiento que requiere el manejo del mercado financiero y, por lo tanto, requiere del diseño de incentivos necesarios para que la actividad del administrador (agente) responda a los intereses del

ahorrista (principal). Tomando en cuenta los mecanismos de incentivos que se han diseñado, se verá que una de las consecuencias es la liquidez de parte de las inversiones, como un requisito fundamental dentro del funcionamiento del sistema. Este elemento muchas veces no se toma en consideración al pensar una estrategia óptima de inversión para estos fondos, la cual debe relacionarse con el largo plazo.

El conocimiento del mercado financiero y la especialización en el manejo de los portafolios, son la base de la conveniencia que supone delegar la administración de las inversiones por parte de los ahorristas individuales. Las economías de escala que se desprenden de esta actividad se reflejan en la organización del mercado en instituciones especializadas<sup>3</sup>.

La existencia de asimetrías en el conocimiento del manejo de los portafolios brinda al administrador la posibilidad de desarrollar su actividad pero plantea el problema del control de esta actividad por parte del ahorrista. En este caso nos encontramos ante una situación de riesgo moral, donde un agente toma decisiones que afectan la utilidad del principal, pero éste sólo puede observar los resultados como una señal imperfecta de la acción que realiza el agente<sup>4</sup>.

La solución al problema es en general compleja. Por una parte la rentabilidad obtenida por el agente posibilita un mayor ahorro para el principal, por lo cual éste desea que se obtenga una alta rentabilidad. Por otra parte la rentabilidad es una señal para los afiliados acerca del nivel de esfuerzo del administrador, y en tal sentido puede ser engañosa, dado que pueden llegar a observarse rentabilidades bajas independientemente del esfuerzo realizado por el administrador. En esta situación el rol informativo de la rentabilidad puede entrar en conflicto con el objetivo de aumentar el ahorro. Incluso podría pensarse que para incentivar al administrador a rea-

---

3 En el caso de la organización de sistemas de seguridad social con un segundo pilar de ahorro individual obligatorio, se argumenta el compromiso no creíble del ahorro individual voluntario. Dado el interés de la sociedad por el ahorro para la etapa jubilatoria, el mismo se realiza en forma obligatoria. Para optimizar la administración de los fondos previsionales es que se crean inversores institucionales especializados que aprovechan las economías de escala señaladas.

4 Se puede ver un análisis resumido de esta temática en Jean Tirole "The theory of Industrial Organization", Capítulo I.

lizar mayores esfuerzos en su tarea, sería óptimo pagarle más en situaciones de rentabilidades excepcionalmente bajas que en rentabilidades moderadas, a pesar que el afiliado prefiera la mayor rentabilidad.

Por lo tanto la doble función de la rentabilidad, como incremento del ahorro y como señal del nivel de esfuerzo en las decisiones de portafolio que toma el administrador, dificulta el diseño de un esquema de incentivos<sup>5</sup>.

Un aspecto adicional relacionado a los incentivos de gestión es la remuneración de la actividad delegada. Aquí la discusión en el sentido más amplio se abre sobre el terreno de cual o cuales deben ser las variables que determinen el cobre de las comisiones y el pago a los gestores de los fondos (donde pueden encontrarse diferentes esquemas de acuerdo a las realidades de los mercados de capitales de los distintos países, que van desde empresas especializadas contratadas por la administradora hasta gerentes de inversión que son parte de la misma).

Los esquemas más típicos de remuneración abarcan las comisiones en función del aporte o en función de los saldos acumulados, el primero hace referencia a la calidad de los afiliados que ha podido captar el administrador y el segundo se relaciona con el caudal acumulado que surge tanto de la aportación como de la propia rentabilidad. Si bien a estos esquemas se le agregan comisiones fijas y sistemas mixtos, la rentabilidad vuelve a ser una de las variables indiscutibles con respecto a las cuales relacionar la remuneración del administrador. Asimismo, este elemento se traslada al gestor del portafolio quien también puede perseguir el incentivo de la rentabilidad de corto plazo si es éste guarismo quien determine su propia remuneración.

Desde el punto de vista práctico, el afiliado observa únicamente la rentabilidad obtenida por la administradora. Para que el problema entre el principal y el agente tenga solución, debe existir la posibilidad de que el ahorrista pueda controlar la calidad del servicio que brinda la administradora, de tal forma que ésta no pierda los incentivos. En este sentido se ha desarrollado un conjunto de mecanismos que, ante la imposibilidad de diseñar contratos de delegación óptimos entre los afiliados y los

---

5 Un análisis extenso de esta temática se puede ver en Grossman y Hart: "An analysis of the principal-agent problem" *Econometrica*, Vol. 51 N° 1 (Enero, 1983)

administradores, intentan comprometer a la administradora con sus objetivos. En general en todos los países de América Latina con planes de jubilación de “contribución definida” cuyo segundo pilar se organiza en forma obligatoria con cuentas de capitalización individual administradas por inversores institucionales específicos, siguiendo la clasificación realizada por Salvador Valdez<sup>6</sup>, se han implementado tres mecanismos para controlar la actividad de la administradora: la banda de rentabilidad, la reserva especial y los traspasos. El objetivo de estos mecanismos es subsanar parte de los problemas ya descritos.

#### **a. La banda de rentabilidad**

La banda de rentabilidad determina un entorno máximo y mínimo en el cual se debe ubicar el retorno del portafolio administrado. Los extremos de la banda de rentabilidad se pueden determinar en forma relativa a la rentabilidad promedio de los fondos de pensión, ya sea sumando y restando una tasa predeterminada (por ejemplo la banda de rentabilidad se calcula como la rentabilidad del sistema +/- 5%) o un porcentaje relacionado a la propia tasa (por ejemplo la banda de rentabilidad se calcula como la rentabilidad del sistema +/- 30% de la misma tasa). También los extremos de la banda se pueden establecer de manera absoluta, regulándose la existencia de una tasa fija máxima o mínima, independiente de la rentabilidad promedio obtenida por los fondos de pensión<sup>7</sup>.

Con los excedentes sobre la rentabilidad máxima se conforma un fondo de estabilización para futuros déficits, mientras que si la rentabilidad se encuentra por debajo del mínimo el déficit debe ser cubierto con el fondo de

---

6 Salvador Valdés, “Riesgo financiero en los planes de pensiones: modos de distribución”

7 Este tipo de mecanismo opera en varios países de América Latina con algunas diferencias. Por ejemplo en el caso de Argentina, Chile y Colombia se establecen bandas de rentabilidad relativas a la rentabilidad promedio del régimen, mientras que en Perú no se establece un límite superior sino solamente un límite inferior relativo a la rentabilidad promedio de los fondos. En el caso de Uruguay se ha determinado que la rentabilidad bruta anual (medida en UR) de un fondo en particular no puede superar la rentabilidad promedio del régimen en más de un 50% y no puede ser inferior a la menor cifra entre la rentabilidad promedio del régimen menos 2% y la tasa de 2% (expresadas en UR). Uruguay es el único caso en que se ha incorporado una tasa absoluta para el cálculo de la rentabilidad mínima.

estabilización, o con otro fondo formado por aportes propios de la administradora (generalmente llamado encaje o reserva especial).

El mecanismo así diseñado tiene como objetivo limitar los riesgos a asumir por parte de los fondos en tanto no pueden alejarse significativamente de la rentabilidad promedio. En este sentido se está incentivando a las administradoras a formar portafolios con niveles de riesgo comunes. No obstante, esto puede transformarse en un incentivo para un comportamiento de manada en la composición de los portafolios, sobre todo desde el punto de vista de la existencia de un límite superior, ya que la obtención de una rentabilidad mayor que la máxima implicaría la creación del fondo de fluctuación de rentabilidad y una corrección del valor cuota que afectaría las rentabilidades futuras. Si el perjuicio de diferenciarse demasiado de la rentabilidad promedio es afectar la rentabilidad futura, puede llevar a que se repliquen los portafolios de aquella o aquellas administradoras mayores, que determinan el promedio. Por lo tanto, la existencia de una banda de rentabilidad tiende a suavizar la competencia, corriéndose el riesgo de que se verifique una colusión tácita entre los participantes del mercado. Esta es la razón por la que se ha criticado la existencia de una banda de rentabilidad o, por lo menos, del límite superior (como en el caso de Perú).

Eliminar el límite superior implicaría que no exista fondo de fluctuación (pensado como un fondo de estabilización de la rentabilidad) o que se tenga que diseñar otro mecanismo para formarlo.

Otra opción puede ser la ampliación de la banda. Si bien esto implica una mayor libertad para diferenciarse en la rentabilidad obtenida con respecto al promedio, trae aparejada la desventaja de tornar inefectivo al mecanismo, al no ponerse premios ni castigos al interior de la misma<sup>8</sup>.

Un segundo aspecto relacionado con las bandas de rentabilidad es que simplifica la comparación de las rentabilidades obtenidas para los afiliados, ya que se refieren a un mismo entorno de riesgo, hecho que importa como elemento de decisión a los efectos del mecanismo de traspasos. Sobre este punto debe señalarse que en la práctica la limitación del riesgo no está

---

8 Salvador Valdés P., "Riesgo Financiero en los Planes de Pensiones: Modos de Distribución".

regida únicamente por este mecanismo, sino que se realiza, principalmente, a través de la normativa sobre instrumentos, emisores y calificaciones (entre otras), determinadas en la regulación.

Por lo tanto, este mecanismo parece adecuarse más al objetivo de garantizar una rentabilidad estable que a limitar los riesgos que asumen los fondos. Los mismos están sujetos a otro tipo de limitaciones para su control. Asimismo, el mecanismo implementado en forma simple (sin incentivos al interior de la banda), suaviza la competencia, pudiendo provocar una imitación entre los portafolios que no es necesariamente óptima.

#### **b. La reserva especial**

La reserva especial forma parte de los mecanismos de garantía de la rentabilidad mínima junto con el fondo de fluctuación y corresponde a fondos que los administradores deben afectar a los efectos de cubrir déficit de rentabilidad. Al obligar a las administradoras a invertir como un ahorrista más del fondo de ahorro previsional se está comprometiendo a los fondos propios con la suerte del ahorro de los afiliados<sup>9</sup>.

En general puede considerarse que este mecanismo por sí solo no alcanza a ser un incentivo fuerte sobre la actividad de las administradoras dado que los montos mantenidos por este concepto no son relevantes.

Resulta interesante analizar una instrumentación en que la reserva especial no se relaciona al nivel del fondo, sino a las utilidades de la admi-

---

9 En Uruguay esta reserva se puede ubicar entre 0.5% y 2% del fondo acumulado según establezca la reglamentación (actualmente se estableció un mínimo de 0.5% y un máximo de 0.6% respecto del fondo acumulado), y si bien es parte del mismo, su principal objetivo es la garantía de la rentabilidad mínima y no necesariamente el desarrollo del máximo esfuerzo en la administración. Originalmente la reserva especial se determinaba como un portafolio separado del conformado por los aportes de los afiliados, que debía invertirse con las mismas limitaciones, se calculaba como un 2% del fondo deducidas las inversiones realizadas en valores emitidos por el estado uruguayo (literal A) y no podía ser inferior al 20% del capital mínimo (12.000 UR). Desde Agosto de 2000 se modificó esa reglamentación, invirtiéndose la Reserva Especial en cuotas del Fondo de Ahorro Previsional y modificándose los topes originales. En otros países de América Latina tampoco se alcanzan cantidades significativas con respecto a los fondos, El Salvador llega al 3% del ahorro acumulado, Argentina al 2%, Colombia y Chile al 1% y Perú al 0.7%.

nistradora<sup>10</sup>. Por una parte se está corriendo el riesgo que la reserva especial no cumpla con el objetivo de cubrir un eventual déficit de rentabilidad, pero por otra parte se está ligando en forma más directa los fondos de la administradora con los de los afiliados. En este sentido, si el objetivo es alinear o intensificar incentivos referidos a la rentabilidad del portafolio, la administradora estará más comprometida si la reserva está relacionada con sus propios resultados o con su capital. Por lo tanto, si además de ser un mecanismo de garantía de la rentabilidad se pretende que la reserva especial cumpla un rol efectivo como mecanismo de incentivo, podría pensarse en formular su cálculo combinando elementos que tomen en cuenta tanto el nivel del fondo de ahorro previsional como los resultados de la propia administradora.

### c. Traspasos

Este mecanismo deja en manos de los afiliados parte del control sobre la actividad de la administradora, al darle la potestad de traspasarse a otra administradora. En el caso uruguayo este derecho puede ejercerse como máximo dos veces dentro del año calendario y luego de haber aportado seis meses a la administradora. La penalización a través de la salida de la administradora actúa como parte del esquema de incentivos. En este sentido podríamos decir que el agente (administrador) compite con otros agentes por retener al principal (afiliado) ofreciendo la mejor combinación entre rentabilidad y comisión.

Si bien el objetivo del afiliado es conseguir el mayor saldo de ahorro posible, y eso va unido a la mejor combinación entre rentabilidad y comisiones a lo largo de todo el período de ahorro, este resultado no se conocerá hasta el final de la vida activa de cada afiliado. Por esto, los elementos con que éste cuenta para evaluar la situación futura es la historia de la performance obtenida hasta el presente.

Es generalmente aceptado que los resultados obtenidos en el pasado no implican que se mantengan en el futuro. No obstante, esa información culmina siendo la única señal que tienen los afiliados acerca de las acciones tomadas por los administradores. Y parece seguirse una conducta en la que en cada momento, se tiene que maximizar esta rentabilidad a fin de que el

---

10 Un ejemplo lo presenta Costa Rica donde la reserva especial corresponde al 5% de las utilidades de la Administradora.

afiliado no perciba una “mala señal”, que lo lleve a penalizar al administrador, traspasándose hacia un competidor<sup>11</sup>.

Otra característica de este mecanismo es que no presenta un costo explícito (“switching costs”), con lo cual el afiliado no incluye este elemento dentro de su decisión. No obstante, existen costos asociados como la fuerza de venta y la publicidad, que las administradoras incluyen en su ecuación de beneficios e influyen en la comisión de administración. Asimismo, se pueden considerar como un costo las decisiones de portafolio determinadas por los traspasos que impliquen la obtención de una menor rentabilidad para los afiliados (como puede ser el efecto sobre la liquidez que se tratará más adelante).

#### **d. El mecanismo de traspasos y la liquidez de los fondos**

Un aspecto adicional del mecanismo de traspasos es que está privilegiando a la liquidez del ahorro como instrumento de penalización. Es aplicable aquí el mismo argumento de Calomiris y Kahn<sup>12</sup> en su análisis de la banca. Los depósitos a la vista son una herramienta idónea para disciplinar la gestión de los bancos, ya que su liquidez permite retirarlos si no se cumple satisfactoriamente con dicha gestión.

En el caso de las administradoras de fondos de ahorro previsional, la posibilidad de retirar los fondos de la administradora no solamente estimula la obtención de los mejores resultados sino que condiciona el manejo de las inversiones que haga el administrador. De acuerdo al análisis realizado por

---

11 Para el caso uruguayo existe evidencia estadística que muestra una relación de los traspasos positivos (ingresos) con aquellas variables que puede afectar el comportamiento de los afiliados: 1) Diferencial de la rentabilidad y de las comisiones con respecto al promedio del régimen. A estos efectos no se toma en cuenta el nivel sino el diferencial en tanto indica la competencia entre las administradoras. 2) Fuerza de venta de la administradora y fuerza de venta del resto del régimen. Se está considerando la cantidad de promotores como un elemento viabilizador de los traspasos. Es pertinente aclarar que junto a estos resultados se deben considerar elementos cualitativos como la reputación del administrador y las garantías que brinden los mismos (en el caso uruguayo la garantía dada por el Estado a República AFAP resulta un elemento diferencial).

12 Calomiris; C. W. y C. M. Kahn, “The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangements”, *American Economic Review*, 1991, 81(3)

Zurita<sup>13</sup> de los efectos del esquema de incentivos sobre el manejo del portafolio de inversiones, se pueden destacar:

- Dado que en todo momento el afiliado puede traspasarse de la administradora, esta tendrá que mantener un alto grado de liquidez en los fondos a los efectos de minimizar las pérdidas financieras que se originan ante la salida de los ahorristas.
- La liquidez de las inversiones tiene aparejado un costo diferencial de los activos más líquidos sobre los menos líquidos, que se reflejará en la obtención de una menor rentabilidad.
- La valoración del portafolio deberá tender hacia el precio de mercado, de forma de evitar contabilizar las pérdidas que surjan de la venta de los activos financieros ante el retiro de los fondos. En este sentido los activos ilíquidos presentan el problema de valorarlos correctamente.
- Por lo tanto la liquidez de las inversiones actúa como un seguro parcial de aquellos que permanecen en el fondo, pues reduce sus pérdidas y evita el efecto de una "corrida" o sea de un traspaso masivo hacia otra administradora.

De los aspectos reseñados, el último puede resumir todos los anteriores, en el sentido de apreciar la liquidez como un seguro. Implica que por el mismo se tendrá que pagar una prima (el premio por la liquidez que se evidencia en la menor rentabilidad que se obtiene) y cubrirá al fondo por la posible pérdida originada por un hecho futuro incierto (la liquidación de parte del mismo por efecto de la salida de un afiliado)<sup>14</sup>.

El concepto de liquidez visto como la capacidad de que los pagos de un bien o un valor se adecuen a las necesidades de su poseedor y, en general, los problemas de iliquidez pueden relacionarse con mercados im-

---

13 Zurita, Felipe, "¿Son miopes las AFP?", Revista de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile, 1999, Diciembre.

14 En Uruguay, una estimación de la duración promedio de los portafolios es de 3 años. A seis años de iniciado el sistema, el 88% de los afiliados es menor de 44 años, y la edad promedio es de 36 años, por lo que se puede suponer que, en promedio, a los afiliados actuales le restan 25 años para su jubilación, 6 veces más que la duración promedio. La

perfectos o incompletos<sup>15</sup>. No obstante, la problemática de fondo respecto al ahorro previsional y su liquidez es que el análisis general de dicho ahorro se realiza con la perspectiva de la vida activa en la cual se genera y su liquidez deberá responder a las necesidades de consumo durante la vida pasiva. En esta perspectiva parece carecer de sentido la liquidez del ahorro hasta el momento de la jubilación, e incluso se argumenta a favor de la existencia de múltiples fondos en función de las actitudes ante el riesgo que pueden surgir de los ahorristas no solamente en función de sus preferencias, sino de su edad. Una persona más joven podrá asumir mayores riesgos en sus inversiones que le darán un mayor retorno, mientras que una persona que está cercana a su jubilación preferirá un portafolio más conservador que le permita mantener el valor de su ahorro estable hasta su retiro.

Si se piensa en la intuición detrás de los modelos de seguro de liquidez<sup>16</sup>, a priori no existiría la posibilidad de un shock de consumo previo a la jubilación. Otra es la evaluación al considerar que este ahorro puede ser manejado por diferentes administradores durante la vida activa del ahorrista, y que éste tiene libertad de cambiar de administrador. En esta nueva perspectiva recobra sentido la intuición de los modelos de seguro de liquidez, la empresa administradora debe formar su portafolio de manera de mantener la liquidez de una parte de sus inversiones para atender shocks específicos por traspaso (necesidades de consumo en el modelo clásico). En la medida en que estas decisiones de traspaso no estén perfectamente correlacionadas se podrá dedicar parte del

---

gran diferencia entre ambos guarismos muestra las consecuencias del efecto señalado de necesidad de liquidez sobre los portafolios.

Estimaciones similares se han verificado en el caso chileno donde los portafolios poseen una duración promedio de 2, 4 años mientras que el plazo promedio de los años que restan para jubilarse a los integrantes es de 20 años. Si bien estas aproximaciones podrían refinarse calibrando los años promedio a jubilarse por parámetros tales como fondos ahorrados y expectativa de vida, la "preferencia por la liquidez" es contundente, incluso independientemente de las características que pueda tener el mercado de valores y de las condiciones de un mercado previsional incipiente como en el caso uruguayo. Los datos de Chile pueden encontrarse en Felipe Zurita "¿Son miopes las AFP?" op. cit.

15 Felipe Zurita presenta un análisis de estos argumentos en "Liquidity as an insurance problem" Documento de Trabajo N° 198, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Diciembre 2001.

16 Como el más clásico planteado por Diamond, D. y P. Dybvig, "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy* 1983 (91).

ahorro a inversiones más rentables pero ilíquidas. Sin embargo, al igual que en el sistema de "reservas fraccionarias" para los bancos, esta puede ser una razón de fragilidad ante una salida en masa de ahorristas<sup>17</sup>.

Sin considerar este caso extremo en el que pueden influir situaciones excepcionales, los elementos que racionalmente deberían guiar la decisión de traspaso son, básicamente, la valoración de la rentabilidad y la comisión y, unidos a ellos, las garantías (explícitas o implícitas) que brinda el administrador, las que están relacionadas con su reputación. Por lo tanto las decisiones de inversión del portafolio de cada administradora deberán incorporar elementos que pueden ir en sentidos opuestos, ya que intentarán presentar una combinación rentabilidad-comisión mejor que el resto y poseer instrumentos con suficiente liquidez.

#### **4. La oferta de más de un portafolio de inversión**

Tal como se señalara en el primer punto pueden existir diferentes tipos de afiliados al sistema de pensiones que esté dispuesto a asumir diferentes tipos de riesgo a través de portafolios de inversión con diferentes composiciones. Asimismo señalamos que las restricciones sobre los riesgos a asumir, puestas por los incentivos de gestión como la banda de rentabilidad, podrían servir solamente en manera acotada. Las principales restricciones a los riesgos están impuestas por las limitaciones de carácter general sobre la composición de los portafolios y sobre los emisores de los valores. En muchos casos estas restricciones también han impuesto que se ofrezca una sola clase de riesgo por administradora, o sea un solo fondo. Ante esta situación surgen alternativas que suponen la creación de más de un fondo bajo diferentes esquemas. Siguiendo la clasificación manejada por Salvador Valdés podemos reconocer tres esquemas: a) clase libre, b) multifondo y c) flexifondo.

- a) clase libre: en este esquema todas las empresas administradoras están obligadas a ofrecer dos o más tipos predeterminados de fondos

---

17 Un elemento importante en esta analogía entre el mecanismo de traspaso y el seguro de liquidez de la banca es que los traspasos se realizan en efectivo al igual que los retiros de los bancos. Ahora bien, Incluso si el traspaso de fondos se pudiera realizar transfiriendo valores, los mismos deberían ser líquidos y poseer un precio de mercado a los efectos que las contrapartes pudieran ponerse de acuerdo sobre el valor de los mismos.

con diferentes perfiles, por ejemplo uno que incluya principalmente instrumentos locales de renta fija, otro balanceado con instrumentos de renta fija y renta variable domésticas y uno que ofrezca inversiones tanto domésticas como de emisores extranjeros. Para su contralor pueden establecerse los límites a su composición y mecanismos como la banda de rentabilidad por cada tipo de fondo<sup>18</sup>.

- b) esquema multifondo: este esquema es similar al anterior, pero cada afiliado es asignado "de oficio" a un tipo de portafolio en función de su edad y sexo y luego puede decidir voluntariamente cambiarse a otro portafolio.
- c) esquema flexifondo: la administradora no se encuentra obligada a crear diferentes tipos de portafolio, pero tiene la potestad de hacerlo. La regulación puede establecer los estándares a cumplirse en caso de querer realizarlo. En esta modalidad flexible la mayor discrecionalidad permite a la administradora determinar la viabilidad del portafolio en función de las demandas de los afiliados, los que siempre deberían contar con un portafolio de respaldo en caso que diversas opciones se cierren.

Estas nuevas estrategias de ahorro implican una mayor sofisticación del afiliado en cuanto debe tomar decisiones que en el modelo de un solo portafolio ya están tomadas por el regulador en su representación. Este mejor conocimiento de sus posibilidades solamente se logra a través de un mayor asesoramiento profesional y un mayor caudal de información, elementos que deben cumplir con la tarea de educar al afiliado al sistema.

## 5. Regulación y supervisión

En todos los puntos abordados se han destacado diferentes aspectos relacionados con la regulación y supervisión tales como limitaciones en la composición del portafolio, sobre emisores de valores, bandas de rentabilidad y cantidad de fondos a administrar. Este tipo de regulación se enmarca

---

18 En este sentido México y Chile son los primeros países de América Latina en recorrer este camino.

en la categoría de regulación "draconiana"<sup>19</sup>, que a diferencia de la regla del hombre prudente (Prudent Man Rule), establece una regulación sobre la conducta y performance de la industria de los fondos de pensión utilizando límites cuantitativos en los diferentes aspectos relativos a las inversiones. La regulación draconiana es propia de regímenes cuya contribución es de carácter obligatorio donde se han creado agentes especializados para la inversión de los fondos de pensiones en mercados de capitales poco desarrollados o en etapas de expansión.

Como elementos favorables de esta regulación se destacan: la falta de experiencia en la administración de fondos de pensión, la fragilidad de los mercados financieros y la limitación del riesgo máximo a asumir por los fondos. No obstante se critica que este tipo de regulación limita el grado de diversificación del portafolio (creando riesgo no sistemático) y da al Estado (como regulador y supervisor) un alto grado de discrecionalidad en cuanto a límites en valores emitidos por agentes privados, lo que en muchos países ha transformado a los fondos de inversión en fuertes demandantes de deuda pública (deuda que puede estar originada en los propios procesos de reforma del funcionamiento del sistema de seguridad social).

Muchas veces la importancia de estas limitaciones, sobre todo en las etapas iniciales de estos regímenes, ha provocado discusiones acerca del tipo de regulación draconiana y sus consecuencias.

A este respecto no se ha arribado a una solución definitiva, pues la regulación de los fondos de pensión es un proceso dinámico que depende de la maduración de los propios fondos, del sistema en su conjunto y de los mercados de capitales en los que los fondos se invierten. Sin embargo uno de los elementos que puede cooperar a superar las dificultades que se enfrentan en la regulación se asocia al desarrollo del concepto de Gobierno Corporativo: este concepto tendría dos vertientes, por una parte propiciar los mejores perfiles de conducta de parte de los administradores de los fondos y por otra la exigencia de mejores prácticas de gobierno a emisores públicos y privados de valores. En la medida que estos conceptos formen parte de la regulación se podrán ir creando pautas de conducta necesarias

---

19 Srnivas, PS y Yermo J "Do investment Regulations comprise pension fund performance? Evidence from Latin America" (1999)

para que las limitaciones draconianas sean modificadas por otro tipo de supervisión. Tal como se señaló anteriormente estos cambios se deben comprender dentro de un proceso dinámico propio del crecimiento de los fondos.

## 6. Reflexiones finales

Del análisis realizado se pueden destacar dos ideas centrales que marcan los posibles caminos a seguir: Un primer elemento es destacar lo incipientes de los fondos previsionales y su continuidad en los seguros previsionales que se desarrollarán a partir de estos fondos, la gran importancia que estos fondos han adquirido y seguirán adquiriendo en las economías que han transitado hacia regímenes como el analizado dejan en claro la importancia de darles un enfoque globalizador con el resto del sistema financiero, fortaleciéndolos en su estructuración para minimizar los efectos de los riesgos a que están expuestos: financieros, demográficos y políticos.

Una segunda idea a manejar es la de cómo se estructuran los mecanismos de incentivos y como los fondos permiten conseguir el objetivo de ahorro previsional.

En este sentido se destacan los temas que podrán integrarse a la discusión sobre el desarrollo y crecimiento del sistema en nuestro país, la mayoría de los cuales ameritan un estudio más profundo ya que requerirían cambios a nivel legislativo:

- (i) Podría ampliarse la oferta de portafolios de inversión que permitan la inclusión de diferentes instrumentos, desde aquellos relacionados con situaciones de menor aversión al riesgo incluyendo instrumentos más novedosos, hasta aquellas de mayor aversión al riesgo donde tendrán cabida los instrumentos de renta fija indizados por IPC.
- (ii) Mejorar el funcionamiento de la banda de rentabilidad o la eliminación de su tope máximo.
- (iii) La revisión de la información que se brinda por parte del sistema al afiliado, destacando el rol vital que esta juega a medida que se complejiza el funcionamiento del mismo y los fondos maduran. Esto comprende elementos no solo de cantidad sino de calidad de los indicadores. En este sentido se señala la revisión de guarismos de rentabilidad y compromisos diseñados originalmente en UR los que se

podrían relacionar a otra medida que se relacione con el poder adquisitivo del ahorro previsional y de cuenta de indicadores en términos reales más transparentes como podría ser la UI recientemente creada.

- (iv) Seguir fortaleciendo el control normativo que ejercen los organismos supervisores del sistema de administración de fondos previsionales, en lo cual la limitación de los riesgos a que estos fondos se exponen conforman un elemento fundamental para los afiliados que manejan información imperfecta y se ven enfrentados con una actividad financiera que posee una compleja instrumentación.

Si bien la temática abordada no se agota en estas reflexiones, las mismas pueden ser un punto desde el cual apoyar la gestión de una actividad cuyo desarrollo recién comienza.

## Reseña bibliográfica del capítulo

- Barr, Nicholas (2002):** "The Pension Puzzle, Prerequisites and Policy Choices in Pension Design", Economic Issues Nº 29, International Monetary Fund, March.
- Calomiris; C. W. y C. M. Kahn (1991):** "The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangements", American Economic Review, 81(3).
- Diamond, D. y P. Dybvig (1983):** "Bank runs, deposit insurance and liquidity", Journal of Political Economy, 91.
- Diamond, D. (1984):** "Financial intermediation and Delegated Monitoring", The Review of Economic Studies Vol LI(3) Nº 166, July.
- Grossman y Hart (1983):** "An analysis of the principal-agent problem" Econometrica, Vol. 51 Nº 1, Enero.
- Tirole, Jean:** "The theory of Industrial Organization",
- Salanié, Bernard (1998):** "The Economics of contracts" The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Srnivas, PS. y Yermo J. (1999):** "Do investment Regularations comprise pension fund performance? Evidence from Latin America" Revista de Análisis Económico, Vol. 14, Nº 1.
- Valdés P.; Salvador (2002):** "Políticas y Mercados de pensiones" Ediciones de la Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Valdés P. ; Salvador** "Riesgo Financiero en los Planes de Pensiones: Modos de Distribución" Conferencia del VI Congreso de Matemática Financiera y Actuarial, publicada en [www. faceapuc. cl](http://www.faceapuc.cl)
- Zurita, Felipe (1999):** "¿Son miopes las AFP?", Revista de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Diciembre.
- Zurita, Felipe (2001):** "Liquidity as an insurance problem" Documento de Trabajo Nº 198, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Diciembre.



## CAPÍTULO VI

### SOSTENIBILIDAD FISCAL Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

#### Algunas reflexiones a partir de la crisis económica 2002

*Pablo Rosselli \**

#### **Introducción**

El objetivo de este trabajo es presentar algunas reflexiones preliminares con relación a la importancia de la sostenibilidad fiscal como condición necesaria, aunque por cierto no suficiente, para la estabilidad macroeconómica del país. Se dice que un país se encuentra en condiciones de sostenibilidad fiscal cuando, a juzgar por una serie de indicadores, se puede afirmar que el Estado podrá seguir pagando en tiempo y forma su endeudamiento;

---

\* Economista, Master en Economía (London School of Economics). Pablo Rosselli es gerente en el Departamento de Asesoramiento Económico de Tea Deloitte & Touche y es docente en la Universidad Católica del Uruguay. Las opiniones vertidas en este trabajo son de responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen la opinión de esas instituciones.

Este trabajo fue terminado en abril de 2003, cuando el gobierno se encontraba en medio del proceso de reestructuración de la deuda pública.

Un reconocimiento especial corresponde a Sebastián Rondeau, por su valioso trabajo en el diseño del modelo de sostenibilidad fiscal que se comenta en la sección 5.2. También se agradecen las críticas y comentarios de Dardo Curti, Aldo Lema, José Antonio Licandro, Andrés Masoller y Natalia Nollenberguer, no obstante lo cual los errores y omisiones que pudieran persistir son de exclusiva responsabilidad del autor.

esto es, cuando los programas de gastos del gobierno son consistentes con su posibilidad de obtener ingresos a través de impuestos y/o de financiamiento de su déficit, sin poner en peligro el cumplimiento de las obligaciones presentes y proyectadas<sup>1</sup>.

Estas reflexiones están motivadas, lógicamente, por la crisis económica que ha sufrido el país. En efecto, la economía uruguaya ha atravesado por una prolongada recesión económica que se inició en 1999, tras la devaluación brasileña, y que se profundizó de manera sustantiva en el transcurso de 2002. Así, el Producto Interno Bruto acumuló un descenso de 7,3% entre 1999 y 2001 en tanto que en 2002 bajó 10,8%. En este contexto de depresión productiva, la tasa de desempleo a nivel nacional alcanzó un nuevo récord histórico, de casi 20% en el trimestre setiembre-noviembre de 2002. Adicionalmente, las finanzas públicas se encuentran en una situación crítica, lo cual se traduce en un riesgo país extraordinariamente alto, que ilustra la ausencia de crédito privado para el gobierno. Por último, en 2002 el país se vio sacudido por una corrida bancaria sin precedentes, que determinó una caída de más de 50% del total de depósitos en el sistema bancario y que, finalmente, obligó al gobierno a reconocer que los depositantes en los bancos más afectados no podrían recibir sus depósitos en las formas contractualmente previstas.

La magnitud de esta crisis y el hecho de que se trata de la segunda crisis en un lapso de solamente 20 años (la otra, como se recordará, había sido en 1982 y determinó un descenso del PIB de 15% entre 1982 y 1984 y una suba del desempleo hasta 16% de la población económicamente activa) están marcando la necesidad de realizar un análisis riguroso del conjunto de políticas públicas llevadas adelante en los últimos doce años (desde el comienzo de la expansión en 1990 hasta ahora), de forma de extraer lecciones que sirvan al propósito de evitar la reiteración de estos hechos en el futuro, o al menos que sirvan para reducir su frecuencia e intensidad.

En lo que sigue, el trabajo analiza en distintas secciones el carácter procíclico de la política fiscal; la evolución de la deuda pública; la respuesta

---

1 Borchardt, Rial y Sarmiento (1998).

fiscal a los shocks externos recibidos a partir de 1999 y las condiciones de sostenibilidad de la deuda pública a partir de 2003. El trabajo finaliza con una síntesis de conclusiones preliminares y con algunas reflexiones acerca de posibles mejoras al marco de decisión de la política fiscal.

## 1. El carácter procíclico de la política fiscal

### 1.1 Aspectos normativos

Un primer aspecto relevante a destacar es el *carácter procíclico* que, de forma estructural, presenta la política fiscal en nuestro país. Ello significa que la política fiscal tiende a ser expansiva cuando la economía se encuentra en expansión y contractiva cuando la economía se encuentra en retracción, contribuyendo así a amplificar el ciclo económico.

Desde un punto de vista normativo, la política fiscal debería actuar en forma *contracíclica*, permitiendo una expansión del gasto y/o una disminución de la presión tributaria en los momentos de recesión y promoviendo una contracción del gasto y/o una mayor presión tributaria en los momentos de expansión. De este modo, la política contribuiría a suavizar las fluctuaciones de la actividad económica<sup>2</sup>. Se desprende inmediatamente de lo anterior que el carácter anticíclico que debería tener la política fiscal es una moneda de dos caras: de forma sistemática se advierte en nuestro país un reclamo generalizado de políticas fiscales expansivas durante los momentos recesivos; sin embargo, para que esas políticas sean sostenibles en el tiempo sin amenazar la solvencia del Estado (sobre lo cual se vuelve más adelante en este trabajo), es necesario que el Estado ahorre en los momentos de expansión.

Además de los beneficios en términos de menores fluctuaciones de la actividad económica que se pueden obtener de la aplicación de políticas contracíclicas, un segundo beneficio, pocas veces señalado en los últimos años, tiene que ver con los efectos que políticas fiscales anticíclicas pueden

---

2 Una corriente de economistas (New Classical Economics) sostiene, de todas formas, que la política económica no puede ser eficaz en su objetivo de suavizar el ciclo económico. El autor, en cambio, entiende que la política económica puede cumplir con eficacia un papel anticíclico. No obstante ese debate, existe consenso en que la política económica no debería ser procíclica.

tener sobre el comportamiento del tipo de cambio real. En concreto, en momentos de fuerte expansión de la actividad se suele observar una apreciación real de la moneda nacional (es decir, un aumento considerable de los precios internos medidos en dólares - lo que de forma más o menos imprecisa suele denominarse "atraso cambiario"). En esas circunstancias, la aplicación de políticas fiscales contractivas puede contribuir a acotar la expansión de la demanda interna; consiguientemente, una política fiscal contractiva podría atenuar la suba de los precios de los bienes y servicios no comercializables internacionalmente<sup>3</sup>. Por el contrario, políticas fiscales procíclicas pueden acentuar las fluctuaciones del tipo de cambio real, aumentando la apreciación de la moneda nacional (el "atraso cambiario") durante los períodos de expansión. Esto resulta especialmente relevante cuando, bajo un régimen cambiario de bandas deslizantes (como el que tuvo el país desde inicios de los 90 hasta junio de 2002), la política monetaria-cambiaría queda supeditada al logro de ciertos objetivos de inflación; en ese caso, el otro instrumento de política económica que queda disponible para tratar de atenuar la caída del tipo de cambio real es la política fiscal<sup>4</sup>. Pero si la política fiscal es expansiva durante el auge, en lugar de suavizar ese efecto sobre el tipo de cambio real, lo acentúa.

## 1.2 Correlación entre la política fiscal y la actividad económica

Para ilustrar el carácter procíclico de la política fiscal en nuestro país, y para mostrar que se trata de un rasgo estructural (permanente), en el Cuadro 1 se presenta la correlación entre gasto público y PIB para el período que va desde 1955 hasta 1998, según un trabajo de Mailhos y Sosa (2000).

- 
- 3 El hecho de que una expansión de la demanda interna tiende a presionar al alza los precios de los bienes y servicios no transables estimulando el proceso de apreciación cambiaria es conocido en la literatura sobre el tema como Efecto Salter-Swan (Salter, 1959 y Swan, 1960). La cuantificación del efecto sobre el tipo de cambio real que pudo haber tenido la expansión del gasto público en los 90 escapa a los objetivos de este trabajo, no obstante lo cual la advertencia resulta relevante al menos desde un punto de vista teórico.
  - 4 De forma complementaria al manejo de la política fiscal, Chile desalentó durante varios años el ingreso de capitales de corto plazo, para atenuar las tendencias de apreciación cambiaria que se observaban en los 90. La efectividad que tuvieron esas medidas, no obstante, es un tema de debate en Chile.

**Cuadro 1: Gasto Público y PBI en Uruguay  
Coeficientes de correlación (1955 - 1998)**

Consumo Público y PIB	0,58
Inversión Pública y PIB	0,49
Miscelánea: Países G7 (1970 - 1994)	
Gasto Público y PIB	-0,02
Fuente: Mailhos, J. y Sosa, S. (2000) y Talvi, E. y Végh, C. (1998)	

El coeficiente de correlación es un índice que varía entre - 1 (cuando dos variables están perfectamente correlacionadas con signo opuesto) y 1 (cuando las variables están correlacionadas perfecta y positivamente). En el cuadro se observa que el Consumo Público y la Inversión Pública tienen una correlación muy alta (y positiva) con el Producto Interno Bruto<sup>5</sup> (0.58 y 0.49 para el promedio del período '55 al '98)<sup>6</sup>. En cambio, en los países del G-7, la correlación es ligeramente negativa, lo cual denota que al menos no se observa en forma directa una política fiscal que tienda a expandir el gasto en momentos de expansión económica y a restringirlo durante las fases recesivas.

### 1.3 El carácter discrecional de la prociclicidad de la política fiscal

Los cálculos anteriores establecen de forma clara que en Uruguay el gasto público tiende a subir cuando la economía se expande y tiende a bajar cuando la economía se contrae. Las mismas conclusiones se pueden obtener si directamente se considera el saldo fiscal, el cual también fluctúa de forma procíclica.

5 Todas las variables se consideran tomando su componente cíclico (obtenido mediante la aplicación del filtro de Hodrick-Prescott).

6 Los resultados anteriores no se modifican si se consideran distintos períodos de tiempo suficientemente largos. Borchardt et al arriban a conclusiones similares para el período 1974-1996: el coeficiente de correlación entre PIB y Egresos del Sector Público asciende a 0,50 mientras que el coeficiente de correlación entre Ingresos tributarios y consumo interno (fuente de ingresos por excelencia en el sistema tributario uruguayo) es de 0,65.

No obstante, los cálculos anteriores no informan acerca de las causas de ese carácter procíclico de las variables fiscales. En particular, no establecen si se trata de una característica inevitable del proceso económico (si, en otras palabras, se trata de un comportamiento "endógeno" sobre el cual el gobierno no puede influir) o si, por el contrario, responde a acciones *discrecionales* de la administración. Si así fuera, sería posible concebir una acción de política fiscal diferente, que alterara (o al menos que redujera) esas altas correlaciones observadas.

Para dar respuesta a ese interrogante, es necesario modelizar el desempeño de las cuentas públicas tratando de distinguir aquellas variaciones que obedecen a modificaciones en el contexto macroeconómico de aquellas que, en principio, no resultan atribuibles al mismo y que, en consecuencia, se interpretan como variaciones originadas en las decisiones discrecionales de la administración.

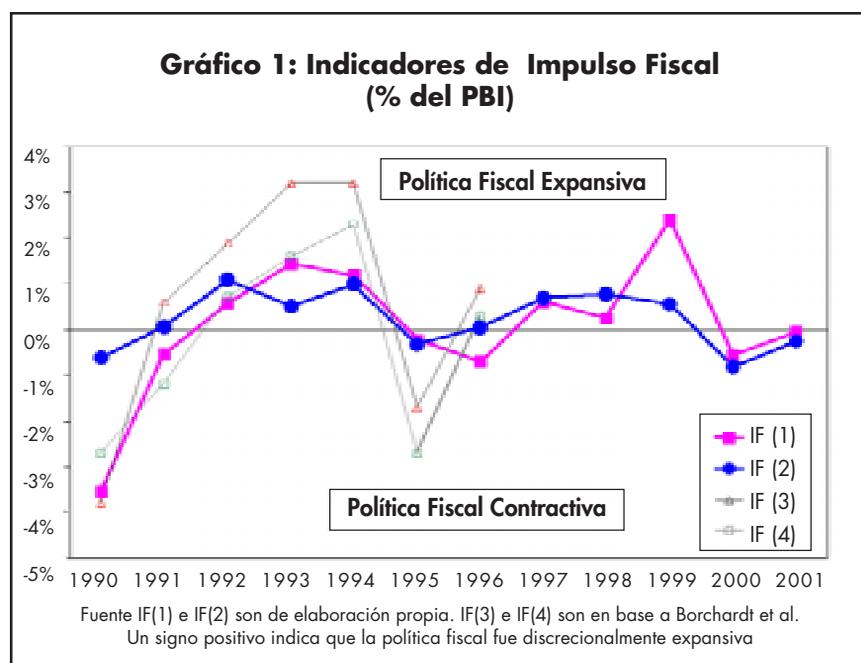
Con ese enfoque, se calcularon dos posibles indicadores de *impulso fiscal* - IF(1) e IF(2) en el gráfico adjunto - para el período 1990-2001. El primero de ellos se elabora a partir de una estimación de resultado fiscal ajustado por el ciclo para las cuentas del gobierno central. En concreto, se puede interpretar que el resultado fiscal ajustado por el ciclo indicaría el nivel de déficit fiscal que habría prevalecido en condiciones de actividad económica "normales" ("de equilibrio" en la jerga de los economistas); consecuentemente, un aumento del déficit ajustado por el ciclo (no atribuible, por tanto, a las oscilaciones de la actividad económica) constituiría una señal de expansión discrecional de la política fiscal. El segundo indicador, en tanto, se construye simplemente a partir de la variación en términos reales de los gastos discrecionales del gobierno central, definiendo de manera ad-hoc gastos discrecionales como los gastos de funcionamiento, inversiones y remuneraciones (esta definición se justifica en la sección 2.5)<sup>7</sup>.

A efectos comparativos se presentan en el gráfico de referencia otros dos indicadores de impulso fiscal, según cálculos realizados por Borchardt et al que llegan hasta 1996. El indicador IF(3) se define como la diferencia entre

---

7 Para una discusión en detalle de las metodologías de cálculo del saldo fiscal ajustado por el ciclo y del saldo fiscal macroeconómicamente ajustado, ver Rial (1995 a), Rial (1995 b), Talvi y Végh (1998), Borchardt et al (1998) y Noya et al (1998).

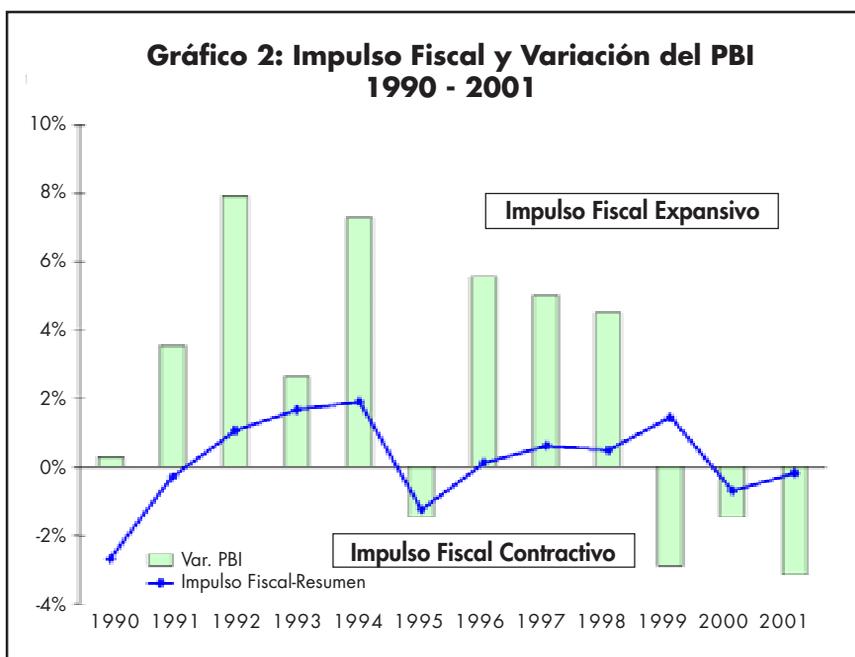
el déficit fiscal primario (antes del pago de intereses) macroeconómicamente ajustado y el déficit fiscal primario efectivamente observado en el año anterior<sup>8</sup>. El indicador IF(4) en el mismo gráfico, mide la variación del déficit fiscal macroeconómicamente ajustado (DFMA) presentado por los mismos autores. En tanto el DFMA se calcula sobre los valores presuntamente de equilibrio de las variables macroeconómicas relevantes, el mismo se puede interpretar como un déficit de equilibrio (permanente) y sus variaciones se pueden atribuir a las decisiones discrecionales de la política fiscal<sup>9 10</sup>.



- 8 Definido de ese modo y como señalan los autores, el indicador presentado constituye una extensión del propuesto en Blanchard (1990).
- 9 La estimación del DFMA resulta más pertinente que la corrección por el ciclo, en tanto la primera contempla no sólo las oscilaciones de la actividad económica sino también la influencia de cambios de otras variables relevantes sobre las cuentas públicas. No obstante, la realización de esos cálculos excedía con creces los alcances de este trabajo. El ajuste por el ciclo realizado a los efectos de computar el indicador IF(1) sólo corrige los ingresos tributarios, asumiendo una elasticidad unitaria entre recaudación y PIB. De ese modo, los aumentos del gasto público se asumen como “exógenos” (independientes al

En el gráfico 1 puede observarse que los signos de los distintos indicadores presentados tienden a coincidir, lo cual significa que cualquiera de ellos proporciona una misma respuesta en relación al carácter expansivo o contractivo de la política en cada año.

A efectos de facilitar el análisis, en el gráfico 2 se presenta un Indicador de Resumen, construido como el promedio de los cuatro indicadores anteriores (y de los primeros dos indicadores para el período 1997-2001), junto con la variación anual del Producto Interno Bruto.



ciclo económico) y, por tanto, deben ser compensadas con aumentos "exógenos" (ajustados por el ciclo) de los ingresos.

- 10 No obstante las diferencias metodológicas que se advierten en los distintos cálculos, los resultados proporcionan conclusiones similares. Noya et al (1998) realizan cálculos para el período 1976-1994 que también dan cuenta de un extraordinario deterioro del resultado discrecional entre 1992 y 1994, confirmando el carácter expansivo de la política fiscal a inicios de la década de los 90.

Como se advierte en el gráfico, la política fiscal fue contractiva en 1990, cuando el PIB registró un muy bajo crecimiento económico<sup>11</sup> debido, en buena medida, a la crítica situación que vivía entonces la República Argentina (hiperinflación). De igual modo, la política fiscal fue contractiva en 1995, cuando la actividad económica sentía el shock negativo originado en la recesión que afectaba a Argentina, cuya convertibilidad sufría las consecuencias de la devaluación mexicana de diciembre de 1994 (“efecto Tequila”). Si bien cuando la economía ingresó en una nueva fase de recesión en 1999 se observó un impulso fiscal positivo, a partir de 2000 la política fiscal volvió a actuar procíclicamente, acompañando una sustancial contracción de la actividad económica. En cambio, en los momentos de expansión económica (1991-1994 y 1996-1998) el signo de la política fiscal fue sistemáticamente expansivo.

En síntesis, con la sola excepción de lo observado en 1999 (lo que se analizará en detalle más adelante), la política fiscal actuó de manera procíclica en el período 1990-2001, probablemente acentuando las fluctuaciones de la actividad económica. Si bien no se presentan cálculos para 2002, es sabido que la falta de acceso al crédito en 2002 determinó que el gobierno no tuviera otra alternativa que promover una fuerte contracción fiscal, acompañando, otra vez procíclicamente, una caída dramática de la actividad económica<sup>12</sup>.

#### 1.4 El “ciclo electoral” de la política fiscal

Si bien se podría argumentar que la respuesta de la política fiscal en 1999 fue contracíclica, más adelante se fundamentará que dicha expansión era inconsistente con la evolución previsible de los ingresos del Estado y de las condiciones de acceso al crédito. De hecho, la expansión de 1999 debió ser compensada con un extraordinario esfuerzo de ajuste en los años posteriores, acompañando de forma procíclica la contracción de la actividad.

---

11 En rigor, las estadísticas preliminares de la época apuntaban, en realidad, a una caída del PIB que las cifras definitivas luego descartaron.

12 La respuesta de la política fiscal a partir de 1999 y el condicionamiento que sobre ella impuso la trayectoria de la deuda pública y las restricciones de financiamiento que enfrentó el Estado se analizan en detalle más adelante.

En esta sección, en tanto, interesa inscribir la respuesta fiscal de 1999 dentro de un patrón más permanente de la política fiscal: su *ciclo electoral*. En términos simples, el concepto de ciclo electoral hace referencia a una regularidad en los resultados fiscales asociada al calendario electoral del país. En concreto, el déficit fiscal tiende a ser más alto en año de elecciones y tiende a disminuir sensiblemente en el primer y segundo año de cada mandato.

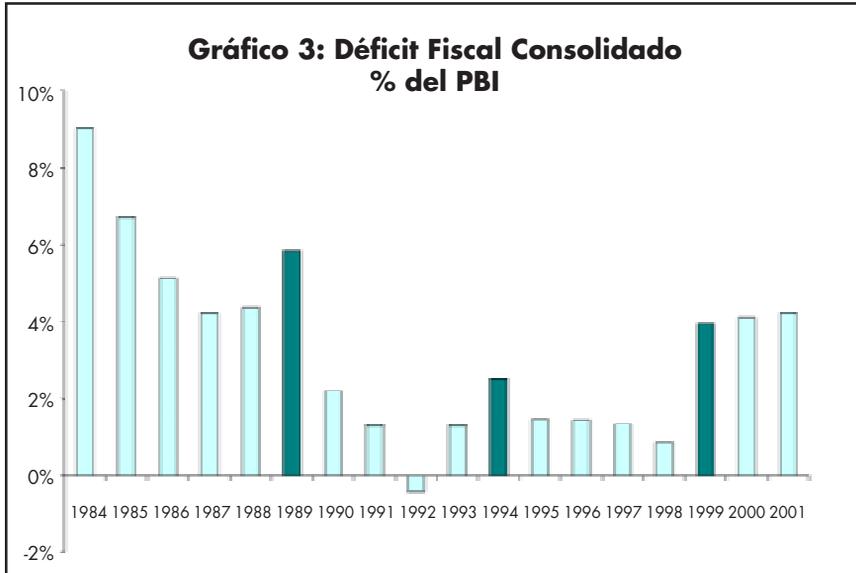
Según algunas explicaciones teóricas proporcionadas por la economía política, estos ciclos en las cuentas fiscales obedecerían a estrategias «oportunistas» de parte de los actores políticos, que tratarían de influenciar algunas variables económicas de relevancia con vistas a obtener mejores resultados electorales<sup>13</sup>. Las explicaciones más convincentes apuntan a que los votantes tienden a otorgar mayor importancia a los acontecimientos más próximos en el tiempo, valorando positivamente el crecimiento económico y valorando negativamente la inflación. En virtud de ello, políticas fiscales expansivas financiadas con endeudamiento o con reservas internacionales permitirían incrementar el ritmo de crecimiento económico a corto plazo sin afectar la inflación. No obstante, en tanto la política fiscal expansiva no puede alterar el ritmo de crecimiento de largo plazo, tras la mayor expansión observada sobre el fin de un período de gobierno, casi necesariamente, viene luego un período de menor crecimiento. Asimismo, como la continua expansión del endeudamiento público o el uso sistemático de las reservas pone en riesgo los objetivos antiinflacionarios, luego de las elecciones el nuevo gobierno debe reducir el déficit fiscal, si desea mantener niveles de inflación controlados.

En el gráfico 3 se puede observar con claridad que tras la reinstauración de la democracia en 1985, los años de elecciones han mostrado de forma sistemática déficits fiscales más elevados, sugiriendo la presencia de ciclos electorales.

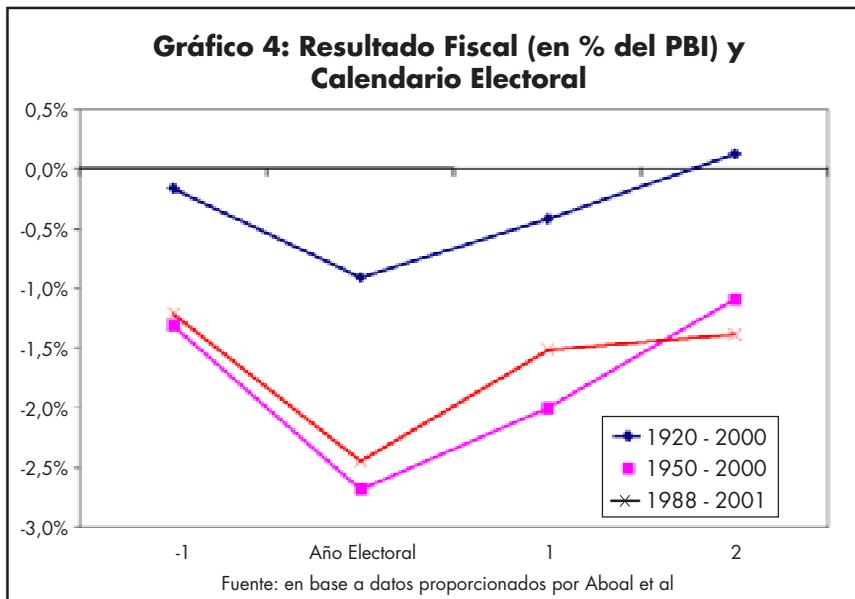
Por su parte, el gráfico 4 muestra que esa regularidad ha estado presente en los últimos 80 años, aunque se ha acentuado a partir de la posguerra.

---

13 Para consultar algunas de las explicaciones teóricas acerca de cómo las variables políticas afectan los resultados fiscales y para su aplicación al caso uruguayo, ver Aboal et al (2001).



Lógicamente, a partir de los gráficos anteriores no se puede establecer con certeza que las fluctuaciones fiscales obedecen a decisiones de



política motivadas por un afán de incidir en el proceso electoral. Aquí, por cierto, se aplican las mismas apreciaciones a propósito del carácter discrecional o no discrecional de la política fiscal que fueran realizadas en la sección 2.3. Sin embargo, a partir de una modelización de las cuentas públicas para el período 1920-2000 que tiene en cuenta la incidencia de las principales variables económicas sobre los resultados fiscales, en Aboal et al (2001) se concluye que en los años electorales el déficit fiscal tiende a ser un 0,4% del PIB más alto que lo que sugiere el contexto macroeconómico. Asimismo y como contrapartida, en el segundo año de gobierno, el déficit fiscal tiende a ser un 0,4% más bajo que lo que sugiere el contexto macroeconómico. De ese modo, se presenta evidencia firme a favor de la presencia de un *ciclo electoral discrecional* en los resultados fiscales. Para el período 1950-2000, Aboal et al estiman que el ciclo electoral es aún más fuerte, observándose sistemáticamente que en los años electorales el déficit fiscal es un 1,3% del PIB más alto que lo atribuible al contexto macroeconómico.

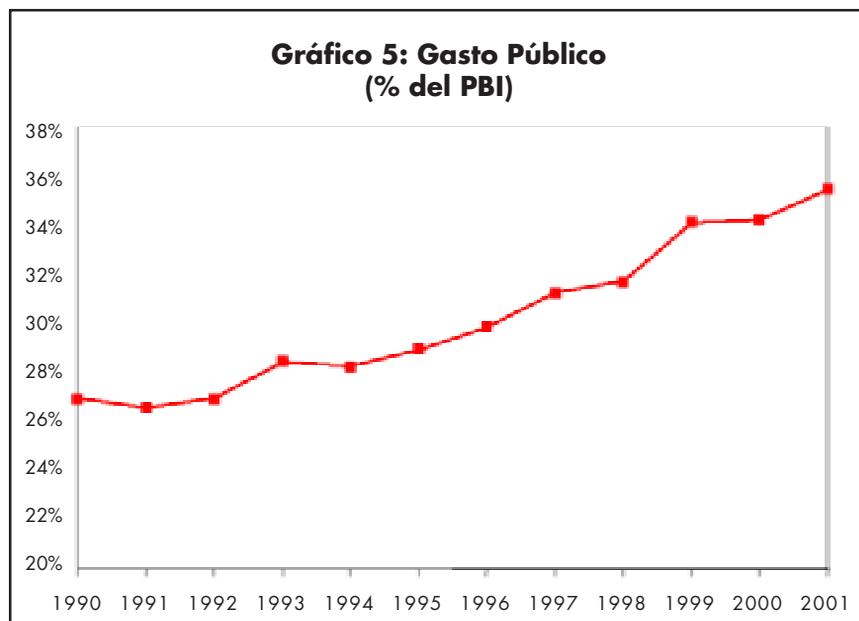
### **1.5 El carácter expansivo de la política fiscal en los años de crecimiento económico (1990-1998)**

En las secciones anteriores se fundamentó que la política fiscal había actuado de manera procíclica, al tiempo que afectada por el ciclo electoral a través de comportamientos llamados «oportunistas» en la literatura de economía política.

Un aspecto relacionado con lo anterior, pero en esencia diferente, tiene que ver con la fuerte *expansión* del gasto público acumulada en los años 90. En efecto, la política fiscal fue expansiva en los años de crecimiento económico y contractiva en los años recesivos. Sin embargo, los esfuerzos contractivos realizados hasta 2001 no llegaron a compensar los impulsos expansivos de los años favorables. De ese modo, el gasto público creció de manera sostenida en relación al Producto Interno Bruto.

Para situar este fenómeno en perspectiva, conviene tener presente que entre 1991 y 1998 el Producto Interno Bruto creció a una tasa promedio anual superior a 4%; se trató de la expansión más fuerte de los últimos cincuenta años. Y a lo largo de ese período expansivo, la economía creció siempre, con la breve excepción de la recesión de 1995.

Como se advierte en el gráfico 5, el gasto público creció desde 27% del PIB en 1990 hasta 36% del PIB en 2001<sup>14</sup>; quiere decir que el gasto público aumentó fuertemente en relación al PIB, en un contexto en el cual el PIB se expandía al ritmo más rápido de los últimos 50 años (hasta 1998).

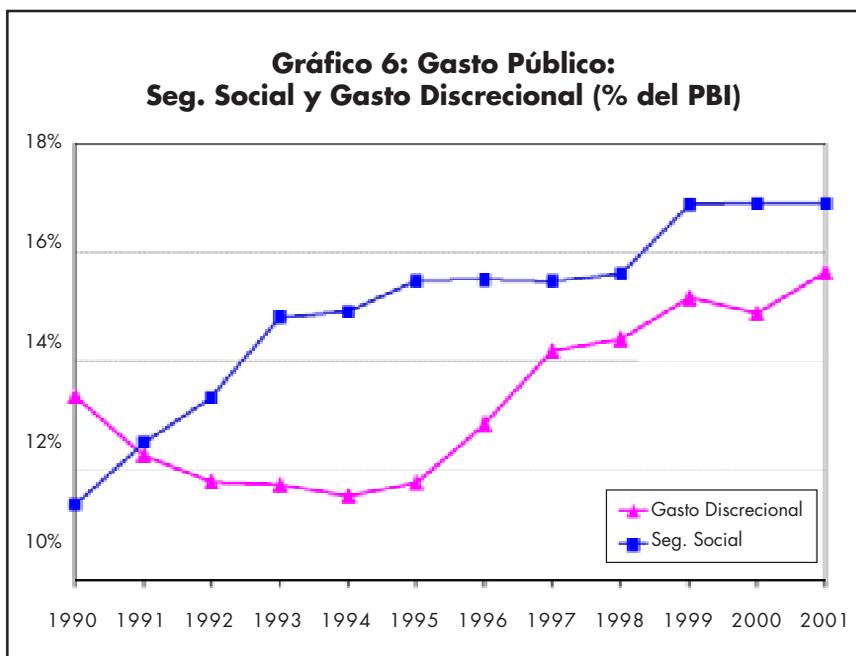


Es claro que la reforma constitucional de 1989, que estableció un mecanismo de ajuste de las pasividades en función del Índice Medio de Salarios, jugó un papel importante en la evolución del gasto público. Sin embargo, en el gráfico 6 se presenta una descomposición del gasto público en un componente *no discrecional* y en otro componente *discrecional*. La fijación de un límite que permita clasificar los gastos en discrecionales o

14 El gasto público se define a partir de los gastos del gobierno central, las intendencias y la seguridad social. Algunos autores han sugerido que al menos una parte del presupuesto de las empresas públicas deba computarse como gasto público. Como esa sugerencia es debatible, en este trabajo se optó por no incluirlas en el análisis y proporcionar, en consecuencia, una estimación «conservadora» de la magnitud del gasto público.

no discrecionales siempre puede resultar discutible. Sin embargo, en tanto se analiza aquí la evolución del gasto público en una perspectiva de largo plazo, se debería concluir que diversos gastos que a corto plazo no resultan modificables por la sola voluntad del gobierno (la masa salarial, por ejemplo), a mediano plazo siempre resulta posible concebir un conjunto de políticas que actúen, inclusive, sobre esos gastos más rígidos en el corto plazo. En función de ello, en este trabajo se presentan como no discrecionales los gastos en seguridad social (que tienen un régimen de ajuste establecido en la Constitución) y en intereses por la deuda pública. En cambio, se computan dentro del gasto discrecional los asociados a las remuneraciones, los gastos de funcionamiento, las inversiones y las transferencias.

Del análisis anterior se desprende que también los gastos discrecionales presentaron un fuerte aumento en términos reales; después de una ligera caída en 1990 y hasta 1994, subieron en términos reales a un ritmo similar al del PIB, mientras que a partir de 1996 la expansión fue sustancialmente mayor.



## 2. La evolución de la deuda pública

### 2.1 Deuda y déficit

En las páginas anteriores se hizo un análisis de la evolución del gasto público en nuestro país durante los últimos 12 años, sin considerar las formas de financiamiento de ese gasto. En esta sección, en tanto, se analizará el comportamiento de la deuda pública uruguaya, lo cual está obviamente relacionado con el desempeño del gasto y de la recaudación.

Un primer aspecto a tener en cuenta es que durante todo el período de análisis se observó un resultado fiscal negativo, con la excepción de un leve superávit en 1992. Ello determinó que los sucesivos gobiernos debieran recurrir a emisiones de deuda pública de forma sistemática, para cubrir ese déficit fiscal y para renovar los vencimientos de deuda que se presentaban en cada oportunidad<sup>15</sup>. Así, la deuda pública bruta pasó de aproximadamente US\$ 5.000 millones en 1991 a unos US\$ 10.000 millones en 2001.

No obstante, la medición en dólares corrientes del stock de deuda pública no constituye un indicador adecuado de la solvencia del sector público. En efecto, ese indicador no contempla cuál es la capacidad que tiene el deudor para hacer frente a ese endeudamiento. Al comienzo de este trabajo se señaló que usualmente se entiende que un país se encuentra en condiciones de sostenibilidad fiscal cuando a juzgar por una serie de indicadores se puede afirmar que el Estado podrá seguir pagando en tiempo y forma su endeudamiento.

En virtud de esa definición, el indicador de endeudamiento más utilizado es la relación entre la deuda pública y el Producto Interno Bruto, en el entendido de que cuanto mayor sea el producto mayor será también la capacidad del gobierno de recaudar impuestos que le permitan pagar sus obligaciones financieras. Sobre ese indicador se centrará el análisis que sigue<sup>16</sup>.

---

15 La emisión de deuda pública en los años 90 también contribuyó en alguna medida a la acumulación de reservas internacionales en el Banco Central del Uruguay.

16 No obstante la pertinencia del indicador deuda / PIB y su extendido uso, se debe admitir que de por sí solo este indicador no resulta suficiente para analizar el endeudamiento del sector público. En particular, no proporciona información sobre otros aspectos que hacen a la vulnerabilidad de la deuda, para lo cual es necesario considerar

## 2.2 Los determinantes de la relación Deuda - PIB

De los comentarios anteriores se desprende, lógicamente, que la relación deuda-PIB no puede presentar una tendencia sistemáticamente creciente, puesto que a partir de cierto nivel suficientemente elevado de endeudamiento se comprometería la capacidad de pago del deudor.

Sin embargo, se debe advertir que es posible sostener un stock de deuda pública que crezca en términos nominales (en dólares, por ejemplo) siempre que el PIB crezca a un ritmo suficientemente rápido, como para evitar que la relación entre ambas variables aumente de forma sistemática<sup>17</sup>.

Sin entrar en detalles técnicos, la evolución de la deuda pública en relación al PIB depende del resultado fiscal primario (antes del pago de intereses), del ritmo de crecimiento económico (del PIB) y de las tasas reales de interés.

El hecho de que la deuda pública uruguaya esté prácticamente en su totalidad nominada en dólares determina que la tasa real de interés dependa de forma crítica de la evolución de los precios internos medidos en dólares, tal cual lo muestran Licandro y Licandro en el Capítulo 3 de este libro.

Cuando las tasas de interés resultan negativas en términos reales, los pagos de intereses realizados operan, en los hechos, como una suerte de «amortización» de deuda. Cuando las tasas de interés reales superan a las tasas nominales (porque los precios caen medidos en dólares), el pago de intereses no resulta suficiente para mantener constante la relación deuda-PIB (que aumen-

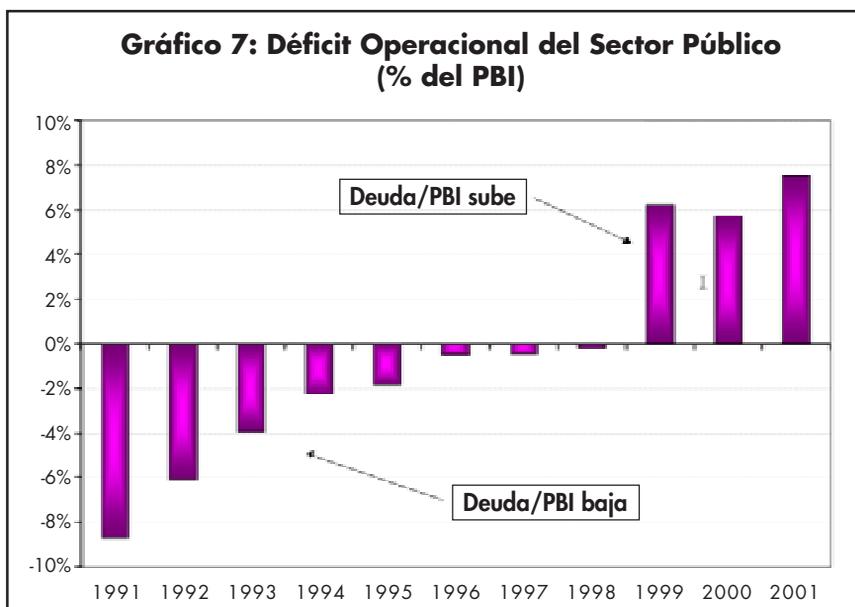
---

también la madurez (los plazos de vencimiento) y el peso del servicio de la deuda (pagos de intereses más amortizaciones) en relación al PIB. Justamente, en 2003 nuestro país debía enfrentar cuantiosos vencimientos de deuda, en un contexto extraordinariamente adverso. Esa concentración de vencimientos acentuó, probablemente, las restricciones de financiamiento que se derivaban del alto endeudamiento del sector público.

17 Una condición necesaria para que se entienda que un país se encuentra en una senda de sostenibilidad fiscal es que la relación deuda-PIB no presente una tendencia “explosiva” (sistemáticamente creciente). De todas maneras, ello no es una condición suficiente de solvencia; en ciertos casos, el mercado puede entender que el nivel de endeudamiento es ya muy elevado y entonces puede ser necesario que se registre por cierto lapso una tendencia declinante de la deuda.

ta). En términos mucho más simples, si los precios suben fuertemente en dólares (como en la primera mitad de los años 90), el PIB sube en dólares fuertemente y la relación deuda-PIB baja. En cambio, cuando los precios internos medidos en dólares se reducen, la relación deuda-PIB tiende a subir.

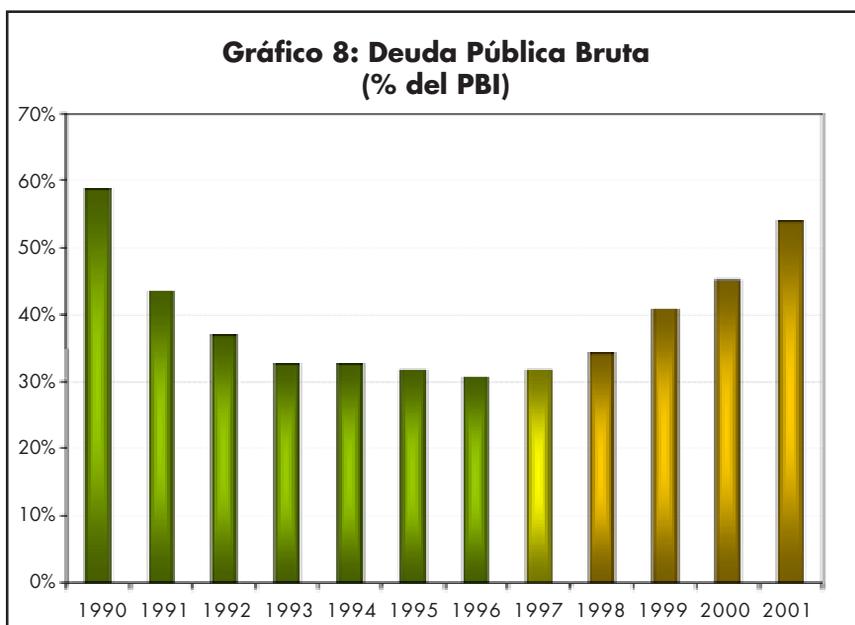
La interacción de todos esos factores (resultado fiscal primario, crecimiento del PIB, tasas reales de interés) y sus efectos sobre la deuda pública puede resumirse en un indicador conocido con el nombre de *resultado operacional* del sector público; cuando ese resultado operacional es negativo (déficit), la relación deuda-PIB sube mientras que dicha relación descende cuando el resultado operacional es positivo (superávit)<sup>18</sup>.



18 Nota técnica: el déficit operacional,  $d_t^*$ , se calcula a partir de la siguiente ecuación:

$$d_t^* = \frac{r-g}{1+g} \cdot b_{t-1} + d_t$$

donde  $r$  es la tasa real de interés,  $g$  es el ritmo del crecimiento del PIB en términos reales,  $b$  es la relación deuda - PIB y  $d$  es el déficit primario como porcentaje del PIB (los subíndices  $t$ ,  $t-1$ , hacen referencia a los períodos de tiempo). Nótese que siempre que la tasa real de interés ( $r$ ) supere al ritmo de crecimiento económico ( $g$ ), el primer sumando es positivo; en ese caso, para tener un resultado operacional nulo es necesario contar con un superávit primario ( $d_t$  debe ser negativo). Si el déficit operacional es nulo y asumiendo que no se recauda "impuesto inflacionario", la relación deuda-PIB permanece estable. Ver, por ejemplo, Talvi y Végh (1998).



Los gráficos 7 y 8 ilustran la evolución del déficit operacional en el período de análisis y su consiguiente correspondencia con la relación deuda-PIB. En los años de alta inflación en dólares, se obtuvo en realidad un superávit operacional que derivaba en una reducción de la relación deuda-PIB. A partir de 1998, pero sobre todo tras la devaluación brasileña de enero de 1999, las tasas de interés se volvieron fuertemente positivas, el resultado operacional fue deficitario (por ese hecho y porque además se observó un elevado déficit primario) y la relación deuda-PIB subió fuertemente.

En síntesis, la dinámica de la deuda pública, siendo una deuda completamente dolarizada, estaba muy dominada por lo que ocurriera con los precios en dólares. Es sabido que los planes de estabilización con ancla cambiaria (como los aplicados en toda la región) generan en una primera fase una suba de precios en dólares, que tiende a revertirse en una segunda fase. Durante esa primera fase, coincidente con shocks externos favorables (crecimiento económico en la región, bajas tasas de interés internacionales, etc.), la deuda pública bajaba en relación al producto y las finanzas públi-

cas parecían muy firmes<sup>19</sup>. Sin embargo, había un riesgo latente: un riesgo de que una devaluación fuerte en la región se tradujera en una devaluación fuerte en Uruguay y en un aumento de esa relación deuda-producto. Si bien se puede afirmar que ello no fue suficientemente percibido por los analistas durante la primera fase del plan de estabilización, esos riesgos sí se comenzaron a vislumbrar a partir de 1997 (cuando la economía brasileña comenzó a mostrar severos síntomas de fragilidad); tras la devaluación del real en enero de 1999, esos riesgos se hicieron sustancialmente más visibles. En lo que sigue y a la luz de ese contexto, se analiza la respuesta de la política fiscal a los shocks adversos que comenzaron a observarse en 1999.

### **3. La respuesta de la política fiscal a los shocks externos**

#### **3.1 El diagnóstico subyacente en la política económica**

En la sección anterior se comentó cómo había evolucionado la deuda pública en los años 90. En particular, a partir de 1999 (tras la devaluación en Brasil) correspondía proyectar una evolución creciente de la relación deuda-PIB en tanto el país había ingresado en un escenario de deflación en dólares (que reduciría el valor del PIB medido en esa moneda).

En ese marco, la respuesta de la política económica a la devaluación brasileña (y, en particular, de la política fiscal, que es la que nos ocupa) dependería de forma sustancial del diagnóstico que se realizara. En concreto, ¿cómo debía interpretarse la devaluación brasileña? ¿Se trataba de un “shock” *transitorio* o de un «shock» *duradero*?

Si se entendía que la economía uruguaya había sufrido un shock transitorio<sup>20</sup> entonces podía permitirse un deterioro de las cuentas públicas (que sería también transitorio). En términos más simples, si la caída de la actividad económica era de escasa entidad y la recuperación vendría pronto,

---

19 Este fenómeno no es más que la aplicación del concepto de fragilidad financiera utilizado en el Capítulo 3 por Licandro y Licandro, aplicado al sector público.

20 Numerosos comentarios de los integrantes del equipo económico en 1999 apuntaban en esa dirección: las propias proyecciones realizadas tras la devaluación del real consideraban que el shock sería de escasa entidad y los comentarios formulados señalaban que se observaría una rápida recuperación de la capacidad de competencia de nuestro país frente a Brasil y de la actividad económica.

entonces la pérdida de recaudación tributaria sería transitoria. Análogamente, si las relaciones de precios con Brasil se recomponían rápidamente (con una suba sustancial de la inflación en ese país), entonces nuestros precios en dólares no se verían mayormente afectados (y tampoco la relación deuda - PIB).

Por el contrario, si se entendía que la devaluación brasileña tendría efectos duraderos (es decir, que los precios en dólares en Brasil habían caído de forma duradera), entonces nuestro país ingresaría en un escenario de deflación en dólares, lo cual presionaría la relación deuda - PIB al alza. Adicionalmente, si se entendía que la relación de precios con Brasil se había deteriorado en forma duradera<sup>21</sup> el descenso de la recaudación tributaria observado en el transcurso de 1999 se revertiría de forma lenta. En síntesis, si se entendía que el país había sufrido un shock con efectos duraderos, la política fiscal debía ser muy cautelosa en relación a la magnitud del déficit fiscal<sup>22</sup>.

### **3.2 El comportamiento del gasto público, de la recaudación y del déficit fiscal (1999-2001)**

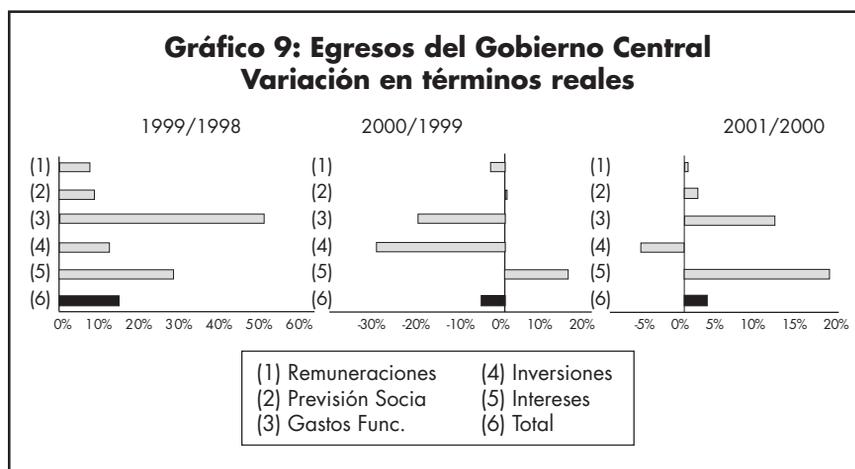
La respuesta de la política fiscal en 1999 y en los años siguientes se basó, de forma más o menos explícita, en el diagnóstico de que la devaluación del real era de carácter transitorio.

En el gráfico 9 se ilustra la variación en términos reales de los egresos del gobierno central para los tres años considerados. En 1999 los egresos del gobierno aumentaron más de 10%. Hubo un aumento en

---

21 El comportamiento de la relación de precios con Brasil también dependería de la política cambiaria que se siguiera en Uruguay. En tanto la estrategia oficial no contemplaba una mayor devaluación, el cambio en la relación de precios con Brasil sería duradero en tanto la inflación en Brasil no alcanzara a la devaluación del real. En cualquier caso, aún luego de la fuerte devaluación del peso uruguayo de 2002, en enero de 2003 la competitividad bilateral con Brasil era 15% más baja que la registrada en el bienio 1997-1998; en síntesis, la devaluación del real en 1999 (y las que le siguieron) alteraron de forma muy duradera la relación de precios entre ambos países.

22 Estas son consideraciones de carácter más o menos general. En aquel momento, no resultaba predecible (a juzgar por los análisis que realizaban los especialistas) que el país enfrentara un shock adverso como el de la aftosa, pero sobre todo no resultaba muy previsible que la economía argentina ingresara en una crisis de la magnitud observada en 2001 y 2002.



todos los componentes de ese gasto público pero los gastos de funcionamiento (que son claramente discrecionales) aumentaron más de 45% y las inversiones aumentaron más de 10%. Adviértase que también subieron los pagos de intereses de deuda pública, en consonancia con lo explicado en la sección 3.

En 2000, en cambio, se observó un recorte del gasto público de 5% en términos reales, pero que fue mayor si dejamos de lado la cuenta de intereses (la cual volvía a subir porque las tasas reales de interés eran cada vez más caras)<sup>23</sup>. Sin embargo, en 2001 hubo un nuevo incremento del gasto en términos reales, en buena medida explicado por los intereses pero también hubo un ligero aumento en las remuneraciones, un aumento en las transferencias a la seguridad social y un aumento importante, de más de 10%, en los gastos de funcionamiento.

En síntesis, el balance de esos tres años considerados muestra que en 2001 los gastos del gobierno central eran un 10% mayores a los de 1998,

23 De este modo, se puede observar que la dolarización de la deuda pública tiende a acentuar la prociclicidad de la política fiscal. En efecto, en momentos de recesión, el tipo de cambio real suele incrementarse (los precios en dólares bajan) mientras que en momentos de expansión tiende a bajar. Por eso, la dolarización de la deuda pública supone que el pago de intereses es más oneroso durante las recesiones. Eso, a su vez, determina que el gobierno deba realizar mayores esfuerzos de ajuste sobre los demás gastos durante los períodos recesivos.

con una particularidad significativa: se habían incrementado los gastos corrientes y había caído la inversión.

A su vez, esa expansión del gasto público fue acompañada por una fuerte caída de los ingresos tributarios (10% real entre 2001 y el máximo de 1998). Si bien la contracción de los ingresos obedeció a la persistencia y profundidad de la recesión, las medidas de política tributaria adoptadas fueron de signos contradictorios: hubo medidas tendientes a incrementar la recaudación (creación del COFIS, incremento de la tasa estadística a las importaciones) pero hubo también medidas de signo opuesto (reducción de aportes patronales a la seguridad social, reducción del alcance del Impuesto al Patrimonio, reducción de la contribución inmobiliaria rural con cargo a rentas generales)<sup>24</sup>.

En virtud del comportamiento de los ingresos y egresos del sector público, el déficit fiscal mostró un fuerte aumento en 1999, hasta alcanzar a un 4% del PIB. A pesar de los esfuerzos de ajuste, el déficit fiscal (medido en relación a un PIB en descenso) continuó siendo del orden del 4% del PIB (incluso en 2002).

Por último, corresponde advertir que la medición usual en términos del PIB contempla el déficit en relación al PIB del mismo año. Sin embargo, en la medida que el endeudamiento contraído para financiar esos desequilibrios se hizo en moneda extranjera, la magnitud de los mismos es muy superior si se contempla el PIB medido en dólares luego de la devaluación de 2002: el desequilibrio fiscal acumulado entre 1999 y 2001 (unos US\$ 2.400 millones) representó un 19% del PIB correspondiente a 2002 (US\$ 12.321 millones). Si bien esta medida del déficit cuenta con la información adicional de qué fue lo que ocurrió en 2002 (después de incurridos esos desequilibrios), proporciona una medida más cabal del costo para el Estado de esos déficits.

En síntesis, la respuesta de la política fiscal tras el shock que supuso la devaluación brasileña partió del diagnóstico más o menos explícito de que

---

24 Se podrá alegar que algunas de esas medidas procuraban actuar sobre el "lado de la oferta" (intentando atenuar algunas distorsiones en la asignación de recursos) con el fin de facilitar la salida de la recesión; no obstante, también suponían la renuncia a ingresos fiscales en un contexto de persistentes dificultades en la materia

ese shock era de carácter transitorio<sup>25</sup>. En particular, en 1999 se produjo un aumento sustancial del gasto público que no fue compensado en los primeros dos años de la nueva administración. De algún modo, la política fiscal (y el resto de la política económica, incluyendo la cambiaria) sobrestimó la velocidad de recuperación de la actividad económica y de la recaudación tributaria.

En relación al aumento del gasto observado en 1999, podría alegarse que la expansión fiscal pudo haber procurado atenuar los efectos recesivos de la devaluación brasileña. No obstante, en ese caso correspondería observar, sobre todo, un aumento de las inversiones (no de los gastos de funcionamiento). Obviamente, una explicación de la expansión fiscal de 1999 alternativa a la anterior podría apelar al «ciclo electoral», explicado en el apartado 2.4. Pero aún si la explicación asociada al «ciclo electoral» no resultara suficiente, de cualquier modo, la aplicación de una política fiscal expansiva tras la devaluación brasileña (es decir, de una política contracíclica) debía evaluarse en relación a la capacidad de financiar dicha política. En ese sentido, la evolución creciente del gasto público en los años 90 y la tendencia decreciente que correspondía proyectar para el PIB medido en dólares hacía difícil mantener por un tiempo prolongado un déficit fiscal significativo.

## **4. Sostenibilidad de la deuda pública y el acceso del Estado a los mercados de capitales**

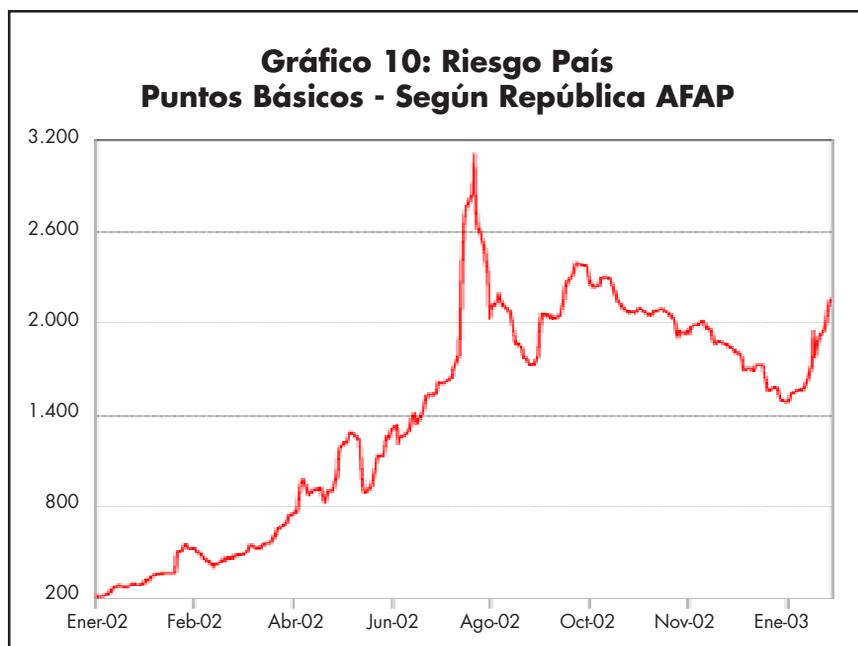
### **4.1 Riesgo país y acceso al crédito**

Tras la caída de la convertibilidad, Uruguay ingresó en un contexto de alta incertidumbre en 2002. El sistema bancario enfrentó una severa corrida contra sus depósitos, que comenzó básicamente con fuertes retiros de no residentes pero que meses más tarde se había propagado a los depositantes resi-

---

25 Por añadidura, la política económica supuso de forma más o menos explícita que las consecuencias adversas de la devaluación brasileña sobre la economía argentina también serían transitorias. Así, en el transcurso de 2001 se fue observando un progresivo deterioro del contexto macroeconómico argentino sin que mediaran modificaciones sustanciales en la política económica (fiscal y cambiaria) en nuestro país.

denes. Además, el riesgo país<sup>26</sup> inició una trayectoria creciente (a mediados de enero de 2002) para registrar un máximo de 3.000 puntos básicos en la semana del feriado bancario (fines de julio de 2002). Si bien luego se produjo un descenso, posteriormente el riesgo país permaneció en niveles elevados.



En ese contexto, ya en marzo del 2002 quedó claro que Uruguay no podía seguir contando con el crédito del sector privado. En concreto, el gobierno pretendió colocar una emisión de letras de tesorería de US\$ 10 millones y no hubo ofertas suficientes<sup>27</sup>. Más allá de lo anecdótico, con

26 El riesgo país es la diferencia entre el retorno que obtiene un inversor si compra un bono emitido por el gobierno del país (asumiendo que cobra el principal y los intereses) y una tasa "libre de riesgo" (el retorno de un título americano de igual plazo). Si el mercado desconfía de la capacidad de pago del país emisor, la cotización de los títulos de ese país baja porque quien los adquiere exige un mayor rendimiento; ese incremento del rendimiento se traduce en un mayor riesgo país (100 puntos básicos representan 1% más de tasa de retorno).

27 Y en febrero de 2002, la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's rebajó la calificación de Uruguay, removiendo el "grado de inversión"

niveles de riesgo país sustancialmente por encima de los 1.000 puntos básicos, se entiende que el deudor ha perdido el acceso al crédito<sup>28</sup>.

Sin acceso a los mercados privados de capitales, el gobierno debió recurrir de forma extraordinariamente intensa al apoyo de los organismos multilaterales de crédito (FMI, BM y BID): en marzo de 2002 utilizó la línea de crédito con el FMI que entonces estaba vigente y en abril firmó una nueva Carta Intención que le dio acceso a fondos adicionales, que se fueron incrementando fuertemente en sucesivas negociaciones (en junio y en agosto).

## 4.2 La sostenibilidad de la deuda pública

¿Por qué se cortó el crédito privado de forma tan abrupta, cuando tan solo unos meses atrás Uruguay era uno de los países de América Latina de menor riesgo soberano? Sin dudas, se pueden ensayar distintas explicaciones, desde aquellas que atribuyen una alta volatilidad a las percepciones y juicios de los agentes (que pueden cambiar de forma arbitraria) hasta aquellas que ponen el énfasis en factores más objetivos.

Sin perjuicio de que el primer tipo de explicaciones puede tener algún rol para explicar la evolución del riesgo país y de la oferta de crédito privado, se debe señalar que a comienzos de 2002 se advertían factores objetivos que hacían prever un deterioro sustantivo de la *solventia fiscal* (un aumento muy significativo de la relación deuda-PIB).

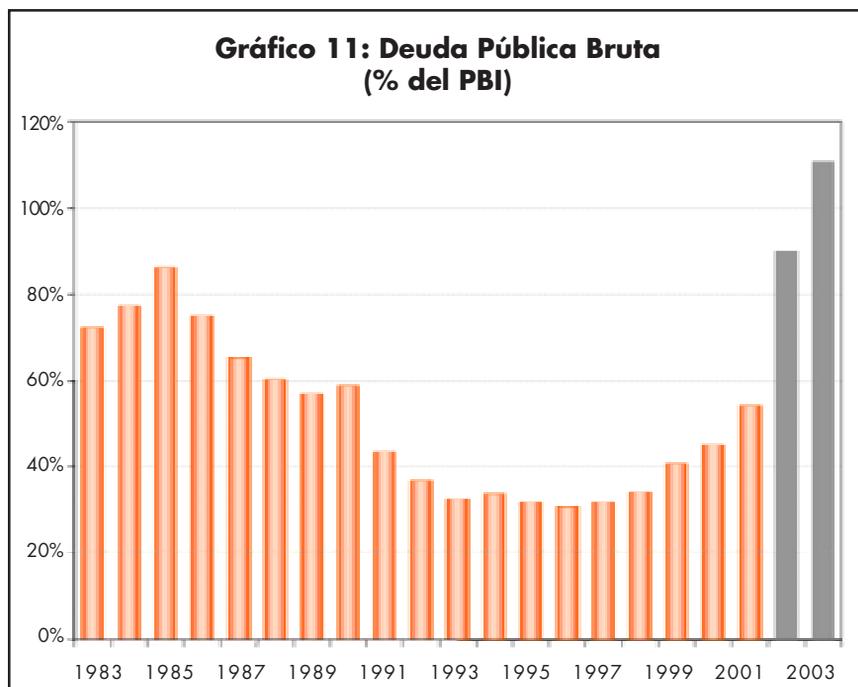
En efecto, el país se encontraba en medio de una larga recesión que, inevitablemente, se profundizaría en 2002 como consecuencia de la crisis argentina. El gobierno no había logrado reducir el déficit fiscal (que continuaba en torno de 4% del PIB), lo que determinaba que el Estado continuaría necesitando de fuertes emisiones netas de títulos públicos (en otros términos, el stock de deuda medido en dólares continuaba subiendo). Además, los precios relativos se encontraban, a todas luces, fuera de una situación de

---

28 Si bien es cierto que los acreedores suelen exigir tasas más altas cuanto mayor el riesgo del crédito, ese razonamiento tiene un límite: si el deudor tomara nuevos créditos a tasas muy elevadas entonces afectaría significativamente su capacidad de pago del endeudamiento; y, si así fuera, los acreedores no deberían dar los nuevos créditos (por su alta probabilidad de incumplimiento). Por esa razón, se entiende que con un riesgo país muy superior a los 1.000 puntos básicos, los acreedores no darán nuevos créditos.

equilibrio luego de la devaluación en Argentina. Por lo tanto, era previsible que, más tarde o más temprano, se produjera una fuerte reducción de los precios internos (y del PIB) medidos en dólares.

En síntesis, varios factores objetivos permitían anticipar un incremento extraordinariamente importante de la relación deuda pública - PIB para 2002 (y probablemente para 2003), que ya se había duplicado entre 1999 y 2001. Como se ilustra en el gráfico, se previó que la deuda pública supere el 100% del PIB en 2003, lo que supondría un nivel de endeudamiento inclusive mayor al máximo observado tras el quiebre de la "tablita" en 1982.



Además del deterioro previsible de los indicadores habituales de solvencia (el análisis aquí se ha centrado en la relación deuda-PIB, pero también se incrementó la relación intereses sobre ingresos fiscales), los mercados anticipaban también un aumento extraordinario del servicio de la deuda (pago de intereses y amortizaciones), particularmente en 2003 debido a la fuerte concentración de vencimientos de títulos públicos.

En ese marco, los valores de mercado de los títulos públicos incorporaron un fuerte descuento; o, en términos más simples, cayeron muy por debajo de la par, en tanto los agentes asignaban una probabilidad elevada a que el gobierno se viera finalmente obligado a promover alguna reestructuración de la deuda con pérdidas para los inversores, lo que finalmente fue confirmado oficialmente en marzo<sup>29</sup>.

Para ilustrar la magnitud del problema de endeudamiento que afecta al sector público, se presentan los resultados de una simulación del comportamiento de la relación deuda-PIB para un período de diez años (2003-2013). La simulación fue realizada antes de que se conociera la propuesta de canje formulada por el gobierno. En concreto, a partir de algunos supuestos "razonables" (aunque por cierto debatibles) de crecimiento del PIB (2,5% acumulativo anual en términos reales a partir de 2004) y de incremento de los precios internos medidos en dólares (4% anual a partir de 2004, algo mayor a la inflación internacional) se simuló la evolución de la deuda pública en función de dos hipótesis de superávit fiscal primario (un superávit de solamente 2% del PIB y un superávit de 4% del PIB). Como se advierte en el gráfico, la deuda pública bajaría en forma muy lenta si durante todo el período considerado el superávit primario alcanzara de forma sistemática a solamente un 2% del PIB (la deuda bajaría solamente hasta 90% del PIB y tendería a estabilizarse en ese elevado nivel). Para que la deuda pública presente una trayectoria descendente más pronunciada y sistemática, las simulaciones muestran que sería necesario mantener un superávit primario en torno de 4% del PIB<sup>30</sup>.

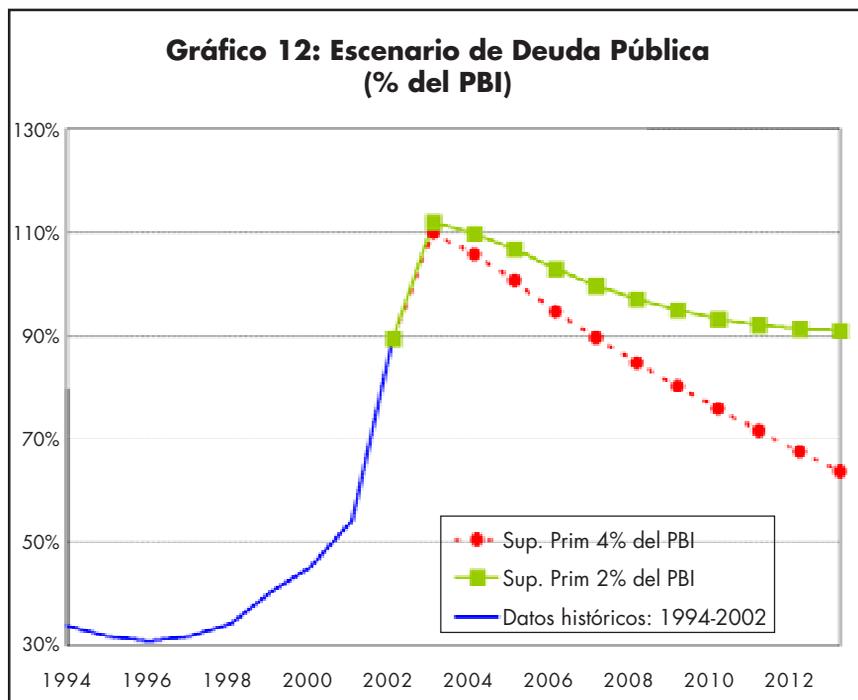
No obstante lo anterior, si el canje resultara exitoso y extendiera suficientemente los plazos de financiamiento del sector público a las tasas propuestas en la oferta del gobierno, un superávit primario del orden del 3% del PIB quizás podría generar una trayectoria claramente descendente de la

---

29 Este trabajo fue terminado durante el período de dos meses del que disponían los inversores para decidir su adhesión al canje.

30 Se asumió también que el gobierno no tendría mayor margen para financiar el déficit fiscal con emisión, en virtud del escaso tamaño que tiene en la actualidad la base monetaria. En cualquier caso, se debe señalar que las simulaciones muestran una alta sensibilidad a la inflación en dólares, por lo cual las simulaciones deben estar, inevitablemente, sometidas a debate.

deuda pública (aunque el ritmo de descenso podría resultar algo leve). En cambio, difícilmente se observaría una reducción importante de la deuda pública si el superávit primario fuese menor a 3% del PIB.

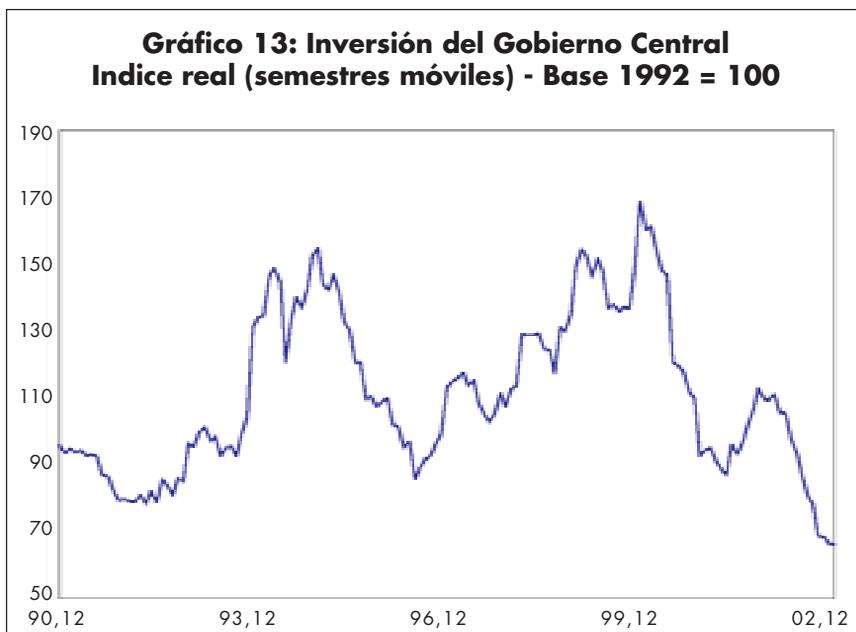


Se concluye entonces que será necesario mantener una política fiscal extremadamente restrictiva por un período extraordinariamente prolongado para hacer frente al endeudamiento público.

En el transcurso de 2002 se produjo una fuerte reducción del gasto público, tanto por la implementación de recortes discrecionales (sobre la inversión y sobre los gastos de funcionamiento) pero fundamentalmente por el aumento de la inflación (que licuó el valor real de los salarios y pasividades). Esa tendencia seguramente se mantendrá en 2003, a partir de lo cual el gobierno prevé alcanzar un superávit primario de 3% del PIB.

No obstante, aún si en 2003 el gobierno obtuviera ese superávit primario, cabría preguntarse hasta qué punto se trataría de un resultado permanente. En efecto, la reducción del gasto público está operando a través de una fuerte

caída de las inversiones y de los salarios y pasividades en términos reales. Como se observa en el gráfico 13, la inversión pública (gobierno central) se encuentra en niveles extraordinariamente bajos, lo que (de mantenerse) podría afectar la capacidad de crecimiento de la economía a mediano plazo (tornando optimista la simulación anterior). En el gráfico 14, en tanto, se ilustra la evolución de los salarios públicos, que en términos reales cayeron fuertemente en 2002 (y que, probablemente, descenderán nuevamente en 2003).

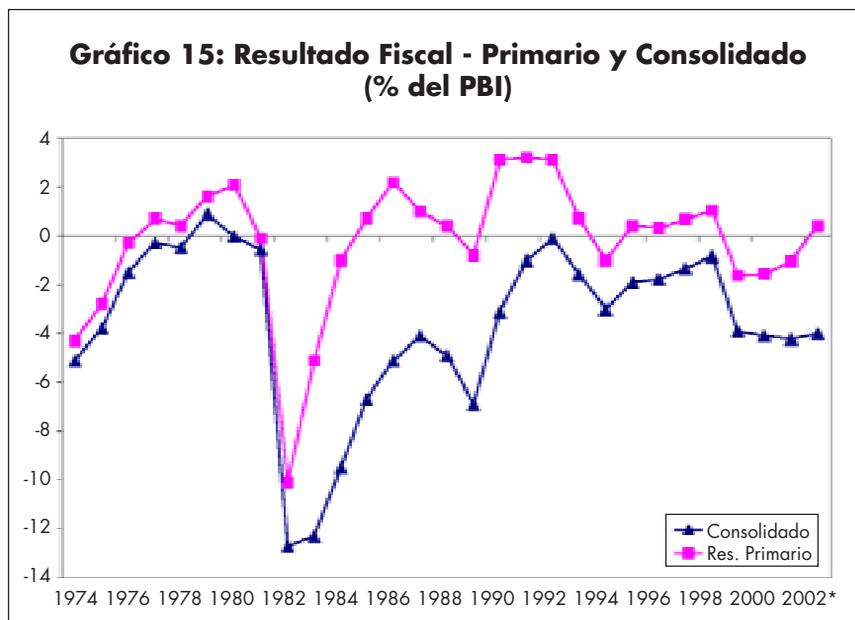


En virtud de lo anterior, y aún cuando el gobierno logre extender los plazos de su endeudamiento, los anuncios de que Uruguay podrá hacer frente al pago de intereses (que será por varios años del orden de 5% a 6% del PIB) pueden carecer de suficiente credibilidad en los mercados, en tanto el esfuerzo fiscal ha recaído en una sustancial reducción de la inversión (que podría comprometer el ritmo de expansión de mediano plazo) y en una fuerte contracción de las pasividades y salarios públicos, lo que podría revertirse, al menos parcialmente, en el futuro (ya en 2004 habrá elecciones). Por último, para que la deuda pública retorne a una senda claramente descendente es necesario que por un período prolongado, el Estado obten-



ga un superávit primario no menor a 3% del PIB. Se trataría, sin dudas, de un esfuerzo fiscal muy importante, que no tiene precedentes por lo menos en los últimos 25 años. A ese respecto, el gráfico 15 ilustra el comportamiento del resultado fiscal primario desde 1974 a 2001; solamente en algunos años aislados se observó un superávit primario del orden de 3% del PIB. Cuando los pagos de intereses constituían una alta fracción del PIB (como sucedió en los años 80 tras la devaluación de 1982), el resultado primario fue superavitario pero mostró oscilaciones importantes sin alcanzar de manera sistemática a 3% del PIB. En consecuencia, el sector público incurrió en fuertes déficits fiscales (computando intereses) que derivaron en niveles de inflación extremadamente elevados<sup>31</sup>.

31 En la actualidad, las posibilidades de una "salida inflacionaria" como la de los años 80 se encuentran mucho más acotadas. En efecto, la base monetaria se ha reducido sustancialmente en relación al PIB (pasando de 9% en 1983 a 4% en 2002); ello implica que un mismo desequilibrio fiscal financiado con emisión monetaria generaría ahora niveles de inflación mucho más altos que los registrados en los años 80 (que ya eran muy altos).



## 5. Conclusiones

### 5.1 Síntesis de los resultados presentados

En el presente trabajo se analizó el comportamiento de las finanzas públicas durante un prolongado período (1990-2002). Durante ese lapso, la economía uruguaya transitó, primero, por una fase de fuerte expansión (hasta 1998, con la breve recesión del “efecto tequila”) y, luego, por un período extraordinariamente recesivo (tanto por su duración como por la profundidad de la caída del PIB).

Durante ese extenso lapso, la política fiscal fue extremadamente procíclica; expansiva durante los momentos de crecimiento económico y (forzosamente) contractiva en momentos de recesión. Esa prociclicidad de la política fiscal supone la pérdida de un instrumento de estabilización macroeconómica que permita atenuar las fluctuaciones del nivel de actividad y del empleo a lo largo de los ciclos económicos, con los consiguientes efectos adversos sobre el bienestar general.

Además del carácter procíclico de la política fiscal, corresponde advertir también la trayectoria fuertemente expansiva del gasto público en tér-

minos reales y en relación al PIB que se observó hasta 2001. Es claro que la reforma constitucional de 1989 impuso una restricción importante en el manejo del costo de la seguridad social. Sin embargo, los gastos discrecionales subieron fuertemente en términos reales, sobre todo cuando la presión de la seguridad social se hizo más suave y dejó más «grados de libertad» a la política fiscal. Esa tendencia creciente del gasto público impuso restricciones significativas al manejo macroeconómico, en tanto que se entiende, en términos generales, que promover un recorte sustantivo del gasto público afecta «derechos adquiridos» (por ejemplo, por parte de los trabajadores que vieron incrementadas sus remuneraciones). De forma análoga, el ciclo electoral es una restricción adicional que se le impone al manejo macroeconómico de corto plazo.

En términos de la respuesta de la política fiscal a los shocks recibidos a partir de 1999, se concluye, en primer término, que la misma subestimó la duración de los shocks, que se asumieron como transitorios. El aumento del gasto público en 1999 (y el observado también en 2001) no era sostenible a largo plazo. En segundo término, en 1999 el país ingresó en un escenario de caída de los precios en dólares que, previsiblemente, duraría algunos años. Así, comenzó a hacerse cada vez más notorio que había una inconsistencia entre la política fiscal y el objetivo de largo plazo de tener una inflación baja (para lo cual una condición imprescindible es el mantenimiento de la solvencia fiscal). Inicialmente los desequilibrios fiscales se financiaron con un aumento del endeudamiento, que se asumía como transitorio; agotadas las fuentes de financiamiento, las opciones de política económica que se le presentaban al gobierno contemplaban, necesariamente, un incremento sustantivo de la inflación y/o alguna reestructuración de la deuda pública.

En relación a la sostenibilidad de la deuda pública (a la capacidad del Estado de hacer frente a esas obligaciones), el Estado deberá realizar un extraordinario esfuerzo fiscal, obteniendo de forma sistemática y por varios años, un superávit primario no menor a 3% del PIB (algo que no tiene antecedentes en los últimos 25 años). La magnitud de ese necesario esfuerzo constituye un elemento objetivo de sustento de las dudas que los mercados reflejan acerca de la sostenibilidad de la deuda pública. Además, aún si el gobierno lograra conseguir ese abultado superávit primario en 2003, gracias al efecto de la inflación sobre los salarios y las pasividades, ese resultado no debería asumirse automáticamente como una situación de "equi-

librio". En efecto, en la medida que esa solución se basa en una fuerte caída del salario real y de las pasividades, podría pensarse que, terminado el período recesivo y acercándose el año electoral, surgirán reclamos en favor de una recuperación de salarios y pasividades. En ese marco, los anuncios de que Uruguay hará frente a sus obligaciones financieras podrían carecer de la credibilidad necesaria en los mercados, en tanto no se han procesado reformas estructurales que den razonables garantías de que la reducción del gasto público será duradera.

En resumen, la sostenibilidad fiscal es una condición imprescindible para la estabilidad macroeconómica; las políticas fiscales contracíclicas son importantes para suavizar los ciclos económicos pero deben ser aplicadas no sólo en los momentos recesivos sino también en los períodos de expansión. A su vez, la solvencia fiscal es una condición imprescindible para el mantenimiento de bajos niveles de inflación en el largo plazo y para conservar el acceso al crédito: sin acceso al crédito no hay inversión y con altos niveles de inflación no se puede lograr una asignación eficiente de los recursos. Por lo tanto, sin solvencia fiscal es imposible alcanzar tasas de crecimiento a largo plazo que resulten satisfactorias.

## **5.2 La influencia de la situación fiscal en la crisis de 2002**

Además de esas consideraciones de carácter general, en 2002 asistimos a un episodio de inestabilidad financiera con masivos retiros de depósitos que no tiene precedentes en la historia reciente del país. Ese episodio no puede analizarse sin contemplar el sobre-endeudamiento del sector público y su incapacidad para acceder a los mercados de capitales. En concreto, con una economía que atravesaba su cuarto año de recesión, con un sector público fuertemente endeudado y sin acceso al crédito privado, el anuncio de que el Estado respaldaría todos los depósitos en el sistema bancario no resultaba creíble para muchos agentes. Si bien por muchos años había predominado en el país la visión de que el Estado constituía un garante natural de todo el sistema bancario, en las condiciones fiscales de 2002 resultaba claro que el Estado no podría cubrir los problemas de liquidez del sistema bancario (no podría dar asistencia financiera a los bancos en una magnitud suficiente para atender todos los retiros de depósitos en moneda extranjera que se estaban observando), puesto que no contaba con acceso al crédito en moneda extranjera (y, obviamente, no puede emitir dólares).

Por la misma razón, el Estado tampoco podría cubrir eventuales problemas de solvencia de las instituciones, es decir, problemas de recuperación de carteras de crédito (a agentes residentes con ingresos en pesos y deudas a pagar en dólares o a deudores regionales, típicamente argentinos).

En suma, el anuncio de que el Estado respaldaría suficientemente al sistema bancario y que, por tanto, no era «necesario» que los depositantes retiraran su dinero, no resultaba creíble por los agentes, dado el fuerte endeudamiento del Estado y su incapacidad para acceder a nuevos créditos que permitieran cumplir ese anuncio. Así, y aunque la crisis bancaria de 2002 tiene múltiples explicaciones (comenzando por el «contagio» de la crisis argentina), la debilidad de las finanzas públicas constituyó un claro impedimento para ensayar una estrategia que con éxito evitara el desenlace conocido. Desde esa perspectiva, la fragilidad de las finanzas públicas constituyó un elemento importante de la crisis bancaria de 2002.

Como advertencia final, el presente trabajo procuró ilustrar la importancia de la solvencia fiscal como condición necesaria (aunque no suficiente) para la estabilidad macroeconómica. No obstante, las explicaciones de la crisis que ha vivido nuestro país no deberían reducirse al manejo de las finanzas públicas. La dolarización de la economía, por ejemplo, constituye un elemento clave para comprender la magnitud de la crisis: si el sistema bancario se encuentra dolarizado y si la deuda pública se encuentra dolarizada, entonces la economía deberá procesar ajustes traumáticos toda vez que los shocks externos determinen un aumento inevitable del tipo de cambio real (cuando eso sucede, quienes asumieron deudas en moneda extranjera sufren un repentino empobrecimiento). En este trabajo se puso énfasis en cómo el valor de la relación deuda pública - PIB se vio fuertemente afectada por el comportamiento del tipo de cambio real a lo largo de todo el período de estudio; en pocas palabras, la dolarización de la deuda pública supone una alta vulnerabilidad de las finanzas públicas a la ocurrencia de shocks externos que modifiquen el tipo de cambio real de equilibrio. También corresponde señalar que la inexistencia de redes adecuadas de seguridad para el sistema bancario es otro elemento clave para la explicación de la crisis económica de 2002, no sólo por sus consecuencias en la solidez del sistema bancario sino porque la ausencia de esas redes de seguridad impone contingencias en las finanzas públicas que no pueden ser asumidas por la política fiscal. Por último, el manejo de la política cambiaria

fue demasiado rígido, postergando demasiado tiempo una inevitable corrección de precios relativos, probablemente debido al temor de una devaluación en el contexto de un sistema bancario dolarizado sin redes sólidas de seguridad <sup>32</sup>.

En definitiva, si bien la crisis del año 2002 tuvo como ingrediente destacado el "contagio" de la crisis argentina, se debe subrayar también que la economía uruguaya se encontraba en una posición extraordinariamente vulnerable para enfrentar ese shock adverso. Esa vulnerabilidad parece un hecho insoslayable, que marcaba una diferencia sustantiva en relación a anteriores episodios de crisis en Argentina; en 1990, por ejemplo, Argentina implementó el llamado Plan Bonex, con fuertes pérdidas para los depositantes, y ello no se tradujo en una corrida bancaria en nuestro país como la observada durante la primera mitad de 2002.

Una política fiscal más prudente en los años de expansión, una respuesta fiscal más estricta a partir de 1999 (probablemente con una mayor devaluación de la moneda nacional), una menor dolarización de la deuda pública y del sistema bancario y redes de seguridad para este último más sólidas habrían, si no evitado la crisis, al menos proporcionado mayor margen para contenerla.

### 5.3 Comentarios finales

A modo de reflexiones finales, la experiencia de los últimos 12 años plantea la necesidad de mejorar el proceso de toma de decisiones en torno de la política fiscal, de modo de mitigar el tipo de inconsistencias observadas en el pasado: fuerte expansión del gasto en los momentos de crecimiento

---

32 En el contexto post devaluación brasileña (enero de 1999), se presentaban dos estrategias alternativas para corregir los problemas de competitividad: una devaluación "rápida" (eventualmente en escalón) o un proceso "gradual". La primera estrategia podía permitir una pronta recomposición de la competitividad pero se entendía que sometía al sistema bancario a un mayor riesgo; la segunda estrategia descansaba en una visión, a la postre optimista, sobre la capacidad de recuperación de la economía argentina. Con el progresivo agravamiento de la crisis argentina en 2001, aparecían indicios cada vez más fuertes de que la estrategia "gradualista" fracasaría. Procesada la devaluación del peso argentino en enero de 2002, el gobierno uruguayo tardó demasiado en reconocer la inevitabilidad de un cambio "en escalón" de los precios relativos en nuestro país

to económico, ciclo electoral, insuficiencia de los esfuerzos de ajuste y prociclicidad de los mismos, sobre-endeudamiento del Estado y excesiva dolarización de la deuda pública. Las posibles soluciones a esa problemática son, por cierto, complejas y debatibles. Al respecto, habrá quienes promuevan una fuerte reducción de la discrecionalidad de la política fiscal, estableciendo distintos tipos de restricciones y fórmulas que condicionen las decisiones del gobierno (Poder Ejecutivo y Poder Legislativo). Otros, en cambio, procurarán preservar una elevada discrecionalidad a la política fiscal<sup>33</sup>.

Pero cualquiera sea el enfoque que se adopte, parece conveniente establecer un marco más explícito para la definición y evaluación de la política fiscal, que estipule algunos principios de administración fiscal y que establezca requisitos más exigentes en materia de información sobre las cuentas públicas<sup>34</sup>.

En relación a los posibles principios de administración fiscal, que no tendrían que establecer necesariamente rígidas metas, se podrían incluir:

- (i) Fijación de un objetivo de bajo endeudamiento público a largo plazo<sup>35</sup>, que requeriría el mantenimiento de resultados primarios superavitarios en tanto la deuda pública exceda ese objetivo (aunque reservándole al gobierno ciertos grados de libertad para establecer la magnitud de ese superávit primario, siempre que la deuda pública muestre una trayectoria declinante en relación al PIB);

---

33 En definitiva, existe un amplio conjunto de problemas de política económica que pueden atenderse desde una perspectiva en favor de "reglas" precisas o desde una perspectiva que le otorgue al gobierno una mayor "discrecionalidad". Las ventajas e inconvenientes de cada enfoque es materia ampliamente discutida en la literatura económica.

34 Los comentarios que siguen se inspiran en el caso de Nueva Zelanda, según lo explicado en Jansen (2001). Nueva Zelanda ha sido uno de los países pioneros en establecer una serie de principios de responsabilidad fiscal y de obligaciones de reporte del gobierno al parlamento y al sector privado, en el marco de una amplia reforma en la gestión del sector público. Aún sin establecer límites rígidos a la discrecionalidad de la política fiscal, en los últimos diez años Nueva Zelanda logró mejorar sustancialmente la solvencia del sector público

35 La elección de ese objetivo de endeudamiento a largo plazo constituiría un aspecto central del nuevo marco y, obviamente, estaría sujeta a considerables debates. A modo ilustrativo, no obstante, se puede señalar que Nueva Zelanda se fijó un objetivo de endeudamiento público muy bajo, del orden del 20% del PIB.

- (ii) Fijación de algunos criterios que atenúen la tendencia frecuente a procesar los ajustes de gastos a través de la inversión pública. Para ello, podría limitarse el déficit fiscal nominal (luego del pago de intereses) a un monto no mayor al de inversión pública (ello operaría como una suerte de “regla de oro” por la cual el gobierno sólo podría emitir nueva deuda pública para financiar inversiones<sup>36</sup>);
- (iii) Seguimiento de una cuidadosa administración de riesgos, procurando evitar la concentración de vencimientos de la deuda (como ocurrió en 2003) y una excesiva dolarización de la misma.

En lo que respecta a los requerimientos de información, ese nuevo marco debería contemplar, al menos, la elaboración periódica, por parte del gobierno, de informes de proyecciones de corto y mediano plazo sobre los principales agregados fiscales: resultado nominal, resultado primario, resultado operacional, nivel y composición por moneda de la deuda pública, inversión pública, gastos discrecionales y no discrecionales. Asimismo y atendiendo los principios de administración fiscal acordados, el gobierno debería establecer objetivos para esos agregados tanto en el corto plazo como en el mediano y largo plazo, de forma que los desvíos de corto plazo sean corregidos en los períodos sucesivos para asegurar el cumplimiento de los objetivos de mediano plazo.

En ese contexto, la discusión presupuestal tendería a centrarse fundamentalmente en la asignación del gasto (en su composición o distribución) y en la composición de la recaudación tributaria, pero esa discusión debería respetar los objetivos fiscales adoptados, necesariamente, en forma previa.

Si bien este tipo de modificaciones en el proceso de definición de la política fiscal no garantizarían automáticamente un mejor desempeño de la misma, seguramente contribuirían a una discusión más explícita sobre los dilemas y riesgos involucrados en la toma de decisiones.

---

36 De hecho, esa “regla de oro” es seguida en el Reino Unido. No obstante, para que esa regla pueda aplicarse es necesario contar con definiciones muy precisas del concepto de inversión (básicamente inversión en activos fijos).

## Referencias bibliográficas del capítulo

- Aboal, Diego; Moraes, Juan Andrés; Lorenzo, Fernando y Oddone, Gabriel (2003):** "La Economía Política de los Déficit Fiscales en Uruguay", a ser publicado en *Economía Política en Uruguay. Instituciones y Actores Políticos en el Proceso Económico*. Diego Aboal y Juan Andrés Moraes, eds.
- Blanchard, Olivier (1990):** "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators", Working paper, OECD.
- Borchardt, Michael; Rial, Isabel, y Sarmiento, Adolfo (1998):** "Sostenibilidad de la Política Fiscal en Uruguay", Banco Interamericano de Desarrollo, Oficina del Economista Jefe, Documento de trabajo R-320.
- Janssen, John (2001):** "New Zealand's Fiscal Policy Framework: Experience and Evolution". New Zealand Treasury Working Paper N° 25.
- Maillhos, Jorge y Sosa, Sebastián (2000):** "El Comportamiento Cíclico de la Política Fiscal en Uruguay". Documento de trabajo de CERES.
- Noya, Nelson; Lorenzo, Fernando y Grau-Pérez, Carlos (1998):** "Determinantes del Ahorro Interno en Uruguay", Banco Interamericano de Desarrollo, Oficina del Economista Jefe, Documento de trabajo R-323.
- Rial, Isabel (1995a):** "El saldo presupuestario ajustado por el ciclo: una estimación", *Revista de Economía del BCU* vol. 2, N° 1.
- Rial, Isabel (1995b):** "La política fiscal en el Uruguay: indicadores de orientación discrecional 1983 a 1993", *Revista de Economía del BCU* vol. 2, N° 1.
- Salter, W. E. (1959):** "Internal and external Balance: The Role of Prices and Expenditure Effects", *Economic Record*, Volumen 35, N° 71.
- Swan, T. (1960):** "Economic Control in a Dependent Economy", *Economic Record* (1960).
- Talvi, Ernesto y Végh, Carlos (1998):** "Fiscal Policy Sustainability: A Basic Framework", CERES, Uruguay.



Se terminó de imprimir en el mes de abril de 2004  
en los talleres gráficos de CBA  
Juan Carlos Gómez 1439, tel. 915 72 31  
Montevideo - Uruguay

Depósito Legal 330.783

Comisión de Papel  
Edición amparada al Decreto 218/96