

REVISTA DE ECONOMIA

Segunda Epoca

Volumen VII

Número 1

Mayo 2000

Conferencias sobre convergencia, moneda única y dolarización

La viabilidad de una moneda única para MERCOSUR y Chile <i>Carlos Massad</i>	5
Regímenes cambiarios y política monetaria <i>Pedro Pou</i>	13
Convergencia, moneda única y dolarización <i>Ernesto Stein</i>	23

Artículos

Una propuesta para hacer explícito un fondo de garantía para el sistema bancario uruguayo <i>Mario Bergara - José A. Licandro</i>	37
La intramensualidad de la liquidez y el mercado de cambios en el Uruguay <i>Michael Borhardt - Ana Ibarra</i>	75
La tercerización en el sistema bancario uruguayo: un enfoque institucional <i>Hugo Libonatti</i>	151

LA VIABILIDAD DE UNA MONEDA UNICA PARA MERCOSUR Y CHILE

CARLOS MASSAD

Pedro y yo estudiamos en Chicago y en este tema vamos a salir con conclusiones diferentes, lo que demuestra que los instrumentos que nos entrega Chicago son más flexibles que los tipos de cambio.

El ambiente financiero ha cambiado notablemente en los años 90. La oferta de capitales externos a los países de América Latina se ha multiplicado 8 veces desde 1985 a 1997. La composición también se ha modificado fundamentalmente. Mientras que a principios de los años 80, el grueso del flujo de capitales a Latinoamérica era en forma de deuda, hacia 1997 la inversión en patrimonio -directa y de cartera- alcanzó a representar el 80% del flujo total.

Por otro parte, la demanda por capital externo en América Latina ha crecido correspondientemente. Los procesos de estabilización macroeconómica y de reforma estructural implementados por muchos países han mejorado notablemente la rentabilidad y reducido el riesgo de inversión de diversa índole. En parte como reacción a la demanda de capitales externos, muchos gobiernos latinoamericanos han liberalizado no solo el comercio internacional, sino también las transacciones propias de las cuentas de capital. Según los índices de liberalización en mercados internacionales publicado por el Fondo Monetario Internacional en su publicación Exchange Rate Arrangements las restricciones a operaciones en dichos mercados se han reducido en una tercera parte desde 1985 a 1997.

El nuevo ambiente financiero internacional del que participan también los países nuestros ofrece singulares oportunidades de integración y desarrollo. Sin embargo también presenta desafíos nuevos. El actual ambiente financiero internacional es menos controlado, más activo, más sofisticado, pero también más volátil que hace una década. Frente a este contexto internacional, es necesario que cada país, primero haga un esfuerzo

por flexibilizar todos sus mercados, particularmente el mercado laboral y segundo, diseñe una arquitectura financiera que sea capaz de minimizar los efectos de turbulencias no deseadas sobre la economía del país y al mismo tiempo permita disfrutar de las ventajas de la integración.

Uno de los elementos centrales de la arquitectura financiera el país y uno de los que se han visto más cuestionados y desafiados es el régimen cambiario adoptado por la autoridad económica. Los esquemas cambiarios intermedios, como por ejemplo el de tipo de cambio fijo pero ajustable, el de flotación sucia o manejada y el de bandas ajustables se han visto casi invariablemente expuestos a severos ataques especulativos. Estos ataques han terminado por romper la paridad o bien han provocado fuertes cotos reales en la economía doméstica. Sobre esto hay muchísimos trabajos recientes de Eichengreen del 97, Posen del 97, Stein Talvi y Panizza y Márquez del 99.

En cierta manera, no debiéramos extrañarnos de los problemas sufridos por los esquemas cambiarios intermedios; ellos fueron concebidos para servir de transición en el proceso de liberalización externa. Los regímenes cambiarios intermedios cumplieron un importante rol en el contexto financiero pasado. Ahora en un nuevo contexto los caminos a seguir parecen ser dos: la libre flotación de la moneda sin intervención de la autoridad, o el tipo de cambio fijo en un área relevante, cuyo caso extremo es el de moneda única.

Algunas consideraciones analíticas pueden guiar a la autoridad monetaria en la difícilísima elección del régimen cambiario. Como el tema de esta reunión es el de la viabilidad de moneda única de tipo de cambio fijo, tocaré primero los beneficios de ésta, luego sus costos y finalmente su viabilidad en el Mercosur.

Los beneficios atribuidos a la creación de una unión monetaria son similares a los que se obtienen en teoría con un tipo de cambio fijo. Hay sin embargo una diferencia importante que ya se ha destacado aquí reiteradamente, en el caso de la unión monetaria la credibilidad del tipo de cambio fijo dentro de la unión deja de ser un problema importante, dado que al asumir una moneda única se hace un compromiso irreversible o de altísimo costo de abandono.

El mayor beneficio de un tipo de cambio fijo es la eliminación del riesgo cambiario dentro de la unión monetaria. SI el nivel de comercio y los flujos financieros entre los países de la unión monetaria son sustanciales, la eliminación del riesgo cambiario entre dichos países podría representar un beneficio considerable. Adicionalmente, si estos países adoptan la moneda de un socio comercial común e importante, tal como el dolar o el euro, la eliminación del riesgo cambiario podría beneficiar la mayoría de las relaciones comerciales y financieras de los países de la unión. Ello asociado a menores costos de transacción por el hecho de no tener que realizar transformaciones de moneda, facilitaría el comercio, tendría efectos beneficiosos sobre el producto.

Sin embargo, no conviene exagerar la importancia de la eliminación del riesgo cambiario. Con la profundidad y diversidad de los mercados financieros actuales, el riesgo cambiario es, como otros tipos de riesgo susceptible de diversificación y reducción significativa por parte de los agentes económicos más afectados, a saber, las empresas de comercio internacional en bienes y servicios y las instituciones financieras y empresas con lazos financieros en el exterior. Para el caso de la Unión Monetaria Europea, Krugman en el año 98 estima que los potenciales beneficios de la eliminación del riesgo cambiario son muy modestos en términos de producto.

Un segundo beneficio de contar con una moneda única sería la disminución de la inflación en los países miembros de la unión. Paradójicamente este beneficio se lograría al renunciar al ejercicio de la política monetaria en el país. Según este argumento, la disminución de la inflación se lograría en la medida en que los países con un manejo fiscal y monetario irresponsable o débil entreguen la conducción de su política monetaria a una autoridad fuerte y conservadora. Por supuesto este beneficio se concretaría solamente si la unión monetaria incluye un país con autoridades monetarias muy adversas a la inflación como Estados Unidos o Alemania. Nada se ganaría en este respecto asociándose con países con una historia de manejo fiscal y monetario cuestionable. Aunque potencialmente importante para algunos países de la región este beneficio es menor para países con disciplina monetaria y control de la inflación bien establecidos.

El tercer mérito que se le atribuye al empleo de una moneda única consistiría en que el tipo de cambio fijo, implícito en la moneda única crea

un incentivo fuerte para la flexibilización del mercado laboral y del nivel de precios domésticos. Aunque en teoría tales incentivos son fuertes, la experiencia de países que han adoptado tipos de cambio fijos e inclusive cajas de convertibilidad, nos indica que los mercados laborales son resistentes a dichas fuerzas de cambio. Por ejemplo, Argentina, en teoría, debería tener los mercados laborales más flexibles de América Latina salvo Panamá ya que desde hace 9 años cuenta con un sistema de caja de convertibilidad, cuya credibilidad está hoy día bien establecida. En la práctica, sin embargo, todavía falta mucho para tener mercados laborales flexibles pese al esfuerzo realizados para reformarlos.

Veamos ahora los costos que se atribuyen a la creación de un área monetaria regional. El mayor argumento en contra de una moneda única es el que aquí ya se ha mencionado que se deriva del concepto de área monetaria óptima. Hemos mencionado a Bob Mundell y este concepto tantas veces que eso señala cuán justificado ha sido el concederle el Premio Nobel este año. Estos criterios de área monetaria óptima fueron desarrollados originalmente por Mundell en el 61, por McKinnon en el 63 y reactualizados por Frankel en el 99 y varios otros autores. Este argumento se puede resumir de la siguiente manera: frente a shocks idiosincrásicos o propios de origen doméstico o externo, un régimen de tipo de cambio fijo priva al país de la posibilidad de realizar el ajuste necesario vía cambios en el precio de las divisas externas, o a través de una política monetaria apropiada. Si el nivel de precios del país es poco flexible, sus precios relativos, en particular los salarios son relativamente rígidos en términos nominales, el ajuste requerido por el shock sufrido no podrá completarse vía salarios y precios domésticos sino a través de una caída del empleo, de trabajo y de capital. Demás está decir que tal ajuste tiene un alto costo en términos de bienestar social si el capital y el trabajo desempleados no pueden movilizarse fácilmente a otras economías, que sería la salida natural en una unión económica. De haber tenido un tipo de cambio nominal flexible, ajustes apropiados en el precio de las divisas externas habrían remediado, al menos parcialmente, la rigidez de los precios y los salarios domésticos. Análogamente, de haber podido conducir una política monetaria propia, el banco central podría haber mitigado los efectos del shock negativo en la economía.

La teoría del área monetaria óptima nos enseña que a fin de que el ajuste requerido por shocks negativos no tenga un costo real alto, los integrantes de la unión monetaria deben cumplir las tres condiciones que

se han señalado ya. Primero, los países del área monetaria deben estar sujetos a perturbaciones similares, tanto en su origen y naturaleza, como en su momento de ocurrencia. De esta manera, la autoridad monetaria común podría reaccionar en la forma y oportunidad necesarias para todos los participantes de la moneda común; segundo, los países del área monetaria deben contar con una fluida movilidad de capital y trabajo entre ellos. De este modo, los trabajadores y el capital podrían salir de países afectados por una recesión económica hacia aquellos que se encuentren en auge, y tercero, como señalamos anteriormente, a fin de que los costos del ajuste macroeconómico no sean muy elevados, es necesario que los países del área monetaria común cuenten con mercados laborales flexibles tanto en sus prácticas de contratación como en las de salarios y beneficio.

Tal vez valga la pena profundizar en la primera condición del área monetaria óptima. Cuando los integrantes de la unión monetaria no tienen sus ciclos económicos sincronizados, la política monetaria del banco central unificado podría exacerbar las fluctuaciones cíclicas de algunos países. De acuerdo a un reciente artículo de Samuelson de este año, tal parece ser el caso de Irlanda. Este país, pese a tener una economía sobrecalentada, tiene que convivir con las bajas tasas de interés impuestas por la Unión Europea en respuesta a los intereses de sus socios más fuertes, Francia y Alemania. Como agravante adicional, la capacidad de Irlanda para frenar la economía con una nueva contracción fiscal está por el momento limitada ya que recientemente tuvo que ajustar el gasto público para cumplir los requisitos de ingreso a la unión.

Un segundo costo de tener una moneda única es la desaparición de la autoridad local como prestamista de última instancia. En tal capacidad, el banco central tienen las funciones de aliviar fenómenos sistémicos de falta de liquidez, producidos por ejemplo por temores de una devaluación abrupta, y de socorrer a bancos que de modo particular enfrenten problemas de liquidez y supervisar la salida ordenada de bancos con insalvables problemas de solvencia. Algunos analistas, como Hausmann y Powell han señalado que las funciones de prestamista de última instancia no se asocian necesariamente con la facultad de emitir moneda, como lo demuestra la reciente discusión sobre asignar tal rol en el ámbito internacional, al Fondo Monetario Internacional. Según este argumento, la autoridad local podría cumplir estas tareas a través de préstamos internacionales con ella como aval, o bien firmar algún tipo de acuerdo con el país base del sistema, que sería Estados Unidos en el caso de la dolarización. Lo que se olvida a

menudo es que a fin de cumplir las funciones de prestamista de última instancia, no solo es preciso canalizar fondos del sistema bancario en momentos de crisis sistémica o individual, sino también contar con poderes efectivos de liquidación cuando los problemas bancarios son de solvencia. Son estos poderes finales, los que realmente justifican la acción de prestamista de última instancia. Sin ellos, la autoridad monetaria carece de resguardo. Demás está decir que la factibilidad sobre todo política, de una autoridad monetaria supranacional con poderes de liquidación de bancos domésticos es sumamente cuestionable. Naturalmente, existe la opción de no tener bancos domésticos, opción ineludible si el prestamista de última instancia es extranjero.

Después de haber expuesto los argumentos a favor y en contra de la integración en un área monetaria, cabe la pregunta ¿Cumplen hoy los países del Mercosur y Chile los requisitos para tener una moneda única? Con base en los argumentos presentados a continuación, la respuesta que ofrezco en esta mesa redonda es negativa.

Los ciclos de las economías de Mercosur y Chile no están altamente sincronizados. Según un reciente estudio del Banco Central de Chile, preparado en la gerencia de estudios del banco preparado por Loayza, López y Ubide este año, la fracción de las fluctuaciones cíclicas de los países de Mercosur y Chile explicada por factores comunes es menor del 35%, mientras que en los países de la Unión Europea dicha fracción es del orden del 65%. Adicionalmente, cuando se comparan los ciclos de los países de Mercosur y Chile con los de Estados Unidos, que sería el socio ancla en el caso de la dolarización, se encuentra que las similitudes con también muy limitadas. La diferente estructura productiva de los países del Mercosur, Chile y Estados Unidos los sujeta a shocks externos e internos de distinta magnitud, periodicidad y naturaleza. Según lo expuesto anteriormente, esto requeriría una política monetaria de estabilización específica para los países

Las economías de los países de Mercosur y Chile no están altamente integradas en lo referente a sus mercados laborales. Esto se debe en parte a restricciones a la migración de trabajadores entre países y en parte a los niveles disímiles de preparación y capital humano de las respectivas fuerzas laborales. La poca movilidad laboral entre países, junto a la inflexibilidad de los mercados laborales domésticos, dificultaría la obtención del equilibrio económico en las economías de la región frente a shocks

nacionales específicos en ausencia de sendas políticas monetarias nacionales.

Los mercados laborales de los países de Mercosur y Chile son aún muy rígidos. Con limitadas excepciones, las reformas laborales son las reformas económicas que menos han avanzado en estos países. Por otra parte, los mercados financieros son más flexibles y están mejor integrados internacionalmente. Ello significaría que la volatilidad del tipo de cambio nominal podría no representar un costo significativo a las economías de la región, mientras que un ajuste vía precios domésticos y salarios sí podría ser costoso en términos de empleo y producto.

Finalmente, los países de la región han avanzado de manera marcadamente disímil en lo referente a la obtención de un equilibrio fiscal, tanto en el aspecto de solvencia como en el de asignación de los recursos públicos. Aun no hay evidencia clara de que las preferencias de política y la administración de las mismas sean concordantes entre los países de la región. Pretender una convergencia fiscal y monetaria que facilite el uso de una moneda única puede ser muy ambicioso en el corto plazo. No cabe ninguna duda que la existencia de una moneda única introduce incentivos para avanzar en esa dirección, pero mientras no se haya avanzado en un grado suficiente, la introducción de la moneda única se hace extremadamente riesgosa sin tener en la mano algunos elementos de convergencia fiscal y monetaria ensayados y concordados de antemano.

Concluyo que la unificación monetaria para Mercosur y Chile es una meta poco factible en el corto y mediano plazo. Aquí necesitamos hacer mucho más trabajo en materia de convergencia de políticas, y para ello las consultas deben hacerse entre todos los países interesados, eventuales miembros de un área común. Este proceso es inevitable. Pretender introducir primero una moneda común y luego avanzar en la convergencia, es una batalla que nos parece perdida de antemano. Las condiciones de integración internacional y flexibilidad doméstica no están dadas para la disolución de la política monetaria nacional a favor de una regional. Tampoco están dadas las condiciones de armonización fiscal entre países. Por tanto, la implementación de un sistema de moneda única solo podría ser considerada como una esta de largo plazo. La moneda única -y esta es mi principal conclusión- debe ser la culminación y no el inicio de un proceso de integración de mercados, coordinación de políticas y consolidación de las reformas estructurales en las economías de la región.

El sistema más apropiado para la región parece ser aquel -por ahora- que conserva la autonomía monetaria y cambiaria de sus países. En el caso chileno, la autonomía cambiaria se refleja en un sistema recientemente confirmado de libre flotación del peso chileno. Se llegó a esta decisión no por una presión del mercado inmediata, sino después de una cuidadosa preparación que tomó alrededor de dos años y que incluyó algunos elementos de los que aquí se han mencionado, el establecer limitaciones al descalce de las instituciones financieras en materia de monedas, en materia de plazos y en materia de tasas de interés, de modo de evitar los riesgos de que una volatilidad cambiaria, pudiese afectar patrimonialmente a esas empresas; introducir mecanismos de cobertura de riesgo cambiario, de manera de que las empresas no financieras pudieran existir mecanismos de cobertura que también minimizara los riesgos generados por la volatilidad cambiaria; modificar la contabilidad del banco central para pasar desde el tipo de cambio centro de la banda que utilizábamos en ese entonces, al tipo de cambio del día, y algunas otra medidas de menor trascendencia que se fueron adoptando en un plazo de alrededor de dos años. Cuando esas medidas estuvieron puestas en su lugar el mercado estaba tranquilo, consideramos que era la oportunidad para abandonar las bandas que habíamos usado durante casi 10 años y para a un sistema de flotación que -nos parece- se presta mejor par enfrentar las volatilidades del sistema financiero internacional actual. En este contexto, los mayores desafíos que enfrentan las autoridades de política económica en Chile son, primero, el continuado perfeccionamiento de los mercados financieros domésticos a fin de que permitan la reducción del riesgo cambiario y otras fuentes de incertidumbre derivadas de la integración internacional y, segundo, la continuación del cumplimiento de la meta de baja inflación, que es lo que se ha venido haciendo en los últimos 10 años. Ninguno de estos desafíos es menor, si se considera que Chile es una economía altamente integrada comercial y financieramente con el resto de las economías regionales y emergentes.

REGIMENES CAMBIARIOS Y POLITICA MONETARIA

PEDRO POU (*)

Yo voy a tratar de más o menos ceñirme a este plan de presentación que intenta comenzar revisando de alguna forma la vieja discusión de tipo de cambio fijo o flexible, que es lo que está en el fondo en la discusión sobre moneda única o dolarización, y a analizar cuáles son los riesgos que surgen cuando tenemos dineros fiduciarios que no tienen suficiente credibilidad, cómo una caja de conversión contribuye a reducir -a atenuar- los riesgos de los países emergentes con monedas de baja calidad, ver los problemas que se suscitan con las áreas monetarias óptimas y luego analizar el debate de la dolarización en el caso específico argentino, que sería el caso más sencillo por cuanto implica cambios muy pequeños con respecto al régimen vigente, y luego concluir analizando las alternativas para el Mercosur.

La discusión sobre tipo de cambio fijo vs. flexible desde la perspectiva tradicional dice que la optimalidad en la política cambiaria depende de la naturaleza de los shocks. Si los shocks son de naturaleza real, lo óptimo es tener tipo de cambio flexible, mientras que los shocks son de naturaleza monetaria, lo óptimo es tener tipo de cambio fijos. Sin embargo, en ambos casos hay un supuesto explícito que es fundamental y es que existe una demanda por moneda estable. No es tan sencillo pensar que esto sea así. La moneda fiduciaria que nosotros conocemos hoy día es de un desarrollo histórico muy reciente. Es decir, yo diría que tan reciente como la caída de Bretton Woods en el año 73. O sea que no tenemos más de 30 años de experiencia con monedas fiduciarias. Una moneda fiduciaria no es solamente una ley que fija el curso legal a un determinado valor monetario y una imprenta par imprimir esos billetes sino es un conjunto de instituciones que le dan valor a los mismos. Y esas instituciones que

(*) Versión no corregida por el autor

respaldan un dinero fiduciario no han sido fáciles de desarrollar en el mundo en general, al punto que hoy día podemos reconocer que existen muy pocas monedas fiduciarias. Yo me animaría a decir dos monedas fiduciarias realmente confiables, el dólar y el marco alemán. El marco alemán sobre el cual se ha armado el euro. Entonces digamos que la posibilidad de tener una política monetaria independiente depende de la calidad de la moneda. Cuanto mayor sea la calidad de la moneda, es decir cuanto mayor sea el valor de las instituciones que respaldan esta moneda, mayor será la posibilidad de tener esa política. Si no existe esa confianza en la moneda local, es muy poco probable que se pueda desarrollar efectivamente una política monetaria independiente. Entonces, la discusión anterior de si es tipo de cambio fijo o flexible, queda un poco atrás en el escenario, porque el supuesto básico de aquella discusión es lo que nosotros estamos analizando, es decir estamos analizando es si existe o no una demanda estable por moneda.

Como les decía el dinero fiduciario es un fenómeno nuevo. Hasta el siglo pasado con distintos intervalos el mundo usó el patrón mercancía, básicamente el patrón oro, con distintos intentos de introducir dinero fiduciario a partir de los siglos XVIII y XIX. Posteriormente a la salida de la Segunda Guerra Mundial se organiza este esquema monetario a través de Bretton Woods que de todas formas descansa en un dinero metálico descansa en el oro a través de la moneda de los Estados Unidos y sólo a partir de Bretton Woods tenemos dinero fiduciario. En el cuadro ... vemos cómo ha ido perdiendo importancia el número de países que tienen tipo de cambio fijo y aumentando el que tiene tipo de cambio flexible, algo que Ernesto Stein mostró antes. Entonces resumiendo yo diría que lo que encontramos hoy en día es que la mayoría de los países han intentado desarrollar su propio dinero fiduciario, especialmente a partir de la caída de Bretton Woods y que se han desarrollado dineros de distinta calidad. Dineros de alta y de baja calidad. Y la calidad del dinero como hemos dicho es la que va a determinar si se puede o no tener una política monetaria independiente. Y una forma de medir la calidad del dinero es ver si ese dinero es usado localmente y una de las medidas es el grado de dolarización. Una moneda de alta calidad es una moneda que es aceptada no sólo como medio de pago sino también como reserva de valor en contratos de largo plazo y es utilizado no sólo por aquellos que están forzados a utilizarla, que son los ciudadanos de cada país, sino que tiene una demanda internacional. Obviamente la moneda de baja calidad tiene las características opuestas. Es usada como medio de pago para las pequeñas

transacciones pero no es una reserva de valor. En Argentina nadie pensaría en términos de peso a diez años ni se utiliza para escribir los contratos, contratos aún con el éxito que ha tenido el plan de convertibilidad, los contratos de más de un año están escritos todos en dólares... Y por supuesto no es una moneda que tenga una aceptación internacional, que tenga una demanda internacional.

A partir de esta característica de moneda de baja calidad, y con una apertura de la cuenta de capitales y una alta volatilidad de los movimientos de capitales se generan una serie de riesgos en los países emergentes. Dos de los más significativos de los cuales son el riesgo de liquidez y el riesgo cambiario.

Si nosotros tenemos una moneda que no es aceptada como reserva de valor y para escribir contratos de largo plazo, lo que vamos a tener son descalces de plazos, es decir vamos a tener en el sistema financiero y en las empresas pasivos de corto plazo expresados en la moneda local y activos de largo plazo. Y entonces ahí fluctuaciones en la tasa de interés van a producir un problema en los balances de las empresas y de los bancos. Esto implica que aumenta el riesgo de liquidez, el riesgo de roll over de las obligaciones porque continuamente tenemos que estar renovando los pasivos para financiar los activos de mediano y largo plazo y reduce enormemente la posibilidad de hacer política monetaria porque si la política monetaria consiste en aumentar la tasa de interés si hay un descalce de plazos y se aumenta la tasa de interés de corto plazo esto implica que como la tasa de largo plazo estaría fija y la tasa de corto plazo está fluctuando el descalce lleva al quiebre de los sistemas financieros. Y hemos vivido experiencias de quiebres de sistemas financieros en muchos de nuestros países. La alternativa al descalce de plazos es el descalce de monedas. Es decir, como no puedo escribir contratos de largo plazo en la moneda nacional, escribo los contratos de largo plazo en la moneda extranjera, pero mis ingresos están expresados en moneda nacional. Entonces, tengo un descalce de monedas y por lo tanto cada vez que haya un problema, un riesgo de devaluación va a haber un problema sobre el balance del sistema financiero y el balance de las empresas y esto nuevamente va a imitar la posibilidad de hacer política monetaria porque si tenemos un sistema financiero que tiene un descalce demandas, es decir que tienen pasivos en dólares y activos en pesos, una evaluación va a quebrar directamente al sistema financiero.

Entonces, estos son los problemas que trae tener monedas de baja calidad. Lo cual implica que hay una dolarización de facto, es decir, no una dolarización oficial sino una situación en donde la población directamente adopta la moneda extranjera para sus transacciones de largo plazo y esto reduce la posibilidad de tener una política monetaria activa.

Acá vemos la situación de Argentina y Uruguay tanto en el sistema financiero como en la deuda pública y vemos que el grado de dolarización es muy alto.

NO me voy a detener en esto que son conclusiones que ha sacado Ernesto Stein y vienen precisamente en los trabajos empíricos que ellos han realizado en el BID que muestran que el ajuste a los shocks reales requiere un aumento de la tasa de interés doméstica similar o aún mayor para un país con tipo de cambio flexible que con uno con tipo de cambio fijo.

Entonces voy a tratar ahora de comentar algo sobre la experiencia de Argentina, cómo nos ha ido con la Caja de Conversión y por qué -a pesar de que creemos que nos ha ido muy bien- estamos pensando algunos en profundizar la convertibilidad.

Nosotros venimos de un proceso de hiperinflación hacia los fines de los 80 que tenía dos formas de resolverse. Una la dolarización total y otra ir hacia una caja de conversión. La caja de conversión es un paso intermedio hacia la dolarización. Significa básicamente que todo dinero en circulación tiene que tener un respaldo pleno en moneda extranjera. Este mecanismo de respaldo pleno en moneda extranjera es un mecanismo perfectamente auditado y aumenta la transparencia y fuerza a una disciplina fiscal para lograr el cumplimiento de esta meta cambiaria. Esto aumenta la credibilidad en la política financiera y por lo tanto contribuye a disminuir la tasa de interés.

El plan de convertibilidad no solamente era una caja de conversión sino que incluía una serie significativa de medidas tanto en el orden real, es decir la apertura comercial, un equilibrio fiscal, la desregulación, la privatización y la flexibilidad de precio, y en el orden financiero la propia caja de conversión, la apertura de capitales y unas regulaciones prudenciales sobre el sistema financiero suficientemente estrictas como para poder sobrellevar los distintos shocks que enfrentan nuestras economías.

Uno de los argumentos que más se usa es justamente el argumento del área monetaria óptima, desarrollada por Bob Mundell en los años 60. Yo tuve el gran privilegio de ser alumno de Bob Mundell en el año 69-70 y creo que un poco los argumentos del área monetaria óptima de Mundell se han malinterpretado. Pero eso daría para otra charla. Era una discusión entre dos pesos pesados como eran Milton Friedmann, defensor del tipo de cambio libre, y Mundell. Y Mundell yo creo que en este trabajo quiere decirle a Friedmann que hay circunstancias en las cuales no es conveniente que todos los países tengan una moneda propia. Y ese es el mensaje. Pero tal vez han quedado muy fijas, muy grabadas a fuego estas condiciones de un trabajo del año 61. Cuando un trabajo del año 61, cuarenta años después, todavía está vigente algún mérito tiene entonces vamos a tener que analizarla. Para Mundell una área monetaria óptima requiere estas condiciones, es decir, (Ernesto Stein comentó algunas de ellas), que los shocks sean simétricos, que existan movilidad de factores y que exista flexibilidad de precios. Mundell mismo reconoce que muchos de estos factores pueden ser endógenos al proceso de constitución de un área monetaria óptima y vamos a ver que en la Argentina esto sucedió así. Desde el punto de vista de los flujos comerciales, vemos que Argentina y Estados Unidos de ninguna forma constituyen un área monetaria óptima, las exportaciones son totalmente distintas y esto ha dado lugar a que haya dado que los precios de los bienes básicos -que son las exportaciones fundamentales de Argentina han cambiado sustancialmente desde la vigencia de la caja de conversión, se hayan producido ciclos muy significativos en los términos de intercambio entre Argentina y Estados Unidos. Estos cambios en los términos de intercambio sin embargo, no han sido obstáculo para que el plan de convertibilidad haya funcionado adecuadamente, porque algunas de las condiciones, como decía, para ser un área monetaria óptima se han ido generando a lo largo del proceso, a medida que se ha desarrollado la credibilidad en el proceso. En particular, ha habido una creciente flexibilidad de precios, es decir, el industrial cuando enfrenta una demanda de precio, no espera que una devaluación le solucione el problema sino que rápidamente baja el precio. Ha habido un restablecimiento de la cultura de la productividad, algo que en nuestro país no existía, porque los problemas se solucionaban pasando las deficiencias de productividad al sistema financiero y después licuándolo vía una devaluación. Y también ha habido una creciente cultura fiscal de reducción del déficit. Y eso ha contribuido a que hayamos tenido un comportamiento del producto y de la inflación notable. Tal vez sea difícil verlo, pero acá hay dos líneas, una que muestra el producto desde los años

80 hasta el 90 que está oscilando alrededor de esta línea horizontal y después a partir del 91 que crece y la línea violeta es una línea que indica las tasas de inflación con niveles que llegan altísimo en el momento de la hiperinflación y que luego rápidamente convergen a cero. El mensaje de esto es simplemente que, a pesar de que las condiciones del área monetaria óptima no se cumplían al inicio, -área monetaria óptima con Estados Unidos que es con el cual hemos hecho arreglo monetario- esto no ha sido un obstáculo para que la economía argentina no haya podido sobrellevar significativos shocks reales como han sido los cambios de los precios relativos. Lo que sí ha afectado a la Argentina han sido los shocks financieros en particular, nos hemos visto afectados por el shock proveniente de la devaluación mexicana en el 94 y después los shocks de las crisis asiática, rusa, y en menor medida la reciente devaluación de Brasil. La línea entera muestra el «MB» de Argentina, es decir la tasa de interés promedio de la deuda pública argentina y las barras muestran el crecimiento del producto y vemos que cuando el «MB» sube exageradamente en el 94 con la devaluación, el producto cae y de la misma forma, cuando el MB baja el producto sube. Quiere decir que pareciera que en este esquema de caja de conversión pareciera que los factores financieros tienen -sobre todo en Argentina que es un país que como dijo Ernesto Stein es muy cerrado al comercio de bienes pese a haber hecho una gran apertura- un significativo impacto sobre la inversión y sobre el crecimiento.

Entonces vamos a entrar ahora en el tema de la dolarización desde el punto de vista argentino y después desde el punto de vista de las lecciones esto puede tener para el Mercosur.

Si la convertibilidad ha tenido resultados tan positivos ¿por qué estamos hablando de dolarización? Aclaro que no todo el mundo en Argentina habla de dolarización. Hay un grupo de economistas que hablamos de dolarización otros que no están tan convencidos. Hemos de dolarización porque a pesar de haber transitado durante ocho años con un régimen cambiario apoyado soportado por esta relación uno a uno con el dolar americano, no hemos podido eliminar el riesgo de devaluación. Y cada vez que hay un problema en un lado del mundo, aparece un aumento en la prima de riesgo devaluatorio. Y este aumento en la prima de riesgo devaluatorio implica un aumento en la tasa de interés que paga el país. ¿Por qué un aumento en la prima de devaluación aumenta el riesgo de default? Simplemente porque tenemos una economía dolarizada, si hubiera una devaluación lo que sucedería es que habría un gran problema en el

área fiscal que tiene ingresos en pesos y deuda en dólares y en el sistema financiero que está descalzado en moneda y esto traería enormes consecuencias fiscales por lo tanto el riesgo de default aumenta.

La dolarización bilateral no implica para Argentina, al menos, un cambio, un mayor compromiso que el que ya tenemos hoy día a través de la convertibilidad. Hoy día no tenemos política monetaria. Nuestra política monetaria es básicamente la política de los Estados Unidos y el impacto que puede tener sobre la tasa de interés, la política fiscal. Cuanto mejor sea la calidad de la política fiscal y del resto de las políticas económicas, menor va a ser la tasa de interés. Pero el Banco Central no controla ni la cantidad ni el precio de dinero. Por lo tanto, una dolarización desde el punto de vista argentino no significaría un cambio esencial en cuanto al esquema actual.

En este gráfico, miramos la relación que hay entre el riesgo de devaluación que es la línea azul y el riesgo de default que es la línea violeta y vemos que están altamente correlacionados como decíamos antes. Y acá tenemos otra medida que es el forward de Argentina contra el riesgo país.

La dolarización se puede hacer de distintas formas. Una de las formas que se puede hacer la dolarización es la dolarización unilateral y otra es a través de un tratado de asociación monetaria. Vamos a ver en la dolarización unilateral cuáles son los costos. Uno de los costos de la dolarización unilateral es que se perdería el señoreaje. El señoreaje es el flujo de ingresos que obtiene el Banco Central al invertir el respaldo de los pesos que están en circulación. Argentina tiene 15 mil millones de pesos en circulación y tiene 15 mil millones de reservas respaldado esos pesos que ganan 5% anual o sea 750 millones por año que es un 0.25 del producto. Yo creo que si un proyecto como el de dolarización lo fuéramos a poner en riesgo por perder 0.25% del producto, no sería un proyecto que valdría la pena comentar. O sea que esto debe tener otros costos que no es solamente la pérdida del señoreaje. Y los costos más importantes desde mi punto de vista son la pérdida del prestamista de última instancia. Argentina, pese a tener una caja de conversión tiene una cierta flexibilidad para actuar como prestamista de última instancia que la perdería absolutamente en el caso de una dolarización unilateral y también el principal problema de una caja de conversión es que es un arreglo unilateral de Argentina con la moneda americana y que la puede cambiar en cualquier momento. Una dolarización unilateral adolece del mismo defecto. Es decir, puede ser modificada

unilateralmente. De la misma forma que se entra en una dolarización se puede salir. Entonces, es un compromiso político de menor certidumbre. Lo que nosotros proponemos es un tratado de asociación monetaria que requiere un acuerdo con Estados Unidos y este acuerdo está basado en que Argentina mantenga la recaudación del señoreaje y que haya -sobre la base de aquello- una redefinición de la figura del prestamista de última instancia. Y este acuerdo traería aparejado una credibilidad sustancialmente distinta de la dolarización unilateral por cuanto implica una aprobación de dos congresos que le daría una rigidez mucho mayor.

Mantener la recaudación del señoreaje le puede parecer a ustedes algo utópico pero sin embargo es algo a lo que Estados Unidos no se niega a discutir y hay propuestas, como vamos a ver, que son interesantes. Una de las propuestas, la que nosotros hemos formulado es sobre la base de la circulación existente, nosotros le entregamos los 15 mil millones de dólares que tenemos en Bonos del Tesoro pero mantenemos la capacidad de recaudar sobre esos bonos. Hay otra propuesta hecha por un comité del Senado de los Estados Unidos que habla de mantener una proporción de señoreaje para Argentina en proporción de lo que es el señoreaje total de los estados Unidos. Nos parece que esta propuesta es aún más generosa que la que tiene Argentina.

¿Cómo resolveríamos el problema del prestamista de última instancia? Si tenemos un flujo de señoreaje -y ahí viene la importancia del señoreaje que yo decía que no podía ser importante *per se* perder 0.25%- con ese flujo de señoreaje podemos crear un fondo de liquidez que puede ser hecho ya sea con algún organismo de los Estado Unidos como el Tesoro o la Reserva Federal o bien directamente con bancos privados. Hay una propuesta del Joint Economic Committee del senado para usar el fondo de estabilización que tiene el departamento de los Estados Unidos para este fin. Esto es entonces lo que quería decir con respecto a la experiencia argentina con la caja de conversión que es muy similar a la dolarización y por qué pensamos en avanzar un paso más allá.

Ahora quisiera entrar en algunas consideraciones sobre Mercosur. Ver si estos argumentos son aplicables para Mercosur y yo creo que existen cuatro alternativas. La primera, la actual, que cada país mantenga su sistema cambiario, algunos flotantes, otros fijos, etc. El segundo es una caja de conversión con el dolar para cada uno de los países integrantes, el tercero es una moneda regional y el cuarto es una unión monetaria americana.

Tipo de cambio flotante para cada país miembro en Mercosur, o tipo de cambio propio, yo diría. Mantener políticas monetarias independientes. Cuando no tenemos alta calidad de la moneda es algo que tiene costos significativos y que requiere -y vamos a ver que es un elemento común en todas las estrategias-, una alta coordinación de la política macroeconómica entre los distintos países del Mercosur. Pero pese a esa alta coordinación, cuando existen monedas distintas, no se logra reducir totalmente la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales y tal vez esto sea lo que Ernesto Stein mencionaba como la «zanahoria» de la Unión Monetaria en Europa. Si nosotros miramos el Plaz Accord y el funcionamiento del ERM vemos que a pesar de que había en Europa toda una política de coordinación vemos fluctuaciones periódicas en los tipos de cambio bilaterales. De vuelta la coordinación macroeconómica es imprescindible pero esto va a ser un elemento común para todas las políticas.

Esta alternativa la he incluido en la presentación porque el día que estaba terminando la presentación el presidente del Banco Central de Brasil mencionó la posibilidad de que Brasil tuviera una caja de convertibilidad en el futuro y pensé que es conveniente ver un poco qué significa.

Esto puede ser una política *per se* o puede ser una política que marque un camino hacia una moneda regional o bien hacia una unión monetaria americana. Es un esquema de reconocer la baja calidad de las monedas locales y tratar de ir ajustando las políticas macroeconómicas para ir desarrollando instituciones financieras y fiscales creíbles, que le permitan a cada uno de los países miembros del Mercosur mantener el señoreaje y mantener cierta capacidad de prestamista de última instancia. Y uno podría avizorar este proceso de cajas de conversión en los cuatro países miembro como una forma de generar un tiempo de transición para una moneda regional o bien de una unión monetaria americana.

¿Cuáles son los beneficios de una moneda regional?, que es la otra alternativa, digamos, una moneda Mercosur. Se ha mencionado mucho los beneficios de una moneda regional sobre los costos de transacción y por ende sobre comercio, inversión, crecimiento y las ganancias de credibilidad que podría tener lograr instaurar una institución monetaria creíble en la región. Obviamente requiere un alto grado de coordinación macroeconómica y requiere esta precondition de que se desarrollen instituciones monetarias y fiscales creíbles. No nos caracterizamos nosotros

los países del Mercosur por tener estas instituciones y veo que el colega de Venezuela hace la misma reflexión para su país. Entonces, esto es lo que tal vez no desvaloriza esta propuesta sino que la hace menos atractiva en términos de costo-beneficio. Y como somos todos economistas, tenemos que pensar en términos de costo-beneficio. Esta alternativa puede tener sus beneficios en términos de tener una política monetaria independiente para el bloque Mercosur o para un bloque mayor en América Latina, pero tiene el enorme costo del tiempo que se necesita para llegar a desarrollar estas instituciones financieras y fiscales creíbles, Y ese costo se mide en primas de tasas de interés muy altas que reducen significativamente la inversión y por ende el crecimiento. Entonces tenemos que balancear estos dos elementos. Esto como en todas las decisiones importantes siempre hay beneficios y costos. Los beneficios son poder tener algún grado de discrecionalidad en una política monetaria regional y el costo es lograr eso dentro de 20 años. La unión monetaria americana tendría los mismos beneficios aunque mayores, lograría que el mismo beneficio de la unión regional, es decir, una política económica disciplinada, habría mayores ganancias de credibilidad, porque como dijo Ernesto Stein estaría importando directamente la reputación de la Reserva Federal en forma más rápida. Entonces yo creo que el costo-beneficio de estas alternativas a mí me dice que si a uno le parece 20 años un tiempo razonable, se puede intentar el camino de una moneda regional en lugar de una moneda americana. Con una tasa de descuento como la que prevalece en nuestros países yo creo que el beneficio de ir rápidamente a una unión monetaria americana es alto.

Y yo creo que la decisión no está tanto en Estados Unidos que está dispuesto a estudiar el elemento clave de todo esto que es el señoreaje sobre la cual se puede construir un prestamista de última instancia, sino que la decisión está más bien dejada en manos de los países latinoamericanos que son los que tienen que hacer una propuesta seria.

CONVERGENCIA, MONEDA UNICA Y DOLARIZACION

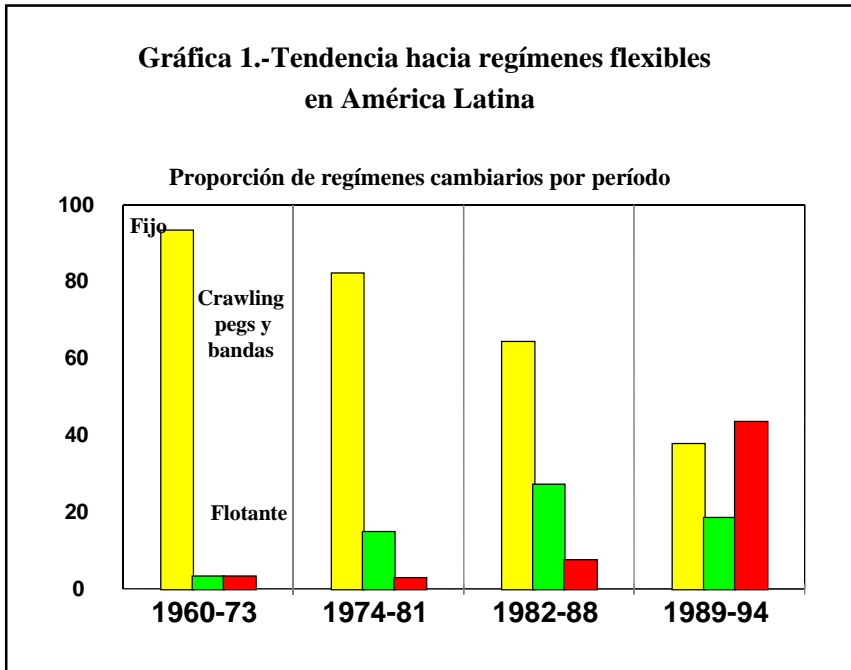
ERNESTO STEIN (*)

Las cosas que voy a presentar salen de algunos trabajos que estamos haciendo en la Oficina de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo, en forma conjunta con Ricardo Hausmann, con Ernesto Talvi, Hugo Panizza y algunos otros colegas de mi oficina y voy a hablar un minuto del plan de la presentación; primero voy a mencionar que hay una tendencia mundial hacia regímenes más flexibles y después voy a analizar algunas de las ventajas y desventajas de los distintos tipos de regímenes cambiarios, fijos, flexibles, unión monetaria, etc.; luego, voy a mostrarles de las algunas cosas que estamos investigando ahora, sobre cómo diferentes países que flotan, flotan de manera muy diferente; cómo los países desarrollados flotan de cierta manera y los países en desarrollo que flotan, lo hacen con ciertas restricciones y flotan de manera muy diferente, voy a dar ejemplos de Australia y de Méjico, y finalmente algunas reflexiones sobre convergencia, unión monetaria y dolarización.

Hay una tendencia mundial hacia regímenes más flexibles, y esta tendencia similar en los países de América Latina, en la gráfica 1 se observa la proporción de regímenes cambiarios en América Latina, que son fijos, crawling pegs y bandas y flotantes en diferentes períodos, esto en realidad, es un cuadro que tenemos que actualizar, porque hay varios países que se han movido hacia la flotación después de que termina el período que muestra el cuadro, pero se puede observar claramente el movimiento hacia mayor flotación y como dije, en 1999 se han movido varios países de América Latina hacia regímenes flotantes, tales como Brasil, Chile y Colombia, y el régimen flotante con metas de inflación parece ser el régimen preferido por muchos autores, incluyendo el Fondo Monetario. Entre las supuestas ventajas que tiene podemos destacar que ayudan a suavizar

(*) Versión no corregida por el autor

shocks externos, proveen autonomía monetaria y ayudan a prevenir crisis. Entonces, analicemos a la luz de la evidencia empírica latinoamericana algunas de las ventajas y desventajas que tienen los diferentes regímenes.



Una de las ventajas de los tipos fijos, o de las uniones monetarias, es que reducen los costos de transacción en los flujos de comercio e inversión; la otra es una ventaja de credibilidad, los beneficios de adoptar un compromiso creíble con una moneda estable le compran a uno la reputación del banco central de aquel país cuya moneda uno está ligándose y la pérdida más grande cuando uno decide fijar, o entrar a una unión monetaria, es la pérdida de independencia monetaria. Analicemos estas ventajas y desventajas una a una.

En cuanto a la reducción de los costos de transacciones, uno de los problemas de los tipos flexibles es la volatilidad cambiaria y los efectos negativos de esta sobre los flujos de comercio e inversión. Hay una larga literatura sobre cuáles son en realidad estos efectos y, en general, lo que se concluye es que hay efectos negativos y que estos no son demasiado

grandes, pero sin embargo, por lo general, estos estudios están concentrados, en países desarrollados. Aquellos estudios que miran a países en desarrollo encuentran que son más importantes estos efectos, en parte por las dificultades que hay en países en desarrollo de hacer hedging y cubrirse de los riesgos que implica la volatilidad cambiaria. Hay otros costos de transacciones que vienen, no ya con los tipos de cambio fijo, sino costos de transacciones que se pueden ahorrar cuando uno adopta una moneda común, y estos son los costos asociados a la necesidad de transar en dos monedas diferentes. ¿Cuánto son de importantes estos costos? No es fácil decirlo, yo creo que en la medida en que pasen algunos años vamos a poder aprender mucho de la experiencia de los países de la Unión Europea, de ver cuánto, digamos aumenta el comercio entre aquéllos que pertenecen a la moneda común y, a lo mejor, ver si no aumenta en la misma medida en aquéllos que, si bien pertenecen a la Unión Europea, no entraron al EURO, pero hay cierta evidencia del comercio entre las provincias de canadienses y los estados de Estados Unidos, que sugiere que estos efectos pueden ser muy importantes; ésta es evidencia de autores como McAllum y Helliwale que encuentran, usando modelos de la gravedad, que dos provincias canadienses tienden a comerciar 20 veces más entre ellas, de lo que comercia una provincia canadiense con un estado norteamericano, una vez que se controla por la distancia entre los estados y las provincias por el tamaño. Entonces, uno se puede preguntar a qué se debe esta diferencia tan significativa: estos son países que tienen un tratado de libre comercio, no tienen barreras arancelarias entre ellos, comparten el mismo idioma, la misma cultura, entonces, es difícil, si uno no piensa en el hecho de que las provincias canadienses transan en una misma moneda, pensar en otros posibles factores que puedan explicar esta diferencia. No estoy diciendo que toda esta diferencia se debe atribuir a la moneda única pero, por lo menos una parte, seguramente tiene que ver con esto.

Cuán importante sería la reducción de los costos de transacciones para el Mercosur, de entrar en una moneda única, bueno, dos de las economías, Uruguay y Paraguay, son economías muy abiertas, muy integradas al interior del Mercosur, Uruguay, el 50 % de las exportaciones, tengo entendido, están dirigidas al Mercosur, y en el caso del Paraguay es aún mayor, 62 %. En el caso de Argentina y Brasil, son países cerrados, y países menos integrados al Mercosur; sin embargo, las fluctuaciones cambiarias muy importantes que se han dado en los últimos tiempos generan presiones proteccionistas que pueden amenazar el proceso de integración.

Entonces, esta variabilidad cambiaria puede poner en peligro la profundización de la integración. Y estos efectos son también importantes sobre los flujos de inversión, yo me imagino, digamos, alguna gente que estaría pensando en invertir en el Mercosur antes de la devaluación brasilera; seguramente habrá, a lo mejor, dejando de invertir en Argentina o, en Uruguay o, en Paraguay, pensando en la posibilidad de que Brasil iba a devaluar, entonces, estas fluctuaciones cambiarias pueden ser un factor importante.

Después están los beneficios de un compromiso creíble con una moneda estable. El enfoque tradicional de esto es que uno compra la credibilidad del banco central del país al cual fija su tipo de cambio o al cual se une en el caso de la política monetaria; en este caso, los efectos de credibilidad van a depender de cuán creíble sea el compromiso que uno toma con esa moneda, y cuán estable es esa moneda. Entonces, si uno piensa en adoptar para el Mercosur el REAL, a lo mejor las ganancias en cuanto a la credibilidad no son las mismas que si uno decide adoptar una moneda más estable.

El costo grande es, por supuesto la pérdida de independencia monetaria y cuando uno piensa en la pérdida de la independencia monetaria uno tiene que pensar en los criterios de los Optimal Currency Areas o, áreas monetarias óptimas. Uno es la simetría de ciclo económico, lógicamente si dos países tienen los ciclos económicos muy simétricos, entonces, adoptar la moneda del otro país no va a ser tan costoso, digamos, resignar la política monetaria no es tan costoso porque la política monetaria que es adecuada para un país, va a ser también la política monetaria que es adecuada para el otro; entonces, en la medida en que los ciclos sean simétricos, el costo de sacrificar la política monetaria es menor.

Si los ciclos no son simétricos, hay otros factores que pueden disminuir o aumentar el costo de resignar la política monetaria. Uno es la flexibilidad salarial, si los salarios son flexibles, entonces, los ajustes en los diferentes países se darán en forma inmediata y no hay necesidad de pasar por prolongados períodos de recesión y desempleo, lo mismo si hay movilidad laboral, es el movimiento de los factores el que procesa el ajuste, en lugar de tener que pasar por prolongados períodos de recesión. Y, por último, si hay transferencias fiscales intra-regionales, en este caso, entre los países del Mercosur, entonces no es tan importante perder la independencia monetaria, porque, digamos, el país que está en boom le

puede transferir recursos al país que está en recesión y entonces, de esa manera, es como si la política fiscal fuera expansiva en el país que está en recesión y contractiva en el país que está en el boom. ¿Cumple el Mercosur con estos criterios de O.C.A.? Yo creo que no cumple con los de las transferencias evidentemente y me da la impresión de que en cuanto a flexibilidad laboral y movilidad laboral tampoco. Sin embargo, me parece que el más importante, que es de los ciclos económicos, me parece que sí están bastante correlacionados. Obviamente, no hice la medición y esto es más una sensación que tengo por la interdependencia que hay entre estos países; en particular, Paraguay y Uruguay dependen mucho de las condiciones macro de Argentina y Brasil. Más allá de si están o no correlacionados, una cosa muy importante, que han destacado Frankel y Rose, es que no sólo importa ver si los criterios de O.C.A. están presentes ex-ante, porque muchas veces, aunque no estén presentes ex-ante, pueden estar presentes ex-post. Ellos hicieron unos estudios empíricos mostrando que un aumento en el grado de integración comercial aumenta el grado de simetría de los shocks; entonces, puede ser que antes de entrar en una profundización de la integración, uno, digamos no cumpla realmente con los criterios de O.C.A., pero sí lo haga después. Y esto es más importante si uno piensa que, en la medida en que hay asimetría, muchas veces esta asimetría está dada por las propias fluctuaciones de los tipos de cambio. En la medida que desaparezcan esas fluctuaciones a través de una moneda común, desaparecería, por lo menos, una fuente de asimetría.

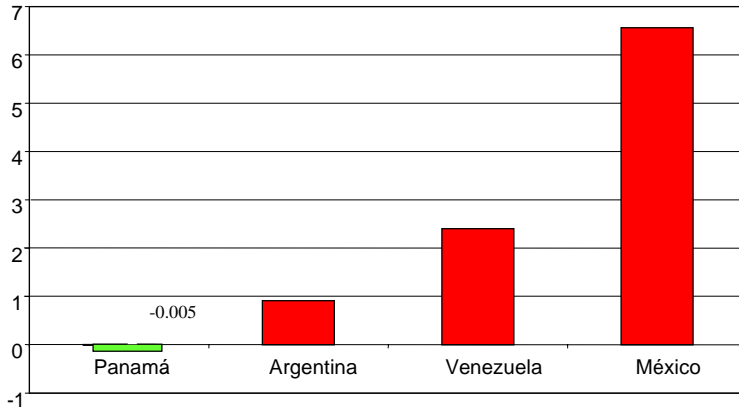
Ahora, pasemos a si la política monetaria o, si la independencia monetaria, ha sido realmente valiosa. Primero vamos a mirar si ha sido valiosa para aislar la tasa de interés doméstica de las tasas externas y después vamos a ver si ha sido valiosa como herramienta anticíclica. Entonces, la primer pregunta: ¿permite la flexibilidad cambiaria una mayor autonomía de las tasas de interés? Bueno, hay un trabajo de Frankel que muestra que esto no necesariamente es así, en realidad, uno esperaría que esto fuera así porque si el tipo de cambio está fijo, la paridad de tasas de interés nos dice que si la tasa de interés externa sube, la tasa de interés interna debería subir en la misma medida, si es creíble la política cambiaria y debería subir más seguramente si no lo es, porque hay un efecto sobre las expectativas de devaluación. Lo que encuentra Frankel es que en Panamá, que es una economía dolarizada, en realidad hay poca respuesta de las tasas de interés domésticas a los movimientos de las tasas de interés en Estados Unidos, hay una repuesta un poco mayor en el caso de Argentina y Hong Kong, más o menos de uno a uno, como uno esperaría con el caso

de un tipo de cambio fijo creíble y en el caso de Méjico y Brasil, donde uno esperaría que a lo mejor el tipo de cambio fuera el que ajustara, de tal manera que las tasas de interés no necesariamente tienen que variar, resulta que la respuesta es mucho mayor aún.

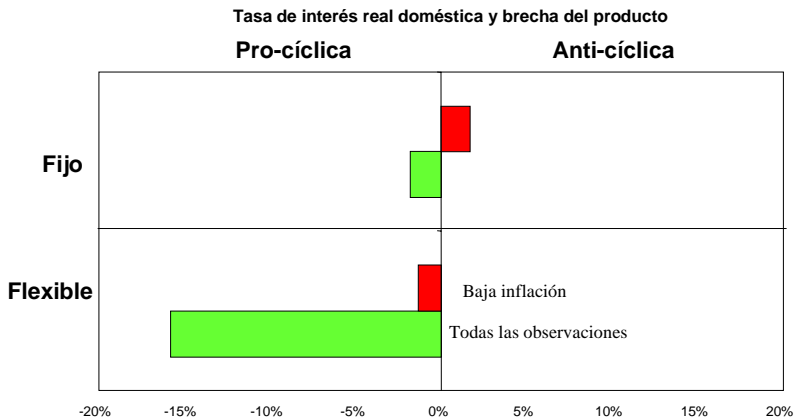
Nosotros, en la oficina nuestra hicimos un ejercicio parecido pero tratando de medir la respuesta de las tasas de interés domésticas al riesgo país, el riesgo país medido como los “spreads” en los bonos Brady sobre los treasuries (Gráfica 2). Y lo que encontramos es bastante parecido, en el caso de Panamá, prácticamente no hay respuesta; Uds. saben que el riesgo país ha tenido una volatilidad muy importante últimamente y lo interesante es que esta volatilidad, es que la correlación en el riesgo país de los diferentes mercados emergentes ha sido altísima. Entonces, parecería ser que la virtud, o falta de ella de un país explica dónde está el país, si tiene un riesgo más alto o más bajo pero, las valuaciones relativas del riesgo país son bastante estables pero, muy volátiles, las valuaciones absolutas muy volátiles. Entonces, pareciera que el origen de estas fluctuaciones no refleja cosas que sucedan en el país, sino cosas que suceden en el mercado en general. Entonces, ¿cómo es la respuesta de las tasas domésticas a este riesgo país que es tan volátil y, de alguna manera, se puede considerar exógeno? Bueno, en el caso de Panamá no hay prácticamente respuesta; en el caso de Argentina hay una respuesta 1 a 1, y en el caso de Méjico que tiene un régimen flexible la respuesta es enorme.

¿Ha funcionado la tasa de interés como herramienta anticíclica? Si miramos la gráfica 3, es posible apreciar que las tasas de interés han sido pro-cíclicas tanto en regímenes fijos como en regímenes flexibles, en América Latina, pero han sido más pro-cíclicos en regímenes flexibles que en regímenes fijos. En un trabajo que hicimos con Ernesto Talvi y otros colegas miramos los países de América Central con mucha atención y, en un ejercicio que eventualmente vamos a hacer para el resto de América Latina y, a lo mejor, para más países, tratamos de ver cómo shocks en los términos de intercambio afectan las tasas de crecimiento; uno esperaría que, en países de tipo de cambio flotante, cuando hay un shock a los términos de intercambio, de nuevo, el tipo de cambio es el que ajusta, de tal manera de suavizar los efectos sobre la economía doméstica. Y básicamente no encontramos ninguna diferencia en ocho países de América Central y del Caribe, entre la respuesta de aquellos que tenían tipos de cambio fijos y flexibles.

Gráfica 2.-Elasticidad de las tasas de interés de corto plazo al costo del financiamiento externo



Gráfica 3.-Las tasas de interés tienden a ser más pro-cíclicas bajo regímenes flexibles...



**Cuadro 1.-Términos de intercambio y crecimiento del producto
(en América Central)**

	Pooled OLS	Panel, FE	Panel RE
ΔTOT	0.003 *** (3.01)	0.003 *** (3.38)	0.003 *** (3.15)
FIX	1.658 *** (2.30)	2.184 *** (2.94)	1.736 *** (2.40)
ΔTOT*FIX	-0.0002 (-0.21)	-0.0005 (0.47)	-0.0003 (-0.25)
CONST	2.074 *** (3.27)	1.667 *** (2.58)	2.003 *** (3.09)
R²	0.160	0.160	0.160
N	248	248	248

No hay diferencia entre fijos y flexibles

Hay una cosa para la cual sí nos parece importante la política monetaria, que es para evitar ajustes deflacionarios severos, tales como el que está pasando Argentina ahora. Cuando un país experimenta un shock adverso a los términos de intercambio por la devaluación de un vecino y tiene que procesar una depreciación real, hay dos maneras de hacer esto: a través de un movimiento en el tipo de cambio, o a través de una deflación. ¿Cuáles son las diferencias entre el ajuste deflacionario y el ajuste devaluatorio? Si hay precios domésticos que son inflexibles a la baja, entonces el ajuste devaluatorio va a procesar el ajuste mucho más rápido y a lo mejor, evitar una recesión prolongada y desempleo prolongado. Pero, hay otro aspecto, que nos parece muy interesante, que es el aspecto de los efectos sobre los balances financieros de las empresas. Y, en este caso, va a depender de la estructura de endeudamiento de las empresas; si las empresas están endeudadas en moneda doméstica, una devaluación va a licuar las deudas de las empresas al mismo tiempo que la depreciación real que hace falta licúa sus activos; entonces, las empresas se salvarían de la quiebra. Mientras que una deflación, al no ser contingentes los contratos de deuda, podría mandar a estas empresas a la quiebra. En cambio, si hay pasivos en moneda extranjera se restablece cierta simetría, la empresa

se iría a la quiebra tanto si hay una devaluación como si hay deflación, pero en este caso, la velocidad de ajuste puede jugar a favor de la deflación, en lugar de la devaluación, porque al ser la depreciación real más lenta, entonces puede permitir un proceso de negociación más ordenada entre los empresarios y los bancos. Entonces, un elemento clave evidentemente es si los pasivos están dolarizados o no, sabemos que en el Mercosur, en Brasil el grado de dolarización es bajo pero, en Argentina es elevado y en Uruguay es uno de los más elevados de la región. Entonces, ¿cuán valiosa ha sido la independencia monetaria? No muy valiosa para aislarse de los shocks a las tasas externas, no muy valiosa como herramienta anti-cíclica, potencialmente valiosa para evitar ajustes deflacionarios severos, dependiendo del grado de dolarización de facto y de la magnitud de los shocks que requieran ajustes en los precios relativos.

Bueno, voy a hablar un poquito de cómo flotan los que flotan. Vamos a ver que en diferentes países, los tipos flotantes han funcionado de manera muy diferente; voy a dar los ejemplos de Australia y Méjico: en la gráfica 4 vemos el caso de Australia, la línea amarilla es el tipo de cambio; Australia tuvo un shock adverso a los términos de intercambio que implicó una depreciación de la moneda, y ¿cómo respondió a esto? Con una baja en la tasa de interés que, no sé si la pueden ver desde atrás, es la línea que está en rosado, para absorber el shock adverso de los términos de intercambio, absorber los efectos sobre la economía doméstica. Entonces, esto es como el “text book case” de la flotación. En cambio en el gráfico 5 vemos que en Méjico, cada vez que hay un aumento en el tipo de cambio, en general viene acompañado por un aumento en la tasa de interés para evitar una depreciación aún mayor. Entonces, la tasa de interés está siendo utilizada constantemente para tratar de defender la paridad, aunque estemos en un sistema flotante. Entonces, vemos que hay dos formas de flotar: mientras Australia deja que la moneda flote libremente, Méjico y otros países en desarrollo están sujetos a otras restricciones por las cuales muestran los que Guillermo Calvo llama “miedo de flotar”. Flotan con salvavidas, como dice también Guillermo Calvo, en la gráfica 6 se ven la cantidad de reservas en proporción a M2, vemos que países como Perú, Chile, Colombia, Bolivia, tienen una cantidad de reservas enorme, en realidad muy semejante a la que tienen los países con tipos de cambio fijo, mientras que los países desarrollados que flotan: Nueva Zelandia, Alemania, Australia, Canadá, tienen niveles de reservas sobre M2, realmente mucho más pequeños y los países latinoamericanos utilizan las reservas y las tasas de interés para defender la paridad de una manera muy marcada. En la gráfica 7 vemos la

volatilidad relativa de tipo de cambio y reservas. Un valor alto significa que el tipo de cambio se movió mucho y las reservas se movieron poco. Entonces, Japón, Sudáfrica, Australia, están en la parte de arriba y Guatemala, Perú y Bolivia están al final. Entonces, Guatemala, Perú y Bolivia, realmente usan mucho las reservas para mantener la paridad cambiaria y lo mismo podemos ver cuando miramos la volatilidad relativa del tipo de cambio y la tasa de interés, que es el otro mecanismo para defender la paridad. ¿A qué se debe esta diferencia? A dos cosas, uno a los pasivos dolarizados y otro al “pass-through” elevado que hay de tipo de cambio, hay inflación. Con cualquiera de estos dos elementos el banco central tiene que demostrar una preocupación por la paridad, porque sino se le pueden quebrar empresas si es que deja ir el tipo de cambio y los pasivos están dolarizados, o si tiene una meta de inflación no va a poder cumplir con esa meta si se produce una devaluación. Entonces, la pregunta crucial es si estas características, los pasivos dolarizados y el pass-through son características que se pueden cambiar para mejorar el funcionamiento de los flexibles, o si son características propias de las economías. A mi jefe, Ricardo Hausmann le gusta decir que los países tienen un pecado original que es que no consiguen financiamiento de largo plazo en su propia moneda y entonces tienen que tolerar ciertos “descalces” financieros o, piden prestado en dólares a largo plazo, con lo cual hay un descalce de monedas o, piden prestado a corto plazo en moneda doméstica y ahí puede haber un descalce de madurez y esto genera fragilidad financiera. Entonces, una clave es estudiar cómo ciertos países se escaparon de este pecado original, si es que algunos lo han hecho, creo que va a ser importante ver cómo fue el proceso por el cual Australia pudo acceder al financiamiento de largo plazo en su propia moneda, de qué manera Sudáfrica pudo acceder a financiamiento a largo plazo en su propia moneda. Por el lado del pass-through, el mismo va a depender de cosas que se pueden modificar y otras que no se pueden modificar. Va a depender del grado de apertura de la economía, de la historia de inflación y de política monetaria errática entre otros. Se plantea entonces la pregunta de si conviene insistir en tener una política monetaria seria ¿cuánto dura la transición hasta que uno gana suficiente credibilidad para reducir el pass-through? ¿Es posible modificar el pass-through? Y creo que es muy importante al pensar en la elección del régimen cambiario, comparar no con el flotante ideal a lo Australia, sino comparar con el flotante posible, a la Latino Americana.

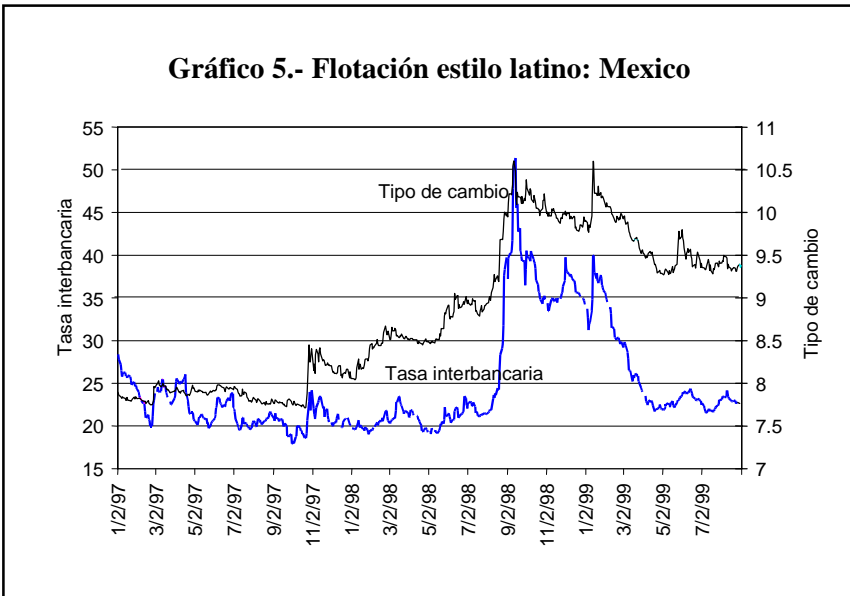
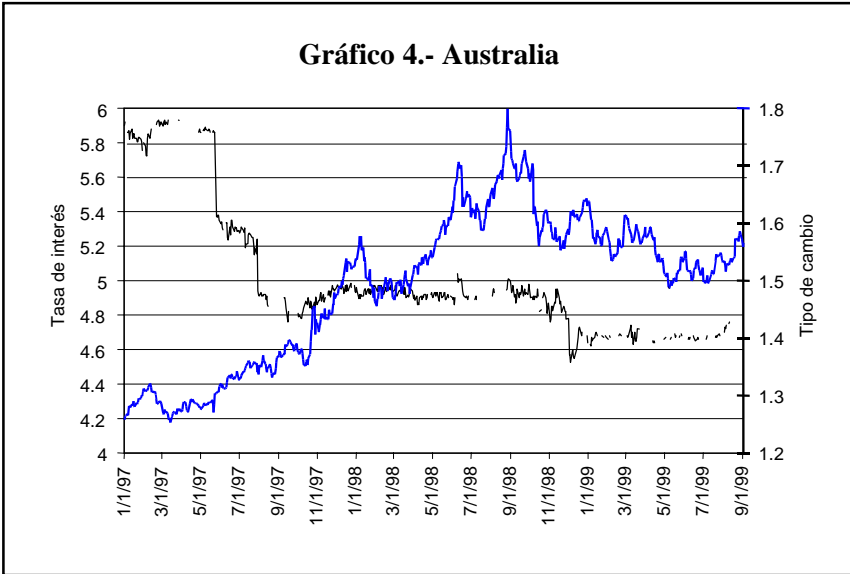


Gráfico 6.-Flotación con salvavidas
Reservas en proporción a m2

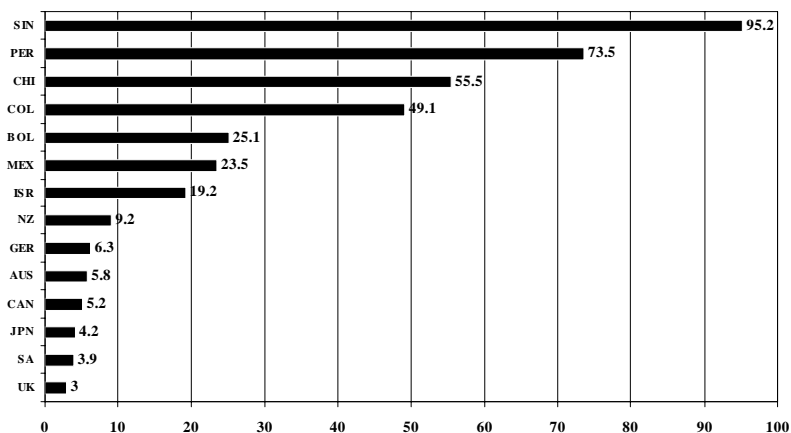
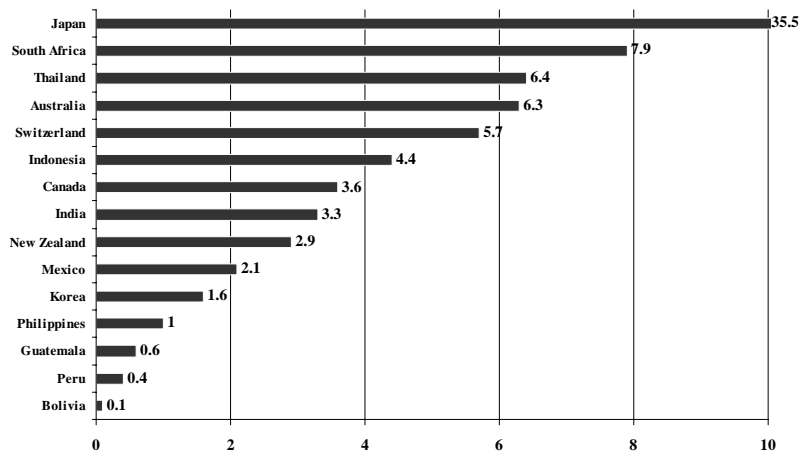


Gráfico 7.- Volatilidades relativas: tipos de cambio y reservas
 $\text{std}(\text{dev})/\text{std}(\text{res}/\text{m}2)$



Para terminar, unas reflexiones sobre convergencia, moneda única y dolarización; creo que la convergencia, obviamente, es fundamental para alcanzar la moneda única, por otro lado, las lecciones del euro son que la moneda única también es fundamental para alcanzar la convergencia. Sin la zanahoria de la moneda única, lo que pasa es que la zanahoria de pegarse al real puede no ser la misma que pegarse al euro. En todo caso en el gráfico 9 se muestra la convergencia de los países pequeños del euro en cuanto a sus tasas de interés, que fue realmente notable a medida que se iba acercando el momento de la unificación monetaria. Entonces, creo que en definitiva, en cuanto a moneda única, yo creo que las ventajas son mayores que las desventajas, la pregunta es ¿Cuál debería ser esa moneda única? Yo creo que hay dos posibilidades, una posibilidad es un proceso largo de tratar de ganar credibilidad y de alguna manera ir luchando contra este problema del pecado original y reduciendo el pass-through de los precios, que es un proceso un poco incierto; y la otra posibilidad es directamente la dolarización adoptando la credibilidad de la moneda norteamericana, evidentemente que hay un trade-off ahí, porque se resigna más política monetaria, pero estas son las dos opciones; digamos, la primera, que uno se pregunta si es posible generar esa credibilidad en el tiempo y es algo que hay que estudiar, la otra es dolarizar.

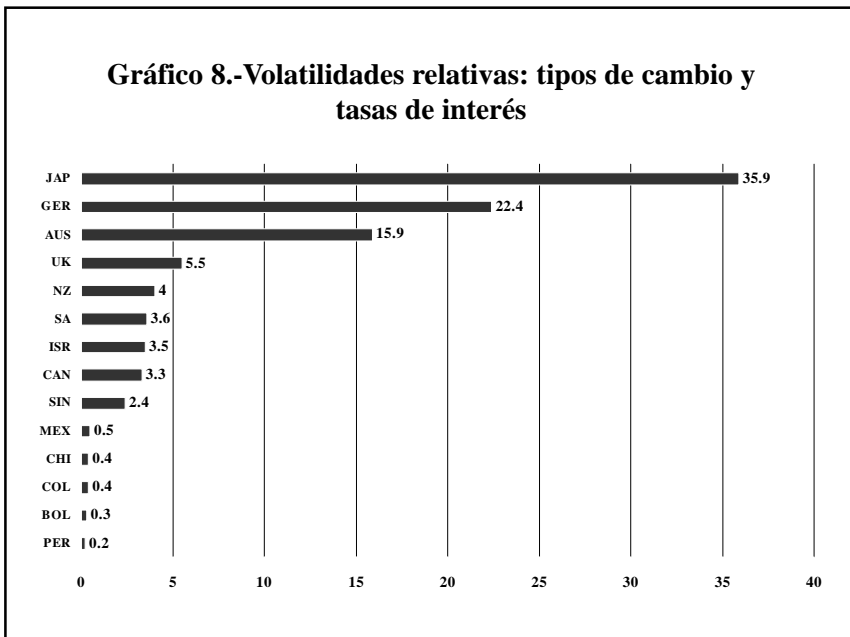
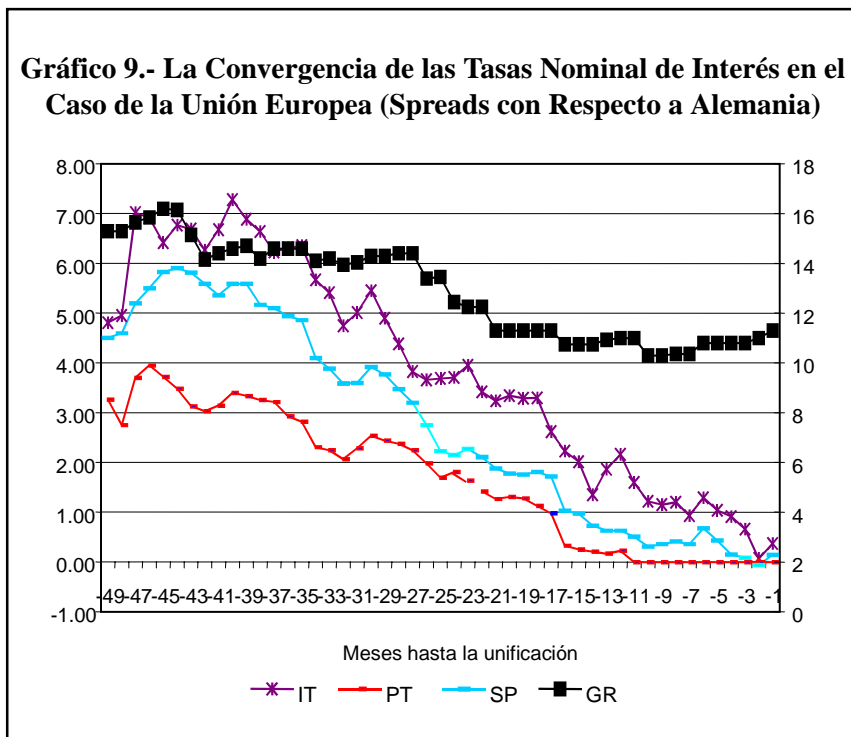


Gráfico 9.- La Convergencia de las Tasas Nominal de Interés en el Caso de la Unión Europea (Spreads con Respecto a Alemania)



UNA PROPUESTA PARA HACER EXPLICITO UN FONDO DE GARANTÍA PARA EL SISTEMA BANCARIO URUGUAYO

**MARIO BERGARA
JOSÉ A. LICANDRO***

RESUMEN

El presente trabajo, basado en la experiencia aplicada internacional y las consideraciones teóricas relevantes, aboga por la necesidad y las ventajas de la explicitación de un fondo de garantía en el caso uruguayo. La misma permitiría atacar de manera más eficiente algunos problemas asociados a la actividad financiera (riesgo moral de instituciones y depositantes) y fijaría reglas de juego más claras para los procesos de intervención en el sistema, facilitando así el cumplimiento de las funciones que la Carta Orgánica le encomienda al Banco Central. El objetivo de diseñar una red de seguridad para el mercado financiero ya ha tenido un impulso fundamental en el desarrollo y afianzamiento de la regulación prudencial y de la definición del prestamista de última instancia del sistema. La explicitación del seguro de depósitos actual y la conformación de un fondo de capitalización constituyen aportes para el perfeccionamiento de dicha red.

ABSTRACT

Based on theory and the international experience, this paper advocates the convenience of establishing an explicit Deposit Insurance Scheme and a Warranty Fund for the Uruguayan banking system. This fund would facilitate

* La línea de razonamiento y de opinión contenida en este trabajo está fundamentalmente influida por innumerables discusiones con Daniel Vaz, quien supo contagiar su interés y sus preocupaciones acerca de esta temática. Los autores agradecen además los útiles aportes y comentarios de Umberto Della Mea, Rosario Garat, Enrique Goberna, Gerardo Licandro, Andrés Masoller, Teresita Moreira, Alejandro Pena, Gabriela Requiterena y Rosario Soares Netto. Las opiniones vertidas en el trabajo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen la posición institucional del Banco Central del Uruguay.

the achievement of the duties that the Charter imposes to the Banco Central del Uruguay by tackling more efficiently the moral hazard problems of institutions and depositors than in the actual implicit scheme. The creation of the fund would consolidate a safety net, complementing the recent strengthen of prudential regulation and the lender of last resort scheme.

“En el Uruguay, no cae ningún banco”

Julio M. Sanguinetti, setiembre 1998

I INTRODUCCIÓN

La experiencia uruguaya de los últimos treinta años muestra, esencialmente, un respeto básico a los derechos de los depositantes en el sector bancario, a pesar de que la garantía de depósitos no fuera explícita. Compras de carteras de mala calidad, capitalizaciones, fusiones y mecanismos alternativos han caracterizado el proceso, sobre todo a partir de la crisis de los ochenta. Este comportamiento, considerado clave para mantener el sistema a salvo de corridas bancarias y que ha sido liderado por el Estado en los momentos críticos, ha sido internalizado por los agentes que participan de los procesos financieros, tanto las instituciones bancarias (a la hora de diseñar sus políticas de riesgo) como los depositantes (al escoger las entidades a las que confían sus fondos).

Este aspecto ha sido el complemento de la regulación financiera basada en medidas prudenciales. El afianzamiento y perfeccionamiento de la regulación prudencial que ha tenido lugar en la última década ha dado frutos en materia de la salud y solidez del sistema bancario uruguayo, incluso en una comparación a nivel internacional. No obstante, la misma tiene justamente un carácter preventivo, pero no está pensada para operar en los momentos de fallas de una institución individual o del sistema en su conjunto. Una red de seguridad en el área financiera incluye, por lo tanto, mecanismos que operen una vez que se producen problemas concretos.

Como norma general, la explicitación de las reglas de juego suele ser ventajosa a efectos de que los agentes definan sus estrategias con un mayor grado de certidumbre. En particular, en el caso de los seguros de depósitos y los fondos de garantía, su explicitación (en base a un diseño adecuado) permite abordar de mejor manera los problemas asociados al riesgo moral inherente a la actividad bancaria.

Así como las normas prudenciales constituyen la medicina preventiva del sistema financiero, un fondo de seguridad explícito (entre otros mecanismos, como el prestamista de última instancia) puede interpretarse como la medicina correctiva una vez que se detectan anomalías.

El presente trabajo se estructura de la siguiente manera. En la Sección II, se sintetizan algunos aspectos conceptuales con relación a la naturaleza de la actividad bancaria, la existencia de los intermediarios financieros, la regulación financiera y, en particular, los seguros de depósitos. Se plantea, asimismo, un modelo sencillo en los que puede visualizarse las principales consecuencias de una garantía de depósitos y extraerse algunas lecciones básicas. En la Sección III, se evalúa la pertinencia de explicitar el seguro de depósitos y un fondo de capitalización en el sector bancario uruguayo. En base a la experiencia internacional y los aspectos teóricos, se plantean aportes primarios para su implementación. Finalmente, se presentan algunas reflexiones preliminares en la Sección IV.

II ALGUNAS CONSIDERACIONES CONCEPTUALES

En esta sección se hace una presentación breve de algunos aspectos teóricos referidos a la naturaleza de la operativa bancaria y a la justificación y concreción de la regulación financiera. Se efectúa también una síntesis de algunos aspectos referidos al tema específico del seguro de depósitos. Asimismo, se presenta un modelo sencillo en el que se analizan los efectos de un seguro de depósitos como mecanismo regulatorio a efectos de enfrentar el riesgo de liquidez inherente a la operativa de las instituciones de intermediación financiera.

II.1 ACERCA DE LA OPERATIVA Y LA REGULACIÓN FINANCIERAS

Las operaciones bancarias pueden ser variadas y complejas. No obstante, un *banco* puede definirse, en términos generales, como una institución cuyas operaciones corrientes consisten en otorgar préstamos y recibir depósitos por parte del público. Esta definición operativa es la que prima en el criterio de los entes reguladores a la hora de delimitar la actividad bancaria. Normalmente, una proporción muy significativa de los créditos que brinda un banco está financiada con depósitos, lo cual se encuentra en la base de la fragilidad potencial del sector. Los bancos, asimismo, proveen al público de servicios específicos, tales como liquidez y medios de pago. En particular, un bien público (el acceso a un sistema de pagos eficiente y seguro) es ofrecido total o parcialmente por instituciones privadas (bancos comerciales). Ambos aspectos (la protección

de los depositantes y la seguridad y eficiencia del sistema de pagos) han tradicionalmente justificado la intervención estatal en la actividad bancaria.

Siguiendo a Freixas y Rochet (1997), la teoría bancaria contemporánea clasifica las funciones de los bancos en cuatro categorías principales: (i) ofrecer acceso al sistema de pagos, (ii) transformar activos, (iii) manejar diversos tipos de riesgos, y (iv) procesar información y monitorear a los deudores.

En cuanto a los *servicios de liquidez* y el *sistema de pagos*, los bancos han jugado históricamente dos roles centrales: el cambio de monedas y la provisión de servicios de pago. El primer aspecto refiere al intercambio entre diferentes monedas emitidas por diferentes instituciones, siendo de particular relevancia en economías en donde conviven más de una moneda (como el caso uruguayo). El segundo aspecto refiere al manejo de las cuentas de los clientes y la red que facilita la transferencia de fondos entre las cuentas bancarias de los diversos agentes económicos.

Por su parte, 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 juegan el rol de intermediarios al recoger depósitos de montos reducidos y colocarlos 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) y de emitir obligaciones con mejores características de riesgo-retorno. Este aspecto adquiere mayor relevancia cuando, en un marco de información asimétrica, los bancos cuentan con mejor información que los depositantes. Finalmente, la tercera forma es la de *transformación de la maduración* de los activos. En particular, 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. No obstante, los préstamos interbancarios y los instrumentos financieros derivados (swaps y futuros, por ejemplo) ofrecen posibilidades para limitar ese riesgo.

Los bancos manejan esencialmente tres tipos de riesgos: crediticio, de tasa de interés y de liquidez. No obstante, en países en que se maneja

más de una moneda, los bancos también deben manejar el riesgo cambiario. Asimismo, un aspecto que se ha venido profundizando en las últimas décadas refiere a los riesgos asumidos en las operaciones fuera-de-balance. El *riesgo crediticio* se asocia a la calidad de los préstamos que otorga la institución. Los contratos que los mismos involucran deben ser, entonces, elaborados de forma de considerar la aversión al riesgo de los agentes y los problemas de riesgo moral y selección adversa que traen aparejados. Este último aspecto consiste en que el deudor que recibe un crédito puede tener incentivos a aplicar los fondos a otros destinos diferentes de los que anunció al banco, incrementando el riesgo asociado a su inversión. Por su parte, las funciones de transformación de activos implica que los bancos asumen un *riesgo de tasa de interés* y un *riesgo de liquidez* en su portafolio relacionados con los diferentes períodos de maduración de los activos y con el diverso grado de liquidez de los activos y los pasivos de la institución respectivamente. El *riesgo cambiario* aparece cuando los bancos presentan descalces de monedas, es decir que toman depósitos en una moneda (por ejemplo, en moneda extranjera) y prestan en otra (moneda local), asumiendo implícitamente el costo de una posible desvalorización de la moneda local. Cabe hacer notar la posibilidad de que, aún en el caso en que los intermediarios estén “calzados” en monedas, exista un riesgo cambiario implícito (asociado al riesgo crediticio) en la operativa financiera si los tomadores de préstamos no están, a su vez, “calzados”. Un ejemplo claro consiste en deudores que toman créditos en moneda extranjera, pero su operativa económica se basa en el mercado doméstico y la moneda local. Finalmente, el *riesgo de las operaciones fuera-de-balance* debe tenerse en cuenta dadas las externalidades provocados por la quiebra de un banco. Dependiendo del balance entre riesgos y retornos de estas operaciones (garantías, swaps, futuros, coberturas), los bancos pueden tomar posiciones de asegurados o de aseguradores, asumiendo, entonces, los riesgos asociados.

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 monitorear el desarrollo efectivo de los mismos. En muchos casos, las firmas y los intermediarios financieros desarrollan relaciones de largo plazo, mitigando en parte los problemas de riesgo moral y selección adversa descritos precedentemente. Esta es claramente una de las principales diferencias entre el crédito bancario y la emisión de títulos en los mercados financieros. Mientras el valor de los

bonos refleja la información de los mercados, el valor del crédito bancario resulta de esa relación particular entre banco y empresa que es no observable *a priori*.

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.

II.1.1 ACERCA DE LA EXISTENCIA DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

La teoría microeconómica otorga algunas respuestas a las razones de la existencia de los intermediarios financieros. En principio, un *intermediario financiero* puede verse como un agente económico que se especializa en comprar y emitir activos y pasivos financieros. Sin embargo, debe destacarse que la actividad bancaria es más compleja debido, por lo menos, a dos razones fundamentales. La primera es que los bancos gestionan usualmente contratos financieros (depósitos y préstamos) que no son fácilmente comercializables en el mercado, en oposición a los títulos financieros (obligaciones, bonos, etc.), que, en su carácter de anónimos (o sea, la identidad de quien los posee no es relevante), son de fácil comercialización. La segunda refiere a que las características de los contratos o los títulos emitidos por los agentes que piden prestado suelen ser diferentes de las de los deseados por los inversores o depositantes. Por lo tanto, los bancos (al igual que los fondos de inversión y las compañías de seguros) tienen una función de transformación de los activos financieros.

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. En la medida que existan esos costos de transacción, la función del intermediario es facilitar la diversificación de los riesgos en forma lo más eficiente y perfecta posible. La naturaleza de esos costos de transacción se relaciona, generalmente, a problemas de asimetría informacional, dado que con el avance de las telecomunicaciones, la informática y el desarrollo

de los instrumentos financieros, los costos de infraestructura y tecnología ser han reducido sustancialmente.

Otro tipo de economías de escala refiere al seguro de liquidez sugerido por Diamond y Dibvig (1983). Una coalición grande de inversores podrá invertir en activos ilíquidos pero más rentables, a la vez de preservar suficiente liquidez para satisfacer las necesidades de los inversores individuales. Los intermediarios son, por lo tanto, considerados como “pools de liquidez” que proveen a los inversores de un seguro contra shocks idiosincráticos que afecten sus decisiones de consumo. Este enfoque es válido para todas las instituciones de manejo financiero. Para obtener una visión más específica para el caso bancario, es necesario introducir las asimetrías de información que explican la superioridad de los bancos sobre los mercados financieros en la provisión de seguros de liquidez. En particular, 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 como coaliciones para compartir información acerca de los deudores. Con respecto a este tema, Leland y Pyle (1977) sugieren que los empresarios con proyectos “buenos” pueden dar una buena señal al aplicar fondos propios para financiar parcialmente los mismos, cosa a la que no estarían dispuestos los empresarios con proyectos “malos”. Cabe acotar que en algunos casos se han promovido mecanismos de disseminación de información entre los intermediarios, como las centrales de riesgo o bureau de créditos.

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 del prestatario 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.

En síntesis, una coalición de inversores será capaz de mantener un portafolio más diversificado y menos riesgoso que los inversores tomados individualmente.

II.1.2 ACERCA DE LA REGULACIÓN FINANCIERA

Un aspecto relevante refiere a la justificación de la regulación en el área financiera. Dewatripont y Tirole (1993) enfatizan el rol de la regulación financiera con motivo de proteger a los pequeños depositantes. Los intermediarios financieros están, en general, sujetos a los problemas de riesgo moral y selección adversa descritos precedentemente. Por lo tanto, los inversores deberían desarrollar actividades de monitoreo, auditoría, intervención, etc. Estas funciones son complejas y costosas, por lo que su desarrollo puede considerarse un monopolio natural (en el sentido que su duplicación por parte de varios agentes es técnicamente absurda). La deuda bancaria, por su parte, corresponde básicamente a pequeños depositantes, los cuales pueden considerarse relativamente no sofisticados. Además existe un problema de falta de coordinación de acción colectiva: cada depositante individualmente no tiene el incentivo de desarrollar esas tareas de monitoreo, por el costo en que debe incurrir. Estos autores proponen entonces la *hipótesis de representación* de los pequeños depositantes por parte de agentes públicos o privados, de forma que éstos actúen en forma sofisticada y coordinada.

Si bien esta hipótesis es parte central en la justificación de la regulación financiera, no es la única relevante. Tal como se planteó previamente, la necesidad de preservar el mecanismo de pagos es también un elemento clave. En particular, Eichberger y Harper (1997) ponen el énfasis en que la actividad de transformación de activos de los intermediarios financieros conlleva el riesgo de corridas bancarias. Incluso, el hecho de que una sola institución presente problemas puede generar un pánico en el sistema que haga que muchos bancos deban liquidar activos. La liquidación masiva reduce el valor de los mismos, reforzando la necesidad de la liquidación. Evitar estos pánicos bancarios ha sido una

razón para la regulación financiera. El mantenimiento de un sistema financiero saludable es relevante a efectos de la óptima asignación doméstica de los recursos, pero adquiere una importancia aún mayor cuando el país se caracteriza por constituir una plaza financiera. Por lo tanto, a las razones tradicionales que justifican la regulación debe adicionarse el efecto reputación asociado a presentar problemas en el sistema en un marco de centro financiero regional o internacional.

Por lo expuesto anteriormente, la justificación de la regulación financiera basada en la protección de los depositantes menos sofisticados y la preservación del sistema de pagos parece razonable.

II.2 ACERCA DEL SEGURO DE DEPÓSITOS

Los instrumentos regulatorios utilizados normalmente en el sector tienden a mejorar la solidez del sistema, si bien tienen como desventaja que reducen la competencia. A efectos de evitar pánicos bancarios y sus costos correspondientes, los gobiernos pueden establecer, entre otras medidas, un esquema de *seguros de depósitos*. Las instituciones pagan una prima a la entidad aseguradora a cambio de tener a sus depositantes total o parcialmente asegurados. Estos esquemas pueden ser voluntarios o compulsivos, pueden estar implementados por uno o varios fondos (públicos o privados) y pueden cubrir montos fijos por depósito o proporciones variables de los mismos. Se plantea la posibilidad de que el asegurador sea privado, desarrollando así una mayor competencia que provea incentivos para una mejor extracción de información y una fijación de precios adecuada. Sin embargo, dada la posibilidad de riesgos sistémicos, los sistemas privados sólo podrían ser creíbles si tienen algún tipo de respaldo estatal.

En la medida en que la prima que se cobre a las instituciones sea una proporción fija de los depósitos asegurados, surge un problema de riesgo moral, dado que aquéllas tienen incentivos a tomar mayores riesgos y a seguir operando en casos en que la liquidación sería eficiente. Por lo tanto, se sugiere que la prima de riesgo se ajuste por el riesgo asumido por los intermediarios, lo cual será desarrollado en la sección siguiente. Este aspecto puede presentar problemas de implementación, debido a la presencia de un rezago entre las decisiones de toma de riesgo y la fijación de la prima o a problemas de selección adversa. De todas maneras, la

noción de ajustar las primas de acuerdo a los riesgos debe ser la guía para la determinación de las mismas. Se plantea también la posibilidad de ligar el seguro de depósitos con los niveles de capital de los intermediarios financieros, de forma de distinguir la magnitud del autoseguro implícito en la capitalización.

Cabe destacar, no obstante, que la literatura económica indica que un sistema de seguro de depósitos basado en primas ajustadas por el riesgo y requerimientos de capital no necesariamente conduce a soluciones plenamente eficientes, si bien tienen la ventaja de evitar transferencias de riqueza inapropiadas e injustas. Con este problema planteado, se han propuesto reformas a los sistemas vigentes en algunos países de forma de separar los depósitos asociados a las transacciones corrientes de la economía de los asociados a préstamos ilíquidos, riesgosos y “opacos”. Si esta separación es posible, una política de entrada al primer mercado más laxa conduciría a resultados más eficientes del seguro implementado.¹

Cabe recordar que la implementación de seguros de depósitos está comprendida en los principios del Comité de Basilea, ya que a efectos de enfrentar el riesgo de liquidez (que surge de la potencial incapacidad de una institución de hacer frente a sus compromisos contractuales inmediatos), el mismo sugiere políticas que incluyan adecuados sistemas de información, análisis de requerimientos de fondos y fuentes alternativas y planes de contingencia.

II.3 UN MODELO SIMPLE DE SEGURO DE DEPÓSITOS

Una formulación sencilla puede ser útil para la discusión acerca de las características y la conveniencia de un seguro de depósitos y de la determinación de las primas correspondientes. Por lo tanto, se desarrolla un modelo simple, basado en Freixas y Rochet (1997), en el que se consideran sólo dos períodos. En el primero, $t = 0$, un banco representativo paga la prima del seguro por una fracción s de los depósitos, mientras que en el segundo, $t = 1$, el mismo es liquidado y los depositantes son compensados (parcial o totalmente) aún en el caso en que los activos del

1 En tal sentido, ver Chan *et al.* (1992), Merton y Bodie (1993) y Craine (1995).

banco sean insuficientes. Por simplicidad, se normalizan a cero la tasa libre de riesgo y la tasa de captación.

En este marco, el flujo de fondos estilizado del banco representativo en $t = 0$ puede presentarse de la siguiente forma:

$$L + P = D + F$$

que indica que los préstamos otorgados (L) y la prima del seguro (P), son financiados con los depósitos (D) y el capital de la institución (F). Por su parte, en $t = 1$, la ecuación análoga estaría dada por:

$$\tilde{L} + \tilde{S} = D - \tilde{Z} + \tilde{V}$$

donde se indica que los ingresos derivados del repago de los préstamos (\tilde{L}) y el pago del seguro estipulado (\tilde{S}) financian la devolución de los depósitos asegurados ($D - \tilde{Z}$) y el valor de liquidación del banco (\tilde{V}). Por lo tanto, \tilde{Z} refleja la pérdida que los depositantes sufren en caso en que los activos del banco no sean suficientes para cubrir sus derechos.

De las ecuaciones anteriores surge que el valor de liquidación puede expresarse como:

$$\tilde{V} = F + (\tilde{L} - L) + (\tilde{S} - P) + \tilde{Z} ,$$

es decir, como la suma del capital inicial, el incremento en el valor de los préstamos y el subsidio neto del seguro de depósitos y del seguro que implícitamente los depositantes otorgan por las obligaciones no cubiertas. Puede notarse que el valor de liquidación \tilde{V} coincidirá con el patrimonio resultante en el segundo período si el mismo es positivo o será nulo en el caso en que deba utilizarse el seguro de depósitos.

Un aspecto que es necesario definir refiere al monto de la cobertura del seguro. En tal sentido, se dan, en general, dos casos: en el primero, no es necesario activar el mecanismo del seguro y por lo tanto el monto es nulo; en el segundo, los activos del banco no son suficientes para cubrir los depósitos asegurados y, por lo tanto, el monto es positivo. En este último caso, cabe efectuar dos consideraciones adicionales. La primera se

relaciona con la posición patrimonial del banco, en la medida en que puede tomarse el capital del mismo como un autoseguro para cubrir una cierta proporción de los depósitos. La segunda refiere a que no tiene por qué asegurarse la totalidad de los depósitos. En la medida en que el sistema de pagos no se vea básicamente afectado, la intención del regulador podría ser proteger a los depositantes menos sofisticados y de montos menores. Suele considerarse un tope por depósito a efectos de la aplicación del seguro, por lo que en realidad se asegura una cierta proporción de los depósitos totales. Teniendo en cuenta estos elementos, el monto por el que debe responder el seguro de depósitos sería:

$$\tilde{S} = \max\{0, sD - F - \tilde{L}\}$$

Por su parte, el valor de Z sería cero si el seguro no se activa y $(1-s)D$ si el banco se liquida sin cubrir los depósitos.

Otro aspecto relevante a definir es el valor posible de los préstamos en el segundo período. Para mantener la simplicidad de esta formalización, se considerará que L puede tomar dos valores: X con una probabilidad θ (éxito) y 0 con una probabilidad $(1-\theta)$ (fracaso). Debe asumirse que el monto X (positivo) será tal que hará que los beneficios sean no negativos. Asimismo, X será una función decreciente de θ , tomando en cuenta que un retorno esperado mayor se asociará a un riesgo más alto. Por lo tanto, los accionistas del banco maximizarán los beneficios esperados, dados por la siguiente expresión:

$$\pi^E = E(\tilde{V}) - F = (\theta X - L) + [(1-\theta)(sD - F) - P] + [(1-\theta)(1-s)D],$$

donde el primer sumando refleja el valor actualizado neto de los préstamos otorgados por el banco, el segundo representa el subsidio neto del seguro de depósitos y el tercero corresponde a la pérdida asumida por los depositantes cuyos depósitos no están asegurados (en el caso en que $s < 1$). En la práctica, los seguros de depósitos suelen cubrir hasta un monto predeterminado, por lo que la parte no cubierta correspondería a los montos marginales (por encima del monto asegurado) de los grandes depósitos. El banco determina las variables (q, X, F) , es decir, las características de los créditos que otorga y el monto del capital inicial.

Esta formulación nos permite analizar cuatro casos relevantes: (i) primas de seguro constantes, (ii) ausencia de seguro, (iii) seguros implícitos, y (iv) primas “justas”.

Caso (i): *Primas de seguro constantes*

Se supone que P es constante y que los bancos pueden fijar las características de sus préstamos. Dentro de cualquier clase de proyectos con el mismo valor actualizado neto, es decir, $(\theta X - L)$ constante, los bancos, a efectos de maximizar sus beneficios esperados, van a escoger aquel que tenga el mayor riesgo asociado y van a aplicar el mínimo capital inicial posible. Esto se debe a que, si la prima del seguro es constante, la función de beneficios esperados es máxima cuanto menor sea θ y menor sea F . Se aprecia, por lo tanto, que la aplicación de seguros de depósitos en estas condiciones no resuelve el problema del riesgo moral. Los bancos van a tener incentivos para tomar mayores riesgos, sobre la base de que sus pasivos están asegurados. Este mismo razonamiento puede hacerse al focalizar la conducta de los depositantes: los bancos más riesgosos ofrecerán tasas de interés mayores y los depositantes colocarán sus fondos en estas instituciones, dado que los mismos están asegurados independientemente de la gestión de los bancos (particularmente en el caso en que s es igual a uno). Si s fuera menor que uno, el problema del riesgo moral de los depositantes se vería también disminuido. Este proceso, entonces, refuerza los problemas del sistema en su conjunto, dado que vuelca los fondos hacia las instituciones más riesgosas.

Puede plantearse el hecho de que en el caso de muchos períodos, pueden aparecer efectos de reputación que mitiguen parcialmente el problema del riesgo moral. Sin embargo, el mismo no desaparece ni siquiera en un esquema de juegos infinitos. Incluso, considerando que las decisiones de los bancos son, en general, tomadas por gerentes con una relación de agencia con los accionistas, es razonable pensar que un juego finito refleja más adecuadamente la dinámica de tales decisiones.

Caso (ii): *Ausencia de seguro*

En el caso en que no se implante un seguro de depósitos, el segundo sumando de la función de beneficios esperados se anula y s se iguala a cero. Nuevamente aparece el problema del riesgo moral para los

intermediarios financieros, dado que está acotada la pérdida potencial que pueden llegar a sufrir y tienen incentivos para tomar los proyectos más riesgosos. Sin embargo, no se aprecia el riesgo moral de los depositantes, dado que ahora ellos pueden perder sus ahorros si eligen al banco “equivocado”. Por lo tanto, para los depositantes, tener un seguro en las condiciones del caso (i) tiene incentivos incluso más perversos que no tener una garantía de depósitos. Esto se debe a que el riesgo moral de los depositantes surge en el momento en que sus depósitos se aseguran.

Caso (iii): *Seguros implícitos*

La aplicación de seguros implícitos es un caso particular en la que $P = 0$. Por lo tanto, constituye la peor de las soluciones posibles, dado que a los incentivos perversos que genera, descritos en el caso (i), se suma el hecho de que el fondo de garantía que soporta el seguro debe ser enteramente financiado por el asegurador, sin aportes de parte de los asegurados. En el caso en que el asegurador sea el gobierno o el Banco Central, el fondo sería de cargo fiscal o parafiscal, constituyendo un subsidio para el sector bancario. Asimismo, en estos casos se aseguran de hecho todos los depósitos, por lo que el parámetro s es necesariamente igual a 1, agravando así la carga pública.

Caso (iv): *Primas “justas”*

Una prima “justa” puede entenderse como aquella que hace nulo el valor esperado del subsidio neto otorgado por el seguro de depósitos. En el caso del modelo sencillo descrito precedentemente, la prima “justa” por unidad de depósito estaría dada por:

$$\frac{P}{D} = \frac{[(1 - \theta)(sD - F)]}{D}.$$

Puede apreciarse que, en este caso, la prima se ajusta por el riesgo asociado a los activos bancarios, por el nivel de capital inicial y por la proporción de depósitos asegurados. La determinación de primas de seguro ajustadas de esta manera restablecería incentivos adecuados para que los bancos no tomen posiciones excesivamente riesgosas, apliquen un capital inicial mayor y los depositantes distingan entre bancos más o menos riesgosos, fomentando así la llamada *disciplina de mercado*. Esto tiene

implícito, obviamente, que se desarrollan ciertos niveles de transparencia en el mercado que permitan a los depositantes evaluar las posiciones de riesgo de las diversas instituciones. Este esquema combina los beneficios de tener un seguro de depósitos (prevenir corridas bancarias) con los de una mayor competencia asociada a la actividad financiera. Asimismo, este aspecto de la conducta de los depositantes (en particular, de los más sofisticados) es consistente con las ventajas que la literatura asigna a un seguro de depósitos parcial, tal como se aprecia en Bhattacharya *et al.* (1998).

III HACIA UN FONDO EXPLÍCITO EN EL SISTEMA URUGUAYO

Esta sección pretende aportar elementos para evaluar la pertinencia de explicitar el seguro de depósitos y el fondo de garantía en el sector bancario uruguayo. A tales efectos, se desarrolla, en primer lugar, una síntesis de la experiencia internacional al respecto, con un particular énfasis en los países de la región. En segundo término, se fundamenta la presencia de un seguro implícito en el mercado uruguayo y la necesidad de hacerlo explícito. Finalmente se plantean aportes primarios para la implementación de un fondo de garantía en la plaza local, prestando particular atención a la forma de determinación de la prima del seguro que deberían pagar las instituciones de intermediación financiera.

III.1 LA EXPERIENCIA A NIVEL INTERNACIONAL

En la mayoría de los países, los bancos juegan un rol central en la intermediación financiera, el sistema de pagos y la política monetaria, siendo, al mismo tiempo, vulnerables a problemas de liquidez y solvencia por la propia naturaleza de sus actividades. Por tal motivo, muchos gobiernos pretenden introducir redes de seguridad para el sistema bancario, que, usualmente, incluyen un sistema de regulación y supervisión bancarias, un prestamista de última instancia y un seguro de depósitos.

Recientemente, el FMI desarrolló una encuesta a 50 países con seguros de depósitos explícitos, incluyendo 23 países europeos, 4 africanos, 11 asiáticos y 12 americanos. La misma se reporta en García (1997). Con excepción de Estados Unidos, los sistemas de seguros de depósitos se

instrumentan a partir de la década del sesenta, con particular énfasis desde 1980 (32 de los 50). Para evitar el problema de selección adversa, en 41 casos el esquema es compulsivo. Sólo en 5 casos la cobertura del sistema es total y en 36 casos se excluyen los pasivos interbancarios. Por su parte, 45 esquemas tienen cobertura limitada con relación a la suma de los depósitos de un depositante en los bancos con problemas. En 38 casos se mantiene un fondo de garantía basado en primas de seguro, mientras que en 9 países se imponen cargas *ex-post* a los bancos sobrevivientes. En 10 casos se utilizan sistemas de co-seguros para combatir el problema del riesgo moral. En términos operativos, 11 esquemas están administrados por el sector privado, 23 por los gobiernos y 14 conjuntamente. Finalmente, 46 esquemas están financiados por fondos privados, aunque 33 de ellos han recibido asistencia pública para iniciar el sistema o en caso de una crisis sistémica.

Además de los resultados cuantitativos de la encuesta, García (1997) sugiere, a partir de la experiencia recogida a nivel internacional, una serie de prácticas razonables, tanto para períodos normales como para momentos de crisis. Entre las primeras, se destacan las siguientes: desarrollar sistemas explícitos, compulsivos y transparentes, no cubrir totalmente los depósitos, fijar primas ajustadas por el riesgo de las instituciones, promover la mayor apertura de información posible por parte de las instituciones aseguradas, resolver rápidamente el pago de los depósitos asegurados, evitar demoras en la resolución de las instituciones problemáticas, y diseñar la institución que administra el seguro con participación (no determinante) de los bancos y con una relación fluida con el regulador y el prestamista de última instancia. Entre las recomendaciones para ajustes en momentos críticos se destaca el hecho de que el gobierno puede respaldar al fondo de garantía, pero sólo sobre la base de reglas de juego claras y con asistencia de carácter temporario.

Es de interés comentar las principales características de los mecanismos de protección de los derechos de los depositantes en algunos países vecinos.

En primer lugar, existe una garantía de depósitos en el sistema bancario argentino desde abril de 1995. El fondo de garantía es administrado por SEDESA (Seguro de Depósitos S.A.), que es una sociedad constituida por los propios bancos, cuyas participaciones son proporcionales a los aportes realizados al fondo. Esta garantía cubre la devolución del capital

depositado y los intereses devengados hasta la fecha de suspensión de la entidad, hasta un límite de U\$S 10.000.- para depósitos de menos de 90 días y de U\$S 20.000.- para los de mayor plazo. Sólo estarán cubiertos por el seguro los depósitos captados a una tasa de interés menor a una tasa de referencia fijada por el Banco Nación. El fondo podrá ser utilizado para aportes o préstamos como parte de una reestructuración de la entidad con el fin de evitar su quiebra, podrá celebrar contratos de opción de venta con las otras entidades del sistema y podrá adquirir los derechos de los depositantes de los bancos suspendidos, siempre que el costo sea menor que el resultante en el caso de aplicarse el pago de la garantía de los depósitos por revocación de la autorización para funcionar. El seguro no cubre los depósitos interbancarios, certificados adquiridos por negociación secundaria, depósitos de títulos valores, aceptaciones o garantías, certificados endosables, y depósitos captados mediante sistemas que ofrezcan incentivos adicionales a la tasa de interés. Una vez utilizado el seguro, SEDESA recibe los derechos de cobro en la liquidación o quiebra de la institución, con los privilegios correspondientes a los depositantes. El régimen procura el pago a los depositantes dentro de los 30 días desde la revocación de la autorización para funcionar. La prima mensual que pagan los bancos al fondo está compuesta por un monto básico (0,03% de los depósitos asegurados) y otro que varía según ciertos indicadores de riesgo de cada entidad y el exceso de integración de responsabilidad patrimonial computable.

En segundo lugar, Brasil cuenta con un Fondo de Garantía de Créditos oneroso para las instituciones financieras, limitado a R\$ 20.000.-, para el total de créditos de cada persona contra la misma institución o contra todas las instituciones de un mismo conglomerado financiero. Cubre depósitos a la vista, cajas de ahorro, depósitos a plazo, letras de cambio, letras inmobiliarias y letras hipotecarias. Excluye de la cobertura los créditos de otras instituciones financieras, depósitos o recursos captados en el exterior y créditos de personas vinculadas a la institución. La administración del fondo la efectúa un consejo de tres a nueve miembros designados por la Confederación Nacional de Instituciones Financieras. El fondo se utiliza cuando se decreta la intervención, liquidación extrajudicial o caída de una institución, o cuando el Banco Central reconoce la insolvencia de la misma. Participan las entidades financieras y asociaciones de crédito que reciben depósitos, aceptan letras de cambio y captan a través de letras inmobiliarias o hipotecarias. Se excluyen las cooperativas de crédito. Las contribuciones mensuales ordinarias de los

participantes surgen de aplicar una alícuota de 0,025% sobre los depósitos asegurados. Éstas podrían reducirse si el fondo llega al 5% de los saldos asegurados. Asimismo, podrán efectuarse contribuciones extraordinarias para coberturas no previstas de hasta el 50% del monto correspondiente a la cuota ordinaria. El fondo también se costea con las tasas de servicio provenientes de la emisión de cheques sin provisión de fondos y con la recuperación de derechos crediticios subrogados por el fondo.

Un tercer caso es el de Paraguay, cuya Ley de Bancos prevé un sistema de protección de depósitos que, en caso de quiebra de entidades financieras, garantiza la devolución del conjunto de imposiciones de dinero bajo cualquier forma y de personas de cualquier residencia, por hasta el equivalente a 10 salarios mínimos mensuales. En 1997, esta garantía se elevó a 50 salarios mínimos (aproximadamente U\$S 11.000.-). Este sistema no es oneroso para las instituciones financieras, a pesar de constituir un seguro explícito; el fondo es financiado por el Tesoro Nacional. Adicionalmente, el gobierno no asume obligaciones ante los ahorristas de una entidad que hubiere devenido insolvente.

En cuarto término, el Banco Central de Reserva del Perú incorpora, desde 1991, un Fondo de Seguro de Depósitos, que es administrado por un Consejo integrado por representantes del Banco Central, la Superintendencia de Banca y Seguros, el Ministerio de Economía y Finanzas y los gremios de los bancos y las empresas financieras. El fondo es compulsivo (aunque se admite la excepción para los bancos estatales de fomento), y cuenta con un aporte inicial del Banco Central y con aportes de las entidades financieras en función del monto de los depósitos asegurados y de los riesgos asumidos. El fondo respalda sólo los depósitos por hasta un monto de U\$S 3.500.- (aproximadamente) si hay una entidad liquidada y de U\$S 7.000.- si hay más de una liquidación en el año. Finalmente, no se contempla la posibilidad de destinar recursos del fondo para fines de recuperación y saneamiento de intermediarios insolventes.

III.2 LA SITUACIÓN ACTUAL EN URUGUAY: SEGURO IMPLÍCITO

Uruguay no dispone de un mecanismo explícito de seguro de depósitos. Sin embargo, existe una larga tradición de salvaguardia de los derechos de los depositantes, la que se ha materializado bajo diversos

mecanismos. Esta situación es el reflejo vívido y actual de que en Uruguay existe un seguro para los depositantes que no está institucionalizado, pero que funciona como tal.

III.2.1 CARACTERÍSTICAS Y MODALIDADES DEL SEGURO IMPLÍCITO

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, debido a diversos factores que no corresponde analizar aquí, 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. 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 depósitos².

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 República, quien se hacía cargo del mismo, aunque sin liquidación del banco adquirido. Esto dio lugar a la aparición de los llamados “bancos gestionados”, de los cuales todavía se mantiene el Banco La Caja Obrera. 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. Mediante este expediente se

² 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. Sin embargo, la pequeñez de esta institución justifica que esta mención sea solamente una nota a pie de página.

salvaguardaron los derechos de los depositantes de las tres instituciones privadas más grandes de plaza, como lo fueron en su momento el Banco Comercial, el Banco La Caja Obrera y el Banco Pan de Azúcar, todos ellos de capitales nacionales.

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 caso más reciente donde se hace uso de este seguro implícito es la solución presentada por el gobierno para el Banco Pan de Azúcar. En este caso, se procede a la liquidación del banco, pero se sostienen los derechos de los depositantes mediante la asunción de estas obligaciones por parte de un nuevo banco que se crea, donde el 51% del paquete accionario pertenece a la CND y el restante a los propietarios de Banco de Crédito, lo que en los hechos funciona como una operación de absorción del banco liquidado.

En esta operación, el Estado actuando las veces de “fondo de garantía de depósitos”, se hace cargo de U\$S 25 millones, que los integra mediante una serie especial de Bonos del Tesoro a 7 años de plazo. Asimismo, el Estado mantiene el control de la institución mediante la creación de la nueva sociedad a la que se hizo referencia líneas arriba. De este modo se crea lo que podríamos llamar un *banco gestionado de capital mixto*.

Este último ejemplo ha vuelto la atención pública hacia el tema del seguro de depósitos. Tal como ha funcionado, el seguro de depósitos existe, aunque sin compromiso institucional. Asimismo, el hecho de que sea implícito, le confiere dos características no deseadas. La primera, que es un seguro que se cubre con rentas generales, por el que los principales beneficiarios del mismo no aportan. Tal como se mostró en capítulos anteriores y como señala habitualmente la literatura, es recomendable que los bancos paguen por este seguro. Cuando esto no sucede, se generan incentivos a asumir riesgos de manera desmedida por parte de los bancos en la selección de sus carteras. Ello implica que el seguro de depósito oneroso es el complemento ideal para que las normas prudenciales cumplan con su rol de salvaguardia de la solvencia del sistema.

La segunda característica hace referencia a que no existen mecanismos a priori para actuar en estos casos, aunque sí existen

responsabilidades. Esta situación compromete la posición del Banco Central del Uruguay, 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 dispone 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 es insuficiente cuando algún caso se detona. 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.³

Al no disponer el país de un seguro de depósitos explícito o de un fondo de garantía, cada vez que surge algún problema de solvencia, el Banco Central no cuenta con mecanismos idóneos (como un fondo de seguro de depósitos) y lo único que puede hacer es requerir la asistencia de otros organismos del Estado dispuestos a capitalizar el banco, lo que lo pone en una clara situación de indefensión. En otras palabras, el Banco Central tiene la responsabilidad de salvaguardar la solvencia del sistema; puede opinar sobre las soluciones; debe autorizar y aprobar los planes de recomposición, pero no puede disponer de los recursos necesarios ni existe una institucionalidad adecuada que le permita actuar en consecuencia.

Dado que un sistema de seguro explícito opera sobre la base de reglas de juego predeterminadas, el mismo constituye un mejor proceso administrativo para resolver situaciones con bancos problemáticos y proteger a los depositantes. Tiende a ser más rápido y predecible que un seguro implícito, a la vez que permite una mejor estructura de incentivos y que la carga del seguro sea absorbida total o parcialmente por el sector bancario, aliviando la carga fiscal correspondiente.

3 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.

La presencia de un seguro de depósitos implícito en el sistema uruguayo (reconocida por analistas y autoridades, percibida por los depositantes y refrendada por los hechos) hace que el punto de discusión no sea la pertinencia o no de un seguro de depósitos. En efecto, la cuestión a definir refiere a la conveniencia de explicitar el seguro, haciendo que los agentes intervinientes en el sistema bancario aporten a un fondo de garantía que, a su vez, defina reglas de juego claras para enfrentar problemas como los que experimentó el sistema bancario. Más allá de la necesidad de regulaciones de salida del mercado bancario (tal como dejó en evidencia el caso de Eurobanco)⁴, un seguro de depósitos explícito y un fondo de garantía, con pautas predeterminadas que acoten la responsabilidad de todos los agentes involucrados, coadyuvan con la posibilidad de que el Banco Central cumpla con sus responsabilidades en forma más eficiente y cabal. Apoyados en las recomendaciones de la literatura al respecto y en la experiencia internacional, este trabajo aboga por la necesidad de explicitar el seguro de depósitos para el sector bancario en Uruguay. De estar adecuadamente diseñado, el mismo 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.

III.3 APORTES PARA UNA PROPUESTA OPERATIVA

A efectos de avanzar en una propuesta operativa para un seguro de depósitos en el sistema bancario uruguayo, se hace necesario discutir una serie de factores de implementación. Sin ánimo de ser taxativos, se plantean, a continuación, cinco aspectos que se entienden prioritarios. Los mismos refieren a la institucionalidad asociada al sistema que se proponga, sus participantes, la cobertura del seguro, los mecanismos que activan el mismo, qué consecuencias acarrea en términos de derechos sobre las entidades que lo utilizan y, finalmente, la fijación del aporte por parte de las instituciones participantes. Estas reflexiones constituyen una primera aproximación a estos aspectos y pretender incentivar el debate necesario sobre los mismos.

4 El Banco Central ya ha establecido reglas para la salida voluntaria de instituciones solventes del sistema bancario.

La institucionalidad del seguro

Debido a que el Banco Central cumple el rol de prestamista de última instancia, facultad asociada exclusivamente a instituciones con problemas de liquidez, la institucionalidad que se cree tendrá como objetivo salvaguardar los derechos de los depositantes en los casos de insolvencia. Como el seguro de depósitos consiste básicamente en un fondo a ser utilizado en caso de que alguna institución afiliada al mismo no pueda responder patrimonialmente a sus depositantes, se requiere la creación de una entidad que se encargue de administrarlo.

No parece prudente que sea el Banco Central del Uruguay quien deba cumplir ese rol en forma exclusiva. Sin embargo, es claro que la autoridad monetaria debe tener participación relevante en las decisiones que se tomen, entre otras cosas, porque la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera tiene la potestad de incidir en el destino final del banco socorrido, ya sea mediante su potestad de autorizar capitalizaciones y fusiones, o mediante la decisión de liquidar el banco. Por otra parte, también podría considerarse la representación de los intermediarios asegurados.

Asimismo, puede suceder que por un hecho catastrófico, el fondo no sea suficiente para hacerse cargo de los depósitos asegurados. En ese caso, el Estado no tiene por qué renunciar a actuar de manera subsidiaria al fondo.

¿Quiénes participan del seguro?

En principio se piensa que deben participar del seguro las instituciones financieras de propiedad privada. Esto se debe, fundamentalmente, a que los bancos públicos tienen los depósitos garantizados por el Estado, tal como sucede en el caso del BROU, cuya carta orgánica lo establece a texto expreso.

Dentro del sistema financiero privado, no sería necesario cubrir a las Instituciones Financieras Externas. La razón fundamental para ello radica en que su actividad no influye directamente sobre la plaza local en la medida en que sus operaciones no involucran en ningún caso a residentes. De este modo, los problemas de insolvencia que eventualmente pudieran

generarse en este subsector, no debería repercutir sobre la estabilidad de la moneda nacional ni sobre el sistema de pagos.

Por lo tanto, el seguro debería incluir de entre las instituciones financieras privadas a los bancos, las casas financieras y las cooperativas de ahorro y crédito.

La cobertura del seguro

Como se vio en las consideraciones conceptuales, resulta inconveniente que el seguro cubra la totalidad de los depósitos bancarios. En general, este mecanismo se orienta a proteger a los depositantes menos sofisticados, que en general, se asocian a los de menores montos. En tal sentido, parece razonable fijar un monto máximo de cobertura por depositante. Lo que se abre a una mayor discusión refiere a si ese tope debe hacerse por cada institución o si se debe considerar el conjunto de las entidades que sufran una corrida. Por ejemplo, si una corrida afecta a tres instituciones, puede fijarse un tope equivalente a U\$S 30.000.- por depositante por cada banco o referir ese monto por depositante para los tres bancos tomados conjuntamente.

Un segundo aspecto se relaciona con la actividad off-shore. Se planteó precedentemente que no se entendía relevante incluir a las Instituciones Financieras Externas en un esquema seguro de depósitos, dada la naturaleza de sus actividades. No obstante, los bancos y las casas financieras también tienen operativa off-shore y captan depósitos de no residentes. Por lo tanto, se pone de manifiesto la posibilidad de que el seguro cubra obligaciones con no residentes, en la medida que no exista una separación clara entre las actividades domésticas y las internacionales. Parece razonable pensar que el seguro debiera cubrir todos los depósitos, al margen de la residencia del depositante. Resta por evaluar si este tratamiento discriminatorio entre los depósitos de no residentes en una Institución Financiera Externa y en una entidad sujeta al régimen de seguro genera distorsiones de relevancia o si, básicamente, no tiene efectos prácticos, dada la naturaleza de la operativa estrictamente off-shore.

En tercer lugar, se hace necesario delimitar los tipos de instrumentos financieros que se cubrirían con el seguro. Parece tener sentido el hecho de que los depósitos interbancarios queden fuera de la cobertura, al igual que otros instrumentos dirigidos a la banca mayorista y los depósitos en

garantía. En todo caso, se requiere de un refinamiento de criterios a efectos de fijar claramente estos límites.

Un cuarto aspecto, que rige por ejemplo en Brasil, puede ser tomado en consideración y refiere a que no se cubran los depósitos de personas vinculadas de una u otra manera a las empresas de intermediación.

Finalmente, se puede también excluir de la cobertura a los depósitos captados a tasas de interés elevadas (y que, por lo tanto, incorporan un componente de riesgo mayor por parte de la institución que los acepta) o con estímulos adicionales. En estos casos, se puede analizar la posibilidad de que las instituciones que ofrezcan tasas que impliquen que esos depósitos no estarán cubiertos por el seguro, lo hagan saber adecuadamente a los potenciales depositantes.

La utilización del seguro

Deben fijarse normas que determinen cuándo el fondo debe actuar: si lo hace a pedido de la institución, si lo hace a pedido del Banco Central por intermedio de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera, o bajo algún otro mecanismo. La naturaleza propia del trabajo de supervisión parece imponer como lógico que el Banco Central tenga aquí un rol importante a desempeñar.

Asimismo, debido a razones de conveniencia que van más allá de los derechos de los depositantes, parece importante que existan diversos mecanismos de resolución del problema de fondo, que es la insolvencia del banco. Ello implica que la decisión de liquidación lisa y llana del banco debiera ser la medida a tomar en última instancia. Antes que ello ocurra, el fondo de garantía debería disponer de mecanismos predefinidos, previos a la decisión de liquidación, tales como la venta por licitación o la fusión con otra institución preexistente. Por otra parte, debido a la naturaleza del problema que se intenta resolver, los procedimientos de actuación tienen que ser ágiles.

La determinación de la prima del seguro

Tal como surge de la revisión teórica y de buena parte de la experiencia internacional, la prima que los participantes del sistema deben pagar (o los aportes que deban hacer a un fondo de garantía) debería ser

variable en función del riesgo asumido por cada institución asegurada, a efectos de evitar o mitigar los problemas de riesgo moral de las entidades y de los depositantes. Resta por determinar cómo se podría fijar operativamente dicha prima en el caso uruguayo.

Una forma sugerida por Merton (1977) se basa en la correspondencia isomórfica entre la garantía de depósitos o préstamos y una opción *put* y, por lo tanto, se plantea la utilización de la teoría de valuación de opciones y arbitraje. Considerando una serie de supuestos clásicos en finanzas, la prima del seguro de depósitos ajustada por el riesgo estaría dada por la siguiente expresión:

$$P = D N(y + \sigma_V \sqrt{t}) - V N(y), \text{ con } y = \frac{\ln(D/V)}{\sigma_V \sqrt{t}} - \frac{1}{2} \sigma_V \sqrt{t},$$

donde P representa la prima del seguro, D es el valor de los depósitos a ser asegurados, V es el valor de los activos de la empresa, σ_V es la desviación estándar del retorno de los activos que refleja la volatilidad del mismo, $N(\cdot)$ representa la función de distribución normal y t es el período entre dos controles. Este método requiere de la existencia de mercados financieros completos y perfectos, a través de los que pueda reproducirse el contrato de seguro con portafolios de activos transables. Esto constituye un obstáculo en la medida que el valor de los activos de los bancos y la variabilidad de sus retornos no son observables; muchos de los activos carecen de valor de mercado porque no se negocian. Cuando las instituciones cotizan en los mercados financieros, una forma de sortear el problema planteado consiste en estimar las dos variables en cuestión a partir de un sistema de ecuaciones no lineales usando los valores de mercado del patrimonio y la volatilidad de sus retornos. Definiendo E como el valor del patrimonio y σ_E como la variabilidad de sus retornos, las ecuaciones referidas son:

$$E = V N(x) - \rho D N(x - \sigma_V \sqrt{t}), \text{ con } x = \frac{\ln(V / \rho D) + \sigma_V^2 t / 2}{\sigma_V \sqrt{t}},$$

$$\text{y } \sigma_E = - \frac{V \left(\frac{\partial E}{\partial V} \right)}{E} \sigma_V,$$

donde ρ es un factor de multiplicación. Este factor captura el hecho de que el regulador no procede a liquidar un banco insolvente inmediatamente, por lo que ρD (con $0 < \rho < 1$) representa el valor crítico más allá del cual es óptimo declarar el banco en bancarrota. La prima del seguro estimada de esta manera variará positivamente con la relación entre depósitos y activos y con la volatilidad de los retornos de los activos.

Este mecanismo ha sido utilizado para evaluar las primas de seguro de depósitos para los casos de Estados Unidos (Ronn y Verma (1986)), Canadá (Giammarino *et al.* (1989)) y Argentina (Cavalli *et al.* (1998)), entre otros. Sin embargo, en Uruguay no se tienen valores de mercado de los patrimonios de las instituciones financieras, por lo que el método de estimación análogo a la valuación de opciones no puede ser desarrollado. Esto implica que deban buscarse mecanismos alternativos para evaluar los riesgos asumidos por las entidades financieras a efectos de ajustar la prima del seguro. En particular, se puede contar con ratios parciales de los diversos riesgos que las instituciones asumen, por lo que sería posible construir una paramétrica con los indicadores relevantes. Esta idea de parametrizar índices es utilizada en otros países, como Argentina. Esta paramétrica deberá ser objeto de un estudio más profundo del que se desarrolla en este trabajo, si bien es posible adelantar algunos aspectos a ser tenidos en cuenta. Se plantean, a continuación, tres elementos centrales para la evaluación referida: los riesgos de la actividad financiera, la adecuación patrimonial y el problema sistémico.

Los riesgos de la actividad financiera

En ese sentido, se deberían ponderar indicadores que reflejen el riesgo de insolvencia, pues éste será el que active la utilización del seguro. Sería, entonces, necesario incluir índices que permitan evaluar el riesgo crediticio, el cambiario, el de tasas de interés, el operacional y el asociado a las operaciones fuera de balance.

En cuanto al *riesgo crediticio*, la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera del Banco Central cuenta con información referida a la calidad de cartera, la morosidad y la concentración del crédito de las entidades. Estos indicadores permitirían distinguir a las instituciones en función de cuán riesgosas son sus estrategias de otorgamiento de créditos.

En términos de *riesgo cambiario*, es necesario diferenciar dos aspectos. El primero refiere a la posición en moneda extranjera que las entidades presentan en sus balances (que se encuentra regulada por medidas regulatorias) y que podrá ser considerada a efectos de evaluar el riesgo asociado a una desvalorización de la moneda. El segundo aspecto no surge de la contabilidad bancaria, sino que está implícito en la operativa misma de los intermediarios. Consiste en el hecho de que, aún cuando los mismos presenten un adecuado calce de monedas, los deudores pueden no estar calzados (por ejemplo, personas o empresas que toman préstamos en dólares pero su actividad depende del mercado doméstico y se manejan en moneda nacional). Este factor vincula el riesgo cambiario con el riesgo crediticio y se debería tomar en consideración a efectos de la medición del riesgo global de las instituciones.

Un tercer elemento refiere al *riesgo de tasa de interés*. La magnitud del mismo puede asociarse al descalce de plazos que muestra la operativa de los intermediarios financieros. La Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera cuenta con información a efectos de calcular este descalce, en particular, asociado a plazos de uno y tres años. Es posible, por tanto, desarrollar indicadores que reflejen la dimensión del riesgo de tasa de interés en función del descalce de plazos y otras variables relevantes, como la responsabilidad patrimonial.

Más allá de que conceptualmente la noción de *riesgo operacional* aparece como una unidad integrada, en los hechos puede verse como un conjunto muy heterogéneo de aspectos, lo cual dificulta enormemente su definición concreta y su medición. Por lo tanto, no existen, por el momento, indicadores que refieran al mismo. De todos modos, algunos aspectos salientes de la faceta operacional de las instituciones podrían ser sistematizados a efectos de obtener algún tipo de calificación efectuada por los grupos inspectivos de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera. Esta no es una tarea sencilla y seguramente insuma un tiempo considerable, pero puede verse como un posible agregado a los indicadores relevantes para la fijación de la prima del seguro en el futuro. Provisoriamente, una alternativa puede consistir en dejar cierta discrecionalidad al ente regulador para, de manera debidamente fundamentada, afectar la prima de las entidades que muestren fallas operacionales notorias y sistemáticas.

Finalmente, debería considerarse el *riesgo de las operaciones fuera de balance*. Cabe hacer notar que buena parte de las operaciones que tradicionalmente se consideran fuera de balance están incluidas en los estados contables en el caso uruguayo, sobre todo en las llamadas Cuentas a Liquidar. No obstante, la registración contable no refleja, en todos los casos, los riesgos que efectivamente se asumen de acuerdo a la naturaleza de tales actividades. Es muy difícil evaluar estos riesgos, en la medida en que se requeriría información detallada de cada una de las operaciones en cuestión. Probablemente se pueda considerar algún indicador de la magnitud de las operaciones de orden y contingencia como una aproximación al tema, si bien se es consciente de que cualquier índice de esta naturaleza tiene un contenido informativo muy relativo. En todo caso, este aspecto constituye otro de los que requiere un mayor desarrollo en el futuro.

La adecuación patrimonial

Uno de los aspectos que se valora en los sistemas de seguros de depósitos es el llamado co-seguro. En este sentido, puede considerarse que el nivel patrimonial (depurado de la manera que se entienda conveniente a estos efectos) consiste en una especie de autoseguro por parte de la institución. Asimismo, corresponde relacionar el diseño del seguro de depósitos con la regulación prudencial, ya que ambos constituyen elementos complementarios que hacen a la sustancia de la red de seguridad buscada por la regulación financiera. En particular, se plantea que un sobre-cumplimiento de las normas de adecuación patrimonial debería conducir a una reducción de la prima que deba abonar la entidad en cuestión. Esta idea es aplicada en países como Argentina, en donde se considera el ratio entre el capital integrado y el capital mínimo requerido por las normas prudenciales como un elemento que disminuye el aporte.

Cabe destacar el caso de las instituciones que operan como sucursales de bancos internacionales y que pueden considerar que el respaldo institucional de sus casas matrices opera como seguro suficiente para sus operaciones locales.⁵ Esto llevaría a pensar que es dudosa la conveniencia

5 Como criterio general, el capital de las casas matrices podría considerarse (parcialmente) sólo en el caso en que exista un compromiso contractualmente exigible por parte de la misma de que respaldará a la sucursal en la eventualidad de una insuficiencia patrimonial, definida de la forma más expresa posible.

para ellos de participar en un esquema de seguro de depósitos. Estas entidades, que se suponen en buenas condiciones para afrontar problemas, estarían subsidiando, a través del seguro, a aquellas que tienen posiciones más riesgosas y que tienen una mayor probabilidad de utilizar el seguro. Más allá de que, como se planteó precedentemente, el seguro debe ser compulsivo, existe un aspecto que le otorgaría a estas instituciones incentivos para integrarse al seguro y subsidiar a las entidades más frágiles. Este aspecto refiere a las posibles consecuencias de problemas de una institución sobre el conjunto del sistema, lo cual es tratado a continuación.

El problema sistémico

Existe la posibilidad de que una corrida que afecte a una o pocas instituciones se transforme en un problema sistémico que perjudique, por tanto, al resto de las entidades. En este sentido, todos los intermediarios financieros (incluso aquellos que no presentan problemas específicos) estarán interesados en que las instituciones frágiles no caigan. Este aspecto les otorga el incentivo de participar en el mecanismo de seguro de depósitos. Si bien no es sencillo cuantificar este factor, se justifica de esta manera la inclusión de un componente fijo mínimo dentro de la prima que debiera ser aportado por todas las entidades. Este esquema de incorporar un componente fijo y otro variable (referido al riesgo de cada participante) ha sido tomado en diversos países, incluyendo Argentina y parece brindar una solución atractiva también para el caso uruguayo.

Una propuesta preliminar

A manera de una primera aproximación a la determinación de la prima del seguro, se presenta aquí una propuesta que implica la utilización de indicadores que la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera maneja en forma sistemática, lo cual le otorga el atractivo de la simplicidad y la facilidad de acceso a la información requerida. Los indicadores reflejan la posición de las diversas entidades con relación a la morosidad, la concentración de créditos, el descalce de monedas, el descalce de plazos, la exposición a operaciones contingentes y el exceso patrimonial. La prima mensual por unidad de depósito asegurado podría ser calculada de acuerdo a la siguiente expresión:

$$P = 0.01\% \times \frac{a \times MOR + b \times CONC - c \times POSME + d \times DESC + e \times LIQ}{f \times EXCPAT}$$

donde:

MOR = proporción de créditos vencidos en el total,

CONC = proporción de los diez mayores riesgos en el total,

POSME = ratio de la posición neta en moneda extranjera sobre la responsabilidad patrimonial neta,

DESC = ratio del descalce de plazos a tres años sobre la responsabilidad patrimonial neta,

LIQ = ratio del rubro de cuentas a liquidar sobre la responsabilidad patrimonial neta, y

EXCPAT = ratio de la responsabilidad patrimonial neta sobre la responsabilidad patrimonial neta mínima.

La expresión sugerida debería ser acotada entre 1 y 3, de forma que se determinen primas por unidad de depósito entre 0.01% y 0.03%. La idea de definir una tasa mínima que todas las instituciones deben aportar refiere a lo discutido acerca del riesgo sistémico.

La definición del valor de los parámetros de la fórmula de cálculo es relativamente arbitraria, en el sentido que no hay teoría que soporte un conjunto particular de valores. A modo de ejemplo, se efectuó el cálculo correspondiente a las instituciones intervinientes en el mercado relevante a fines de 1998 (bancos privados, casas financieras y cooperativas de ahorro y crédito) utilizando los siguientes parámetros: $a = 15$, $b = 5$, $c = 0.3$, $d = 0.2$, $e = 0.05$ y $f = 0.8$.⁶ La primera idea que aparece es que las primas en sí mismas no debieran ser demasiado onerosas para las instituciones. A efectos de ver el impacto de las primas calculadas, se supuso que se aseguraban depósitos de residentes y no residentes por hasta un monto de U\$S 30.000.- por cliente y por institución. Este monto abarcaría a todos los depositantes y cubriría en su totalidad los derechos de casi el 95% de los clientes. El monto total de depósitos asegurados asciende casi a U\$S 3.000 millones y la magnitud mensual de las primas para todo el sistema sería de

⁶ En la medida en que se están procesando cambios en la normativa de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (por ejemplo, en los criterios de contabilización de los créditos morosos), estos parámetros seguramente no sigan siendo adecuados para el futuro.

poco más de U\$S 0.5 millones, correspondiendo a una proporción del 0.0173% de los depósitos. Este cálculo permite estimar, además, el peso del costo anual del seguro en el total de los activos y del patrimonio de cada institución. Los resultados obtenidos se presentan en la Tabla siguiente:

Institución	Prima por unidad de depósitos	Costo anual sobre activos	Costo anual sobre patrimonio
1	0.0100%	0.01%	0.23%
2	0.0100%	0.04%	0.55%
3	0.0100%	0.06%	0.76%
4	0.0100%	0.01%	0.22%
5	0.0100%	0.01%	0.08%
6	0.0100%	0.01%	0.19%
7	0.0100%	0.02%	0.27%
8	0.0100%	0.01%	0.12%
9	0.0100%	0.02%	0.08%
10	0.0100%	0.02%	0.17%
11	0.0100%	0.08%	0.32%
12	0.0100%	0.03%	0.54%
13	0.0100%	0.01%	0.15%
14	0.0100%	0.03%	0.03%
15	0.0112%	0.05%	0.57%
16	0.0126%	0.07%	0.89%
17	0.0130%	0.01%	0.19%
18	0.0133%	0.05%	0.92%
19	0.0143%	0.04%	0.59%
20	0.0151%	0.04%	0.68%
21	0.0154%	0.11%	1.11%
22	0.0155%	0.18%	1.28%
23	0.0164%	0.06%	0.79%
24	0.0176%	0.09%	1.55%
25	0.0179%	0.06%	1.11%
26	0.0181%	0.15%	1.36%
27	0.0198%	0.08%	1.05%
28	0.0201%	0.17%	0.95%
29	0.0209%	0.04%	0.34%
30	0.0210%	0.08%	0.60%
31	0.0231%	0.00%	0.00%
32	0.0280%	0.05%	0.23%
33	0.0300%	0.21%	2.52%
34	0.0300%	0.19%	3.91%
35	0.0300%	0.22%	13.54%
36	0.0300%	0.08%	0.86%
37	0.0300%	0.07%	0.56%

Puede apreciarse que, en términos generales, la metodología propuesta arroja primas que no son excesivamente onerosas para las instituciones. Aún considerando que todas las condiciones se mantuvieran estables (es decir, sin incorporar los beneficios derivados de la introducción de un fondo de garantía), las primas sólo afectarían la rentabilidad de las instituciones en 1.06 puntos porcentuales en promedio. Un mérito de la metodología propuesta es que permite discriminar razonablemente las instituciones en función de los riesgos asumidos.

En realidad, uno de los principales aspectos para el cual la diferenciación entre instituciones a través de un indicador global de riesgos (como es la prima calculada) es importante refiere a que esté disponible para los potenciales depositantes. De ser de público conocimiento, esta información será un ingrediente central para la toma de decisiones sobre la mezcla de riesgos y retornos por parte de los inversores. La transparencia de información en este sentido es vital, y se sumaría al hecho de que los depositantes deberán estar informados de los casos en que no estarían cubiertos por el fondo de garantía (ya sea por que el monto de sus depósitos supere el máximo cubierto o porque la tasa de interés es excesivamente elevada). Este proceso permite mitigar en parte el riesgo moral de los depositantes. El otro aspecto relevante de dicha diferenciación refiere a la generación de incentivos más adecuados con relación a la toma de riesgos por parte de las instituciones, mitigando, de esta manera, el riesgo moral de los bancos.

IV REFLEXIONES FINALES

El problema asociado al sistema bancario uruguayo no es si debe o no existir un seguro de depósitos. En los hechos, se acepta generalmente la existencia una garantía implícita avalada por el Estado y que ha conllevado una alta carga fiscal por lo menos en los últimos veinte años. El punto en discusión, entonces, lo constituye la pertinencia de explicitar dicho seguro y crear la institucionalidad que le dé sustento.

El presente trabajo, basado en la experiencia aplicada internacional y las consideraciones teóricas relevantes, aboga por la necesidad y las ventajas de la explicitación del seguro de depósitos en el caso uruguayo. La misma permitiría atacar de manera más eficiente algunos problemas asociados a la actividad financiera (riesgo moral de instituciones y

depositantes) y fijaría reglas de juego más claras para los procesos de intervención en el sistema, facilitando así el cumplimiento de las funciones que la Carta Orgánica le encomienda al Banco Central.

El objetivo de diseñar una red de seguridad para el mercado financiero ya ha tenido un impulso fundamental en el desarrollo y afianzamiento de la regulación prudencial y de la definición del prestamista de última instancia del sistema. Este es un camino que debe seguir siendo profundizado. La explicitación de un fondo de garantía y el desarrollo de una más eficiente central de riesgos se entienden como ingredientes adicionales básicos para el perfeccionamiento de dicha red. La propuesta contenida en este trabajo pretende aportar a la resolución del primero de los mismos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bhattacharya, S., A. Boot y A. Thakor (1998):** “The Economics of Bank Regulation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, N° 4.
- Cavalli, D., J. Knoll y P. Filippi (1998):** “Valuación del seguro de depósitos en Argentina”, Universidad Torcuato Di Tella, mimeo.
- Chan, Y., S. Greenbaum y A. Thakor (1992):** “Is Fairly priced Deposit Insurance Possible?”, *The Journal of Finance*, Vol. 47, N° 2.
- Craine, R. (1995):** “Fairly Priced Deposit Insurance and Bank Charter Policy”, *The Journal of Finance*, Vol. 50, N° 5.
- Dewatripont, M. y J. Tirole (1993):** *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.
- Diamond, D. (1984):** “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies*, N° 51.
- Diamond, D. y P. Dybvig (1983):** “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, N° 3.
- Eichberger, J. y I. Harper (1997):** *Financial Economics*, Oxford University Press.
- Freixas, X. y J. C. Rochet (1997):** *Microeconomics of Banking*, MIT Press.
- García, G. (1997):** “Commonalities, Mistakes and Lessons: Deposit Insurance”, The Federal Reserve Bank of Chicago/World Bank Conference, mimeo.
- Giammarino, R., E. Schwartz y J. Zechner (1989):** “Market Valuation of Bank Assets and Deposit Insurance in Canada”, *Canadian Journal of Economics*, XXII, N° 1.
- Greenbaum, S. y A. Thakor (1995):** *Contemporary Financial Intermediation*, The Dryden Press.
- Leland, H. y D. Pyle (1977):** “Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation”, *The Journal of Finance*, N° 32.
- Merton, R. (1977):** “An analytic Derivation of the Cost of Deposit Insurance and Loan Guarantees”, *Journal of Banking and Finance*, N° 1.

Merton, R, y Z. Bodie (1993): “Deposit Insurance Reform: A Functional Approach”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 38.

Ronn, E. Y A. Verma (1986): “Pricing Risk-Adjusted Deposit Insurance: An Option-Based Model”, *The Journal of Finance*, N° 41.

LA INTRAMENSUALIDAD DE LA LIQUIDEZ Y EL MERCADO DE CAMBIOS EN EL URUGUAY ¹

**MICHAEL BORCHARDT
ANA IBARRA**

RESUMEN

Bajo un régimen de una banda de flotación amplia o de tipo de cambio flotante, las variaciones intramensuales de la relación oferta/demanda de liquidez le imprimen volatilidad al tipo de cambio y/o a las tasas de interés. Durante gran parte de los últimos seis años predominó en el diseño de la política económica, una valoración negativa con respecto a la volatilidad del tipo de cambio -particularmente en su despegue respecto al piso de la banda de flotación-, tanto por que podía retrasar el abatimiento del ritmo inflacionario, como por la menor precisión que involucraba para el cálculo económico de los agentes intervinientes en el sector real de la economía.

El presente trabajo constituye una interpretación de los determinantes de las fluctuaciones intramensuales de la relación oferta/demanda de liquidez y de su vinculación con el comportamiento intramensual del mercado de cambios. Bajo esta interpretación, se diseña una metodología, y en particular un conjunto de indicadores, que viabilizan un seguimiento diario que permita interpretar con la misma frecuencia la situación de los mercados monetario y cambiario y anticipar su comportamiento en el corto plazo.

ABSTRACT

Under a floating exchange rate or a target zone, the intra-month swings between liquidity supply and demand generate volatility on the exchange rate or the interest rate. In recent years, policymakers have focused on

¹ Las interpretaciones y puntos de vista vertidos en este trabajo son estricta responsabilidad de los autores, no comprometiéndolo con ello la opinión institucional del Banco Central.

preventing the exchange rate from rising above the floor of the band, both because it would disaccelerate the inflation rate and would reduce exchange rate uncertainty.

This paper tries to shed light into the intramonth fluctuations in liquidity supply and demand and their relationship with the exchange rate market. Under this framework, a methodology is designed to conduct the daily monitoring of liquidity.

I. INTRODUCCIÓN

I.1 ESTRUCTURA DEL TRABAJO

La primer parte del trabajo plantea el objetivo que tiene el monitoreo de la liquidez, así como algunas definiciones básicas. En la segunda parte se identifica la intramensualidad de la liquidez de los diferentes agentes, cuyo comportamiento pauta las características del mercado de cambios. En la tercera se plantea una interpretación sobre cómo el comportamiento integrado de dichos agentes incide sobre el mercado de cambios y las tasas de interés. Finalmente, en la cuarta parte se detallan los aspectos que se monitorean, los indicadores utilizados a tal fin y la forma de anticipación de la futura tónica de la liquidez y del mercado de cambios. En el Anexo se amplía el análisis de los factores determinantes de la oferta de base monetaria y la composición de la demanda de pasivos monetarios en el Uruguay.

I.2 EL MONITOREO DIARIO DE LA LIQUIDEZ

El objetivo básico de la metodología de monitoreo de la liquidez² que el BCU desarrolló a partir de 1994, estuvo relacionado con el comportamiento del mercado de divisas: acotar la volatilidad del tipo de cambio y el despegue con respecto al piso de la banda de flotación. En términos generales este comportamiento potencial del tipo de cambio emerge de las variaciones intramensuales de las variables monetarias y fiscales, sin perjuicio de que por diferentes motivos -entre los que se inscribe la estacionalidad intraanual-, en algunos períodos a la potencial volatilidad y despegue dentro del mes, se superpone la emergente de factores cuyo impacto se prolonga por períodos superiores a un mes.

Hasta fines de 1994 el programa financiero se financiaba parcialmente mediante la emisión de letras en pesos a dos meses de plazo, lo que mantenía el tipo de cambio en el piso de la banda de flotación. A partir del último trimestre de dicho año el programa pasó a financiarse exclusivamente mediante instrumentos denominados en moneda extranjera.

2 Cuando en este documento se hace referencia a "liquidez", corresponde a moneda doméstica.

En consecuencia, al eliminarse el instrumento en pesos que aseguraba que en general el dólar se mantuviera en el piso de la banda de flotación, adquirió mayor importancia el monitoreo de la liquidez intramensual.

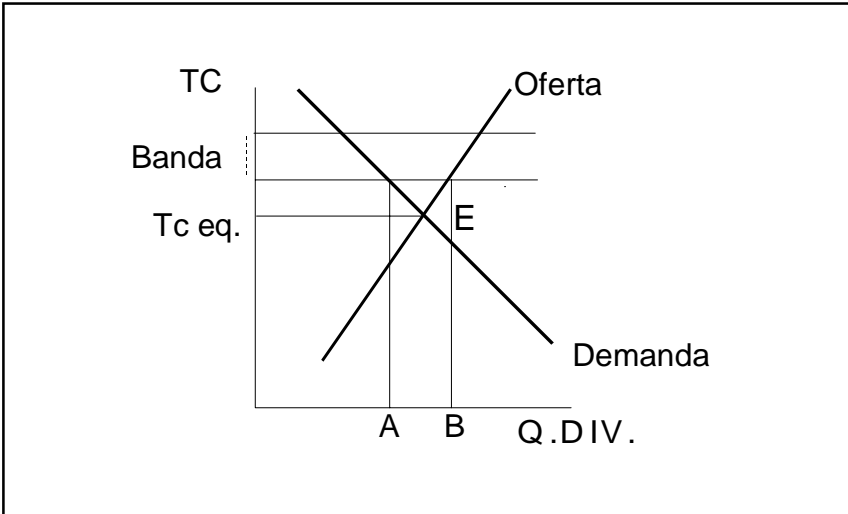
Previamente al tratamiento de la intramensualidad, se realizan algunas consideraciones anuales e intraanuales sobre la relación entre la demanda de dinero y el mercado de cambios, así como referentes a la base monetaria.

I.3 ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE CAMBIOS EN EL URUGUAY

Al nivel de tipo de cambio fijado por el BCU, el sector privado es superavitario en divisas para el conjunto del año: el saldo neto entre sus movimientos de balanza de pagos y el financiamiento que le otorga el sector público, es positivo. El gráfico 1 representa el mercado privado de divisas. Al nivel del piso fijado por el Banco Central para la banda de flotación, la oferta privada de divisas excede a la demanda en AB, por lo que el sector privado es oferente neto de divisas. Como contrapartida, es demandante neto de moneda doméstica. Requiere moneda local para satisfacer el aumento de su demanda de dinero y para cumplir con sus obligaciones con el sector público no financiero³.

Por el contrario, el sector público -gobierno general, BCU y empresas públicas- es fuertemente superavitario en sus operaciones en moneda nacional y deficitario en sus operaciones en moneda extranjera. La esterilización que se verifica a través del superávit en las operaciones en pesos del sector público lleva a que el sector privado deba vender divisas -al BCU o al BROU- para recomponer su demanda de pasivos monetarios. Estos aspectos se desarrollan en el Anexo 1, donde se ilustra la importancia de las magnitudes involucradas.

³ Estas relaciones fueron desarrolladas en A. Ibarra (Octubre 1998) - Ficha Metodológica del Área de Política Monetaria del BCU N° 5: "Ventas de divisas por parte del sector privado, o compras netas de divisas realizadas por el Sector Público".

Gráfico 1: Mercado privado de divisas

A través de los distintos períodos intramensuales fluctúan la demanda y oferta de base monetaria, modificando la relación oferta/demanda de divisas por parte del sector privado, y por consiguiente el punto de equilibrio del mercado de cambios, que en algún período pasa a ubicarse por encima del piso de la banda de flotación. Esto le imprime un potencial despegue y volatilidad al tipo de cambio.

Las modificaciones en la relación oferta/demanda de base monetaria -aspecto que se aborda en el numeral II- presentan una pauta definida en los distintos períodos del mes, lo que permite predecir el período subsiguiente.

I.4 LA BASE MONETARIA RELEVANTE

En el numeral anterior se hizo referencia a la “base monetaria” y el potencial impacto que las variaciones de su relación oferta/demanda ejercen sobre el mercado de cambios a lo largo del mes⁴. Llevado a la práctica del

⁴ También la ejerce a lo largo del año, dado que paralelamente a una estacionalidad intramensual, hay una intra-anual.

monitoreo, ¿cuál es el agregado monetario a considerar? Su definición debe responder al objetivo del seguimiento de la liquidez intramensual: anticipar la tónica del mercado de cambios. Bajo este propósito, se identifican tres agregados monetarios, cada uno de los cuales aporta información sobre diferentes aspectos.

- a) El que en este documento se denomina de aquí en más “base monetaria”. Es el agregado conformado por el circulante en poder del público y las reservas bancarias obligatorias. No incluye dentro de estas últimas los encajes que mantiene el BROU por el 100% de las cuentas del Gobierno Central y BPS, ya que ello equivale aproximadamente a que estos organismos depositen directamente en el BCU⁵. Constituye el agregado que presenta las mayores fluctuaciones intramensuales, por lo que tiene una potencial incidencia sobre el mercado de cambios. Sin embargo, considerando períodos más prolongados y en términos desestacionalizados su comportamiento es relativamente estable, dado que depende básicamente del motivo transacción, y las transacciones reales se caracterizan por una clara estacionalidad. En consecuencia, su demanda tiene una pauta de comportamiento predecible. Eventuales apartamientos de su pauta constituyen “alertas” a ser analizados.
- b) Un agregado monetario más amplio, los pasivos monetarios del BCU⁶. Se define como el circulante en poder del público, más las reservas bancarias totales (encajes e instrumentos de esterilización), menos el saldo de las cuentas del gobierno central y BPS en el BROU, que están encajados al 100%. Obviamente que al adicionar los instrumentos de esterilización a la base monetaria, se amortiguan las fluctuaciones de esta última. Ello implica un paralelo amortiguamiento de las potenciales fluctuaciones en el mercado de cambios. Un distanciamiento permanente entre este agregado y la base monetaria -que equivale a un incremento del circulante de instrumentos de esterilización- denota un mayor riesgo para el

5 En tanto el encaje debe ser cumplido para el promedio diario del mes, el BROU no mantiene cada día un encaje del 100% del saldo de las cuentas del GC y BPS.

6 Incluye instrumentos de cargo del Gobierno Central (letras de tesorería en pesos). La definición de esta variable fue analizada en A. Ibarra (Marzo 1998) - Ficha Metodológica del Área de Política Monetaria del BCU N° 4: “Identificación de los pasivos monetarios como fuente de financiamiento del programa financiero”.

mercado de cambios: la demanda de dichos instrumentos es más sensible a un aumento de la incertidumbre o un deterioro de las expectativas, que la demanda de base monetaria.

- c) La “base monetaria ampliada”, que computa los pasivos monetarios definidos en el numeral anterior más los encajes que debe mantener el BROU por el 100% de las cuentas del Gobierno Central y BPS. Salvo cambios bruscos de expectativas, esta variable -sin desestacionalizar- es la que presenta las menores fluctuaciones intramensuales. Varía básicamente por la compra-venta de divisas y -si las hubiere- por las transferencias de fondos de las cuentas del Gobierno Central en el BCU al BROU. Constituye una variable a monitorear para detectar expansiones indeseadas de oferta.

II. EL COMPORTAMIENTO DE LOS AGENTES Y LA ESTACIONALIDAD INTRAMENSUAL DE LA LIQUIDEZ

Los flujos financieros que se verifican entre el sector gubernamental, el sector empresarial privado no financiero y las familias, y que afectan los fondos líquidos de las instituciones de intermediación financiera, se caracterizan por una pauta intramensual marcada y regular, que permite prever la evolución de la liquidez dentro del mes.

Los aspectos relevantes en la determinación de las características de la intramensualidad son: desde el punto de vista de la oferta de base monetaria la estacionalidad de las cuentas fiscales; desde el punto de vista de la demanda, la estacionalidad de la preferencia por el efectivo y del efecto que ejerce el fisco sobre el nivel de transacciones privadas de bienes y servicios.

II.1 EL EFECTO DE LAS CUENTAS FISCALES

Los flujos que se verifican entre el Gobierno Central y BPS, y el sector privado, que responden al calendario impositivo y al cronograma de pagos de las instituciones estatales, constituyen uno de los determinantes básicos de la estacionalidad intramensual de la liquidez del conjunto del sistema. La particularidad del caso uruguayo es la importante magnitud

que representa el gobierno central y lo reducido de la base monetaria. Las cuentas en pesos del gobierno varían en unos U\$S 200 a U\$S 250: entre el máximo y el mínimo intramensual, lo que representa una cuarta parte de la base monetaria.

Las operaciones fiscales afectan indirectamente la base monetaria. Cuando el gobierno central realiza pagos, transfiere parte del saldo de sus cuentas en el BROU al sector privado. El BROU reduce los encajes por un monto de igual magnitud⁷. Esta reducción de encajes no modifica la base monetaria, puesto que -como se señaló al definir los agregados- estos encajes están excluidos de la misma. En cambio, los fondos transferidos al sector privado aumentan la base monetaria en un monto equivalente.

Lo inverso sucede cuando el gobierno central recauda: aumenta el saldo de sus cuentas en el BROU y a su vez este último incrementa los encajes correspondientes. La constitución de dichos encajes no incrementa la base monetaria, pero por los impuestos pagados, el sector privado debió reducir base: se transfiere circulante y reservas bancarias a las cuentas del gobierno central.

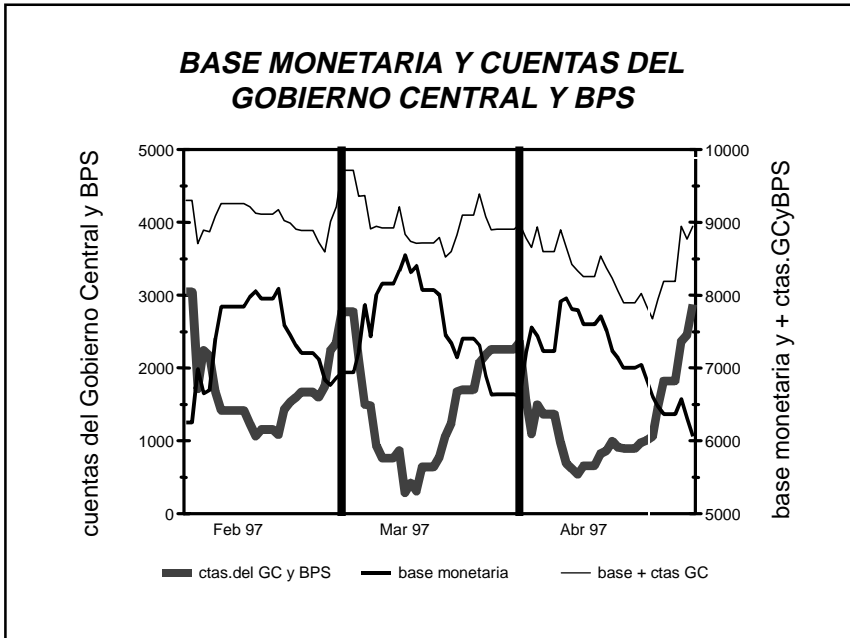
Durante la primer parte del mes el gobierno central y BPS conjuntamente considerados, gastan más de lo que recaudan, con lo que disminuyen sus saldos bancarios, liberando base monetaria. A su vez, en este período el público recibe el grueso de su ingreso mensual, que mantiene como saldo de dinero mientras no lo ha gastado. En la segunda parte del mes, cuando va gastando el ingreso percibido, declina la demanda de dinero⁸. Paralelamente, el gobierno central y BPS recaudan más de lo que gastan, con lo que en este período reducen la oferta de base monetaria.

En consecuencia, la base monetaria y las cuentas del gobierno central y BPS tienen una evolución en espejo, como se observa en la gráfica adjunta. Sin embargo, las variaciones diarias de ambos agregados no son de suma cero -como se aprecia en la línea fina de la gráfica-, de donde se

7 Dado que el cumplimiento de la obligación de encaje es sobre promedios mensuales, no siempre reduce encajes en un monto equivalente al retiro de las cuentas del gobierno.

8 Las innovaciones a nivel de los instrumentos de pago pueden introducir alteraciones.

deriva un potencial impacto sobre el mercado de cambios. Las variaciones no son de suma cero básicamente por dos motivos⁹.

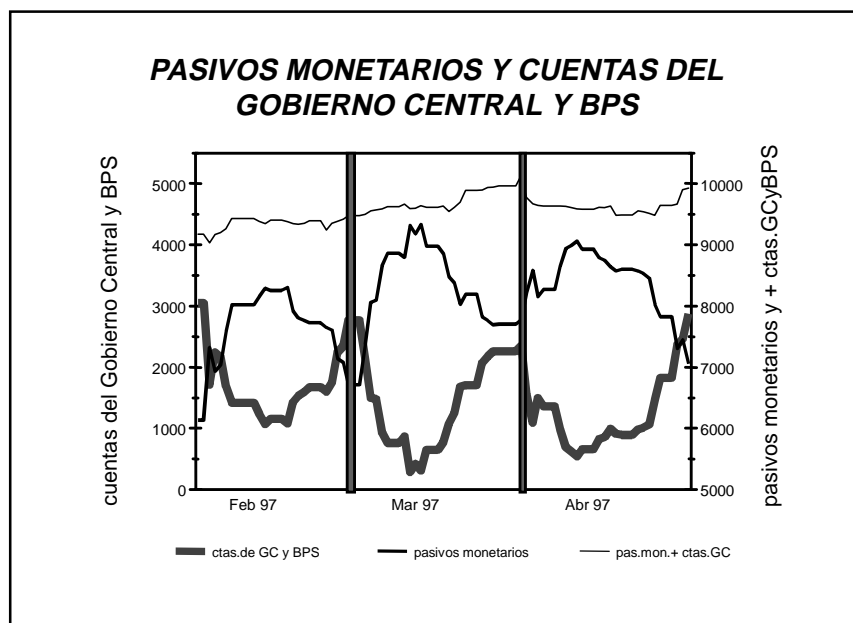


Uno refiere al hecho de que las cuentas fiscales ejercen un efecto directo sobre la oferta de base monetaria, pero la demanda diaria, si bien está incida por el cronograma fiscal, también lo está por factores exógenos a los fiscales, algunos de los cuales se tratarán más adelante.

El otro motivo responde a la existencia de instrumentos de esterilización. En el período en que el gobierno central y BPS gastan más de lo que recaudan, liberan liquidez que -de no ir al mercado cambiario-

9 En realidad hay otros motivos adicionales. No se está considerando la incidencia del resto del sector público no financiero, ni otros factores de generación de oferta de base monetaria. Dentro de estos últimos, las operaciones de divisas del BCU son el resultado de los desajustes de oferta y demanda de base monetaria, por lo que no corresponde incluirlos aquí, ya que son justamente el tema de análisis. Los restantes factores generadores de oferta monetaria son irrelevantes para el caso uruguayo. Estos aspectos se detallan en el Anexo 1.

puede mantenerse en circulante, reservas bancarias obligatorias o reservas bancarias excedentes. Estas últimas se constituyen en instrumentos rentables, lo que aquí se denomina “de esterilización”. En consecuencia, el efecto de la expansión fiscal de este período opera sobre un agregado más amplio que la base monetaria: los pasivos monetarios del BCU.



Lo inverso sucede en el período en que los organismos estatales recaudan más de lo que gastan: reducen pasivos monetarios del BCU, ya sea base monetaria o instrumentos de esterilización.

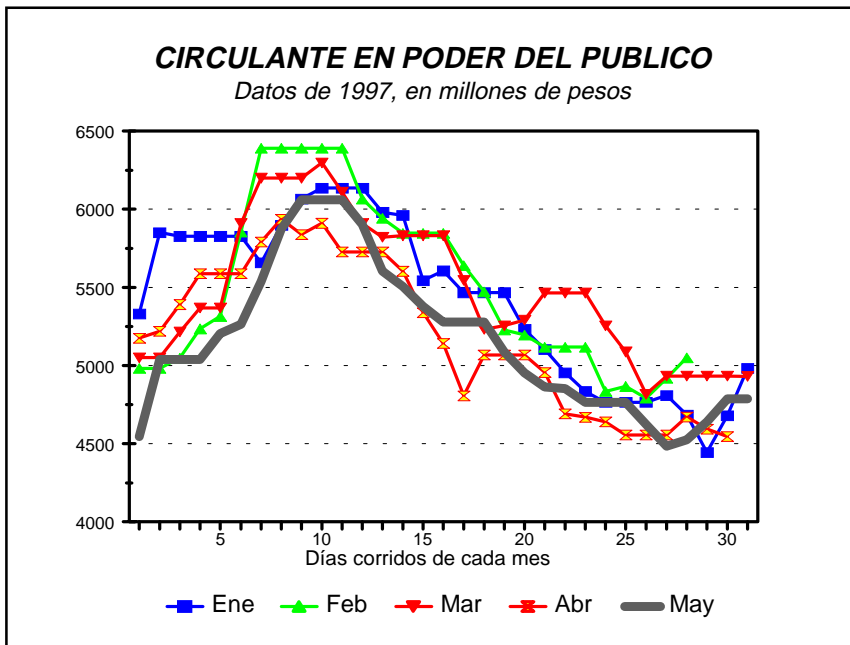
La existencia de estos instrumentos amortigua los desajustes entre oferta y demanda de base monetaria, aplanando la línea fina de la gráfica. La diferencia entre dichas líneas de las dos últimas gráficas son los instrumentos de esterilización. El aplanamiento en la segunda equivale a la amortiguación de las fluctuaciones del mercado de cambios.

Los instrumentos de esterilización no constituyen los únicos amortiguadores: el comportamiento de los intermediarios financieros opera a favor de compensar los desajustes entre las variaciones diarias de la

demanda de pasivos monetarios y de la oferta vinculada a las cuentas del Gobierno Central y BPS, como se detalla más adelante.

II.2 LA PREFERENCIA POR EL CIRCULANTE

La relación entre el circulante y los depósitos en moneda doméstica fluctúa en el transcurso del mes. Dichas fluctuaciones se encuentran asociadas al comportamiento de las cuentas públicas antes comentado, y a las relaciones financieras entre empresas y familias. En grandes líneas podría decirse que en la primer quincena del mes el Gobierno Central y BPS pagan la mayor parte de su presupuesto -constituido en una alta proporción por sueldos y pasividades-, liberando pesos. A su vez, entre el cierre de mes y principios del siguiente las empresas pagan salarios, por lo que en este período las economías domésticas incrementan su liquidez. A medida que avanza el mes y las familias van gastando su ingreso mensual, disminuye su liquidez y se incrementa la de las empresas¹⁰.



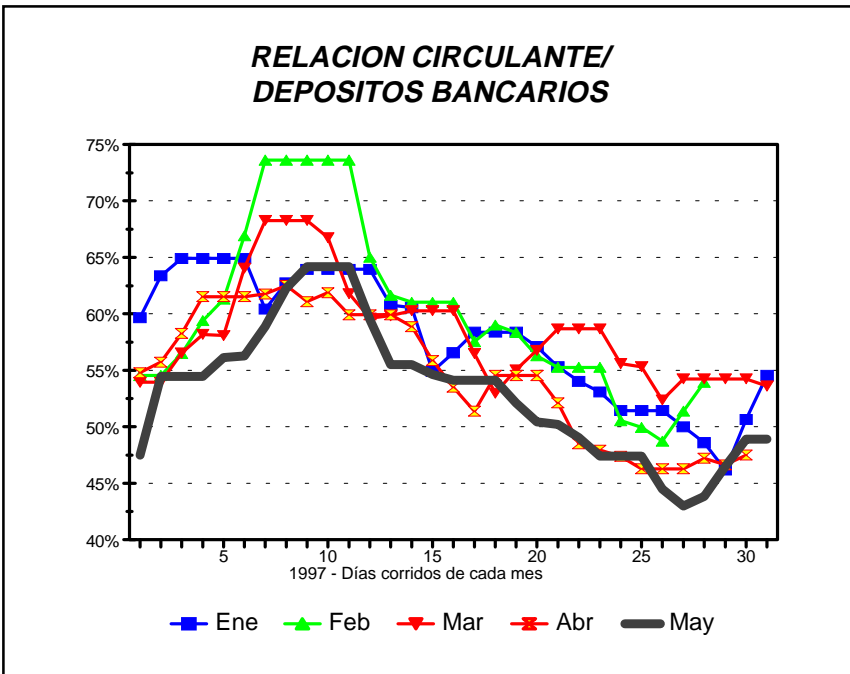
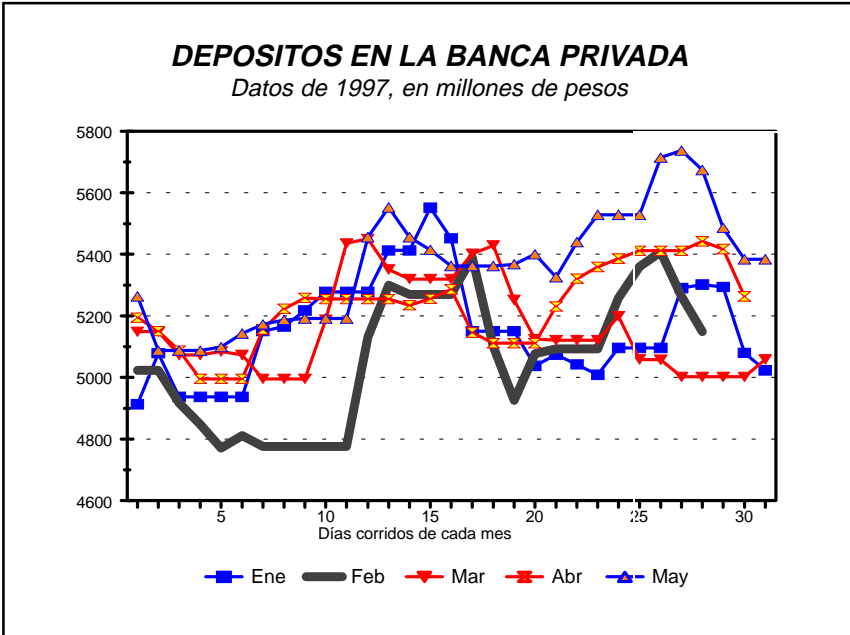
10 Es posible que el cambio en la tecnología financiera tienda a suavizar el comportamiento intramensual del público.

Las familias se caracterizan por una mayor preferencia por el circulante que las empresas, por lo que los flujos financieros entre ambos agentes determinan cambios en la relación circulante/depósitos en pesos a lo largo del mes. La estacionalidad intramensual del circulante sigue aproximadamente la disponibilidad de liquidez por parte de las economías domésticas: crece desde próximo al cierre del mes hasta la primer parte del siguiente, y luego declina. La de los depósitos en la banca privada se aproxima más a la de las empresas: declina desde el cierre del mes hasta la primer parte del siguiente, para aumentar posteriormente. En consecuencia, la relación circulante/depósitos comienza a incrementarse próximo al cierre del mes y continúa esta tendencia durante la primer parte del siguiente, para declinar posteriormente.

El comportamiento de la preferencia por el circulante disminuye el multiplicador monetario en la primer parte del mes, para incrementarlo posteriormente. Considerado esto conjuntamente con la incidencia de las cuentas fiscales, significa que en la primer parte del mes, cuando la demanda de dinero está incrementándose porque el público está percibiendo su ingreso mensual, el paralelo aumento de la preferencia por el circulante torna más pronunciado el incremento a nivel de la demanda de base monetaria. Esta agudización del aumento de la demanda de base monetaria tiende a reducir el tipo de cambio de equilibrio.

Lo contrario sucede en la segunda parte del mes hasta próximo al cierre del mismo. Durante este período baja la demanda de dinero porque el público ya ha gastado parte de su ingreso mensual. Simultáneamente se reduce la preferencia por el circulante, lo que redundará en una baja más pronunciada de la demanda de base monetaria, con el consiguiente incremento en el nivel de equilibrio del tipo de cambio.

El comportamiento de las instituciones financieras tiende a atenuar este desfase entre oferta y demanda de base monetaria, como se comenta en el numeral siguiente.



II.3 EL CICLO DE LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

La liquidez bancaria¹¹ no se acompasa estrictamente con la del público en general, sino fundamentalmente con la de las empresas, debido a los cambios que experimenta la preferencia por el circulante a lo largo del mes. En consecuencia, las disponibilidades en pesos que tienen los bancos están pautadas por la estacionalidad de la preferencia por el circulante y de las cuentas fiscales.

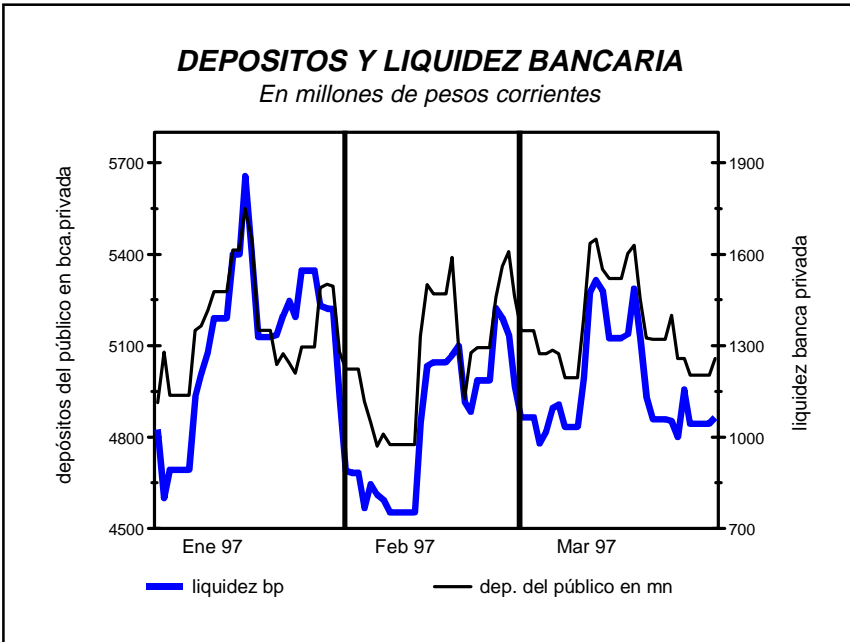
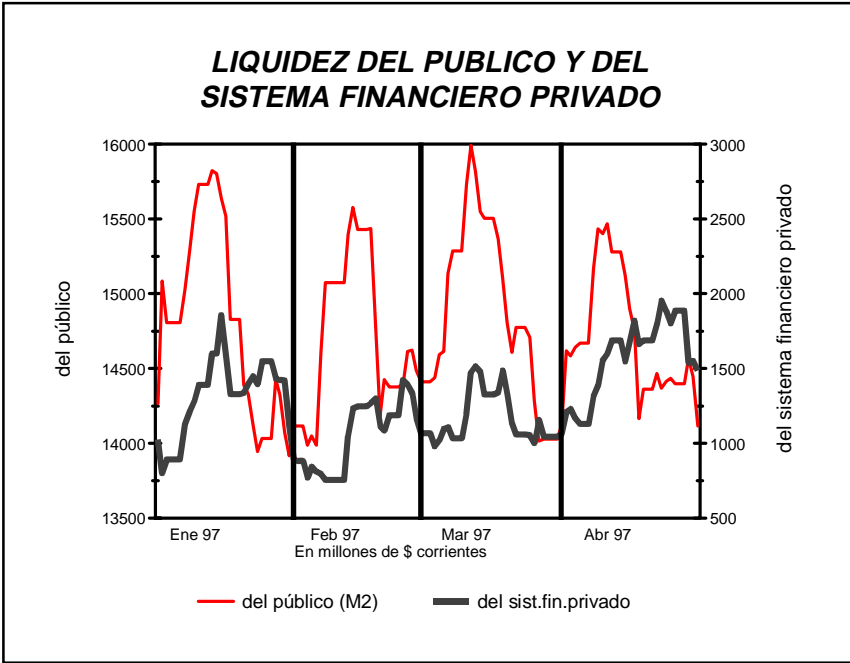
En la primer parte del mes el Gobierno Central y el BPS pagan gran parte de su presupuesto, liberando pesos. Constituye el período en que el público está más líquido. Sin embargo, los bancos están ilíquidos, dado que las empresas mantienen sus depósitos en los niveles más reducidos del mes, ya que han afrontado los pagos impositivos de fin del mes anterior y los pagos de salarios de fin y principio de mes.

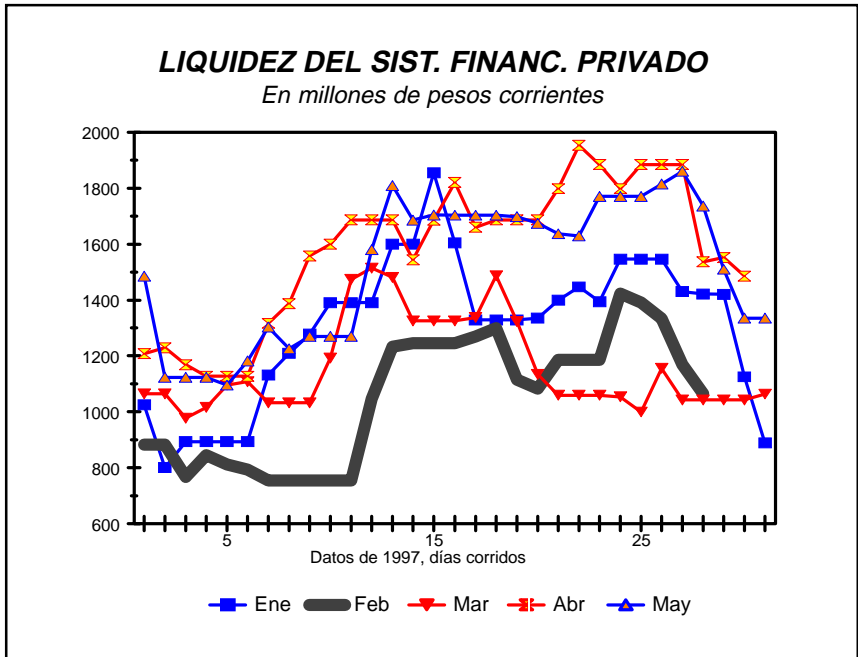
En la segunda parte del mes la recaudación impositiva supera a los gastos del Gobierno, por lo que la liquidez del público comienza a declinar. A su vez, las economías domésticas han gastado una parte de su ingreso mensual, con lo que los fondos han pasado de las familias a las empresas. Los depósitos bancarios se incrementan, y con ello la liquidez bancaria hasta próximo al cierre del mes.

Sobre fin de mes la recaudación impositiva y el inicio de los pagos de salarios por parte de las empresas, determinan una caída de los depósitos bancarios y por lo tanto de la liquidez bancaria.

El comportamiento de las instituciones financieras tiende a amortiguar su ciclo de liquidez intramensual y los impactos sobre el mercado de cambios, a través del manejo de dos variables: sus encajes y su posición en moneda extranjera.

11 La graficada computa la totalidad de reservas bancarias en los instrumentos exigidos por el BCU y los instrumentos de esterilización que se adjudicaron. Estos últimos podrían estar en poder del público.





Los bancos privados manejan el cronograma intramensual de cumplimiento de encajes con la flexibilidad que les otorga el hecho de que deban cumplir con la obligación para el promedio diario del mes: durante los períodos intramensuales en que están menos líquidos mantienen un porcentaje de encajes inferior a la media mensual, y en los restante períodos un porcentaje superior. De esta forma, en su período intramensual ilíquido aumentan el multiplicador monetario, reduciéndolo en sus períodos líquidos.

Incorporando este elemento a lo señalado en el último párrafo del numeral anterior, se tiene que al cierre del mes y principios del siguiente, cuando el aumento de la preferencia por el circulante tiende a reducir el multiplicador monetario y a determinar un aumento de la demanda de base monetaria superior al de la oferta inducida por el ciclo fiscal, los bancos bajan su coeficiente de encaje, ejerciendo un efecto al alza del multiplicador monetario y atemperando los desajustes entre oferta y demanda de base monetaria y por lo tanto los impactos sobre el mercado de cambios.

Lo inverso sucede en el período intramensual siguiente: los bancos aumentan su coeficiente de reservas, contrarrestando por lo menos parcialmente el aumento del multiplicador monetario que se genera vía aumento de la preferencia por el circulante. Con ello reducen el exceso de oferta de base monetaria con respecto a la demanda y amortiguan la presión al alza sobre el tipo de cambio de equilibrio.

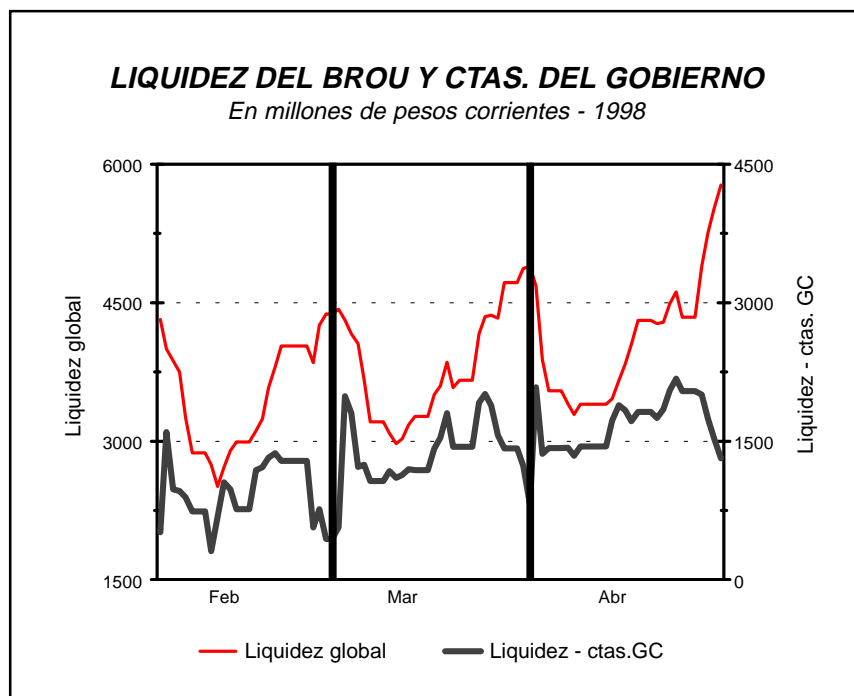
El manejo de su posición en moneda extranjera es el otro factor que les permite a los bancos amortiguar el ciclo de liquidez intramensual que enfrentan, estableciendo una relación directa con el mercado de cambios, objeto del presente estudio. Si el régimen fuera de tipo de cambio fijo, en el período en que los bancos enfrentan restricciones de liquidez -a comienzos de mes- venderían divisas en el mercado y se recomprarían en la segunda parte del mes, cuando ya hubieran avanzado en el cumplimiento del encaje, sin incurrir en riesgo cambiario.

Sin embargo, la existencia de una banda de flotación le impone un riesgo a este manejo de la posición, ya que pequeñas variaciones del nivel de flotación diaria implican tasas anualizadas muy elevadas. Por tanto, cuando existe resistencia a deshacerse de posición, la volatilidad se refleja en las tasas call del mercado interbancario.

II.4 EL CICLO DE LIQUIDEZ DEL BROU

El ciclo de liquidez intramensual del BROU se diferencia del de la banca privada, debido a que éste maneja las cuentas del gobierno y dentro del mes éstas tienen una evolución contrapuesta a los depósitos del público. A su vez, los depósitos sujetos al régimen general de encajes que recibe el BROU, tienen una pauta menos pronunciada que la que caracteriza a la banca privada, en lo que incide el manejo de las cuentas de las empresas públicas e intendencias. A continuación se analizan los efectos de ambos factores en la liquidez del BROU, con especial énfasis en el manejo de las cuentas del gobierno central, que por su magnitud relativa constituye el factor determinante.

La gráfica adjunta muestra la evolución de la liquidez global diaria que le aporta la totalidad de los depósitos recibidos, y la que corresponde exclusivamente a los depósitos del sector privado y las empresas públicas, que presenta una menor variabilidad a lo largo del mes.



Por tanto, la liquidez de que dispone el BROU refleja el ciclo fiscal que se analizara anteriormente. A principios de mes se reduce la disponibilidad de pesos del BROU, al concentrarse los egresos fiscales y por ende reducirse el saldo de las cuentas del gobierno. Sobre fin de mes se incrementan las cuentas del gobierno, al concentrarse el cobro de impuestos, y con ello, también la disponibilidad de pesos por parte del BROU.

Sin embargo, esta liquidez no es de libre disponibilidad. Dado que las cuentas del gobierno central y BPS en el BROU están encajadas al 100%, las variaciones de las mismas se traducen en una variación de la obligación de encaje de igual magnitud¹². Por tanto, el hecho que el BROU maneje las cuentas del gobierno no incide sobre la liquidez promedio

¹² Los depósitos del gobierno central y BPS en el BROU están encajados para el promedio del mes, al 100% sobre el nivel que tenían al 31/12/90. El objetivo de esta medida fue evitar que el incremento de las cuentas del gobierno tuviera un efecto expansivo del crédito interno. Anteriormente regía para los depósitos del gobierno el régimen general de encajes, por lo que también estos depósitos netos de encaje podían ser prestados, lo que constituía una importante fuente de financiamiento del BROU en tanto éste no los remuneraba.

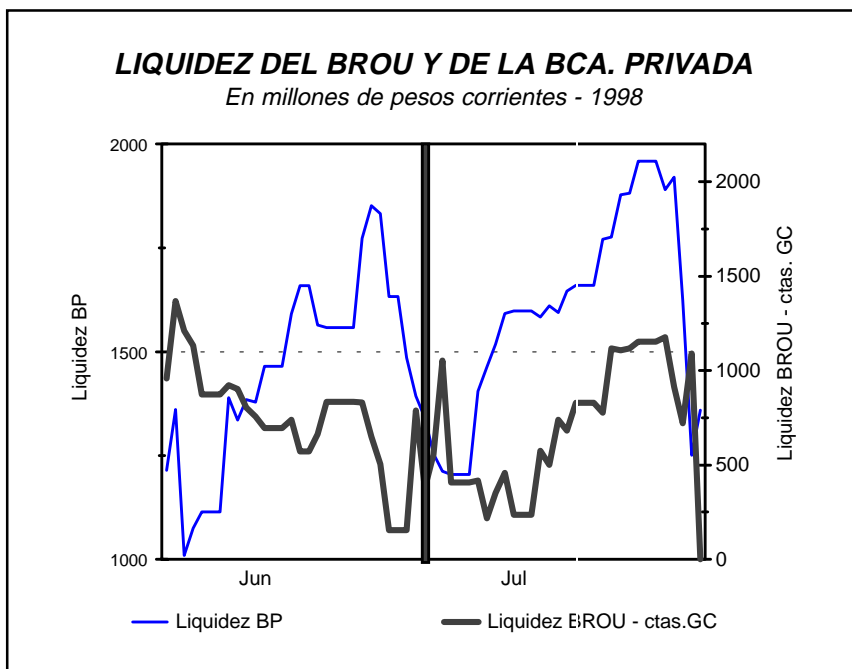
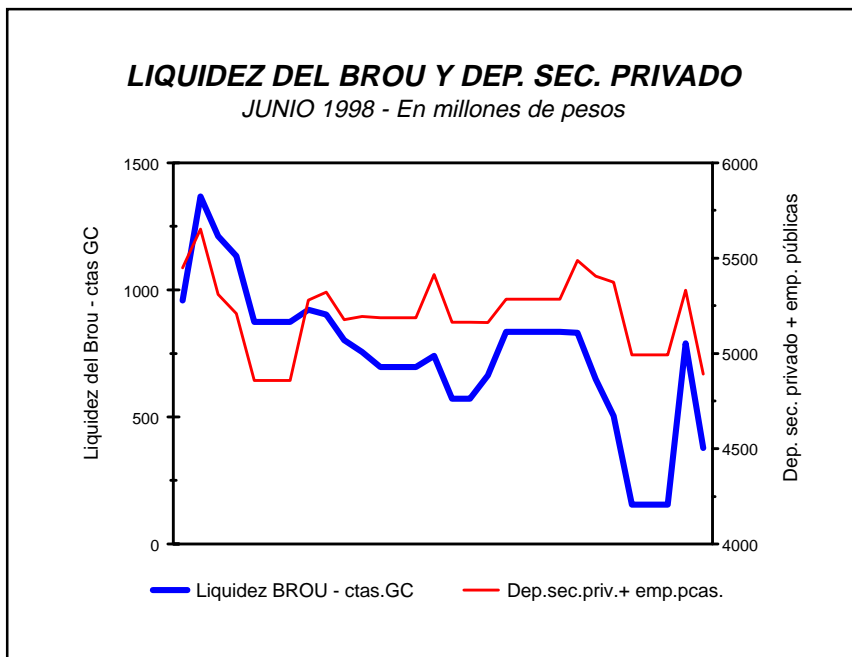
mensual de la institución ¹³. Si dispone de instrumentos de esterilización para el promedio de un mes, ello no es atribuible a que maneje las cuentas del gobierno central, sino a otros factores, que del mismo modo que para la banca privada, puede ser un incremento de los depósitos mayor que el aumento de los créditos en moneda nacional o la realización de ventas netas de divisas en el mercado.

En general la variación de la liquidez global del BROU, depurada de los fondos que recibe del gobierno, acompaña la evolución de los depósitos que recibe del sector privado y empresas públicas. Las diferencias entre ambas pueden provenir de la realización de compras o ventas netas de divisas en el mercado, del crédito neto de amortizaciones que esté otorgando o por operaciones interbancarias de dar o tomar call en plaza.

A su vez, los depósitos del sector privado y empresas públicas presentan una pauta menos estable que la banca privada. En algunos meses ésta es similar a la de la banca privada -como en el mes de julio de 1998-, pero en otros, como junio, presenta una pauta diferente o incluso opuesta. Ello se debe principalmente al manejo de los fondos de empresas públicas e intendencias -en la medida que se mantengan en pesos-, al manejo de la posición en moneda extranjera y a la captación o préstamo de fondos a través del mercado mayorista.

La pauta de constitución de los encajes del BROU opera en el sentido de amortiguar los desajustes entre oferta y demanda de base monetaria. A comienzos de mes, el BROU reduce los encajes en mayor medida que la baja de las cuentas del gobierno, facilitando el incremento de la base monetaria que caracteriza este período. A mediados de mes, constituye encajes por encima de la obligación diaria, absorbiendo parte de la baja en la demanda de base monetaria y por ende reduciendo la generación de excedentes de liquidez. Sobre fin de mes, el incremento de los encajes es menor que el aumento de las cuentas del gobierno, suavizando la restricción fiscal. Las magnitudes involucradas, el hecho que el ciclo de liquidez puede ser opuesto al de la banca privada y la existencia de canales de transmisión entre el BROU y el resto del sistema, hacen de éste un factor relevante para el análisis.

13 Sólo incide en el saldo existente al 31/12/90 y cuando el saldo de las cuentas del gobierno central y BPS se reduce por debajo del encaje técnico que debe tener la institución, en cuyo caso la tenencia de las cuentas del gobierno le impone una restricción de liquidez adicional.



II.5 SÍNTESIS DEL CICLO DE LIQUIDEZ DE LOS DIFERENTES AGENTES Y DEL MERCADO DE CAMBIOS EN EL TRANSCURSO DEL MES

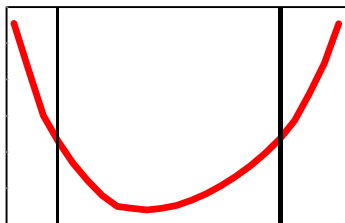
Los primeros días del mes son un período relativamente ilíquido para el sistema bancario, debido a que a la iliquidez de los días previos se adiciona la concentración del pago de sueldos. La demanda de liquidez del público se abastece por la baja de las cuentas del gobierno al pagar sus propios sueldos y pasividades y por la disminución en el nivel de las reservas bancarias. En este período el grado de cumplimiento de los encajes legales por parte del sistema financiero privado es menor que si la obligación fuera sobre saldos diarios.

La segunda y tercer semana del mes, es un período relativamente más líquido, en la medida que el público va realizando gastos y reduciendo su demanda de pesos y como contracara de ello, se incrementan los depósitos de las empresas en los bancos. En este período, los bancos incrementan la constitución de encajes por encima de lo que correspondería si su obligación fuera sobre saldos diarios, amortiguando el ciclo de liquidez.

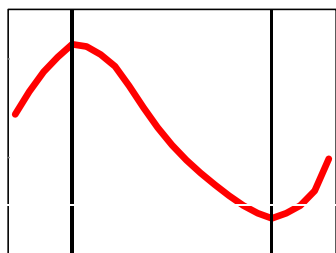
En los últimos días del mes comienza a operar la restricción fiscal, al concentrarse el pago de impuestos y consiguientemente la reducción de los depósitos del público y las empresas en los bancos y el incremento de los saldos de las cuentas del gobierno central en el BROU. Este es un período relativamente ilíquido.

Como consecuencia del ciclo de liquidez intramensual que se ha caracterizado, el tipo de cambio interbancario tiende a alcanzar el mayor nivel de flotación en la segunda y tercer semana -el período más líquido del mes-. Por el contrario, el nivel de flotación tiende a reducirse al comienzo y a fin del mes, en el período más ilíquido del mes.

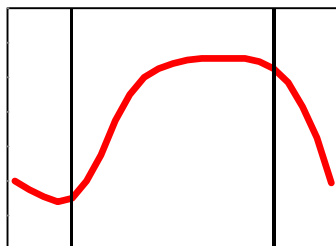
Las pautas de la liquidez intramensual que se han definido refieren a un mes tipo y son relativas a las condiciones de liquidez del conjunto del mes. Estas características se suavizan o aún se desdibujan en períodos de incertidumbre o expectativas adversas sobre el tipo de cambio y cuando se mantienen en forma persistente montos importantes de instrumentos de esterilización por períodos que exceden al mes.



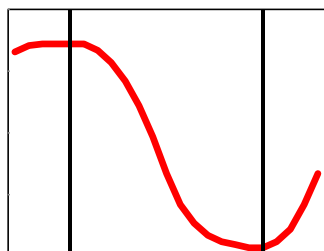
GOBIERNO CENTRAL



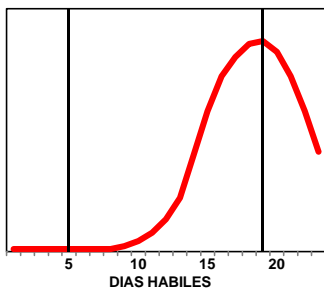
EL PUBLICO



EMPRESAS / BANCOS



**TASA CALL
INTERBANCARIA**



TIPO DE CAMBIO

DIAS HABILES

III. LA LIQUIDEZ INTRAMENSUAL, EL MERCADO DE CAMBIOS Y LAS TASAS DE INTERÉS

III.1 EL MODELO BÁSICO

En lo que sigue se plantean las relaciones entre las características de la liquidez intramensual y el mercado de cambios. Se simplifica considerando dos períodos en el mes: un primer período en que el Gobierno ha pagado gran parte de su presupuesto y las empresas los salarios, por lo que la demanda de base monetaria es elevada en términos relativos al promedio del mes; un segundo período en que el Gobierno está recaudando y las familias ya han gastado una parte importante de su ingreso mensual, y en que por lo tanto la demanda de base monetaria ha declinado. Las características del primer período corresponden básicamente al cierre de mes y principios del siguiente. El segundo período es el resto del mes.

Se asume que:

- * la demanda de base monetaria es una función declinante de la tasa de interés¹⁴;
- * el piso de la banda de flotación se ubica por encima del tipo de cambio que equilibra la oferta y demanda de base monetaria en el primer período intramensual;
- * los precios son estables;
- * la situación fiscal está dada para cada período intramensual;
- * el tipo de cambio es una función decreciente de la tasa de interés: cuando la tasa de interés aumenta se incentiva un cambio de portafolio hacia activos denominados en moneda local y por consiguiente aumenta la oferta de divisas;
- * no hay incertidumbre en cuanto a la sostenibilidad de la política cambiaria;

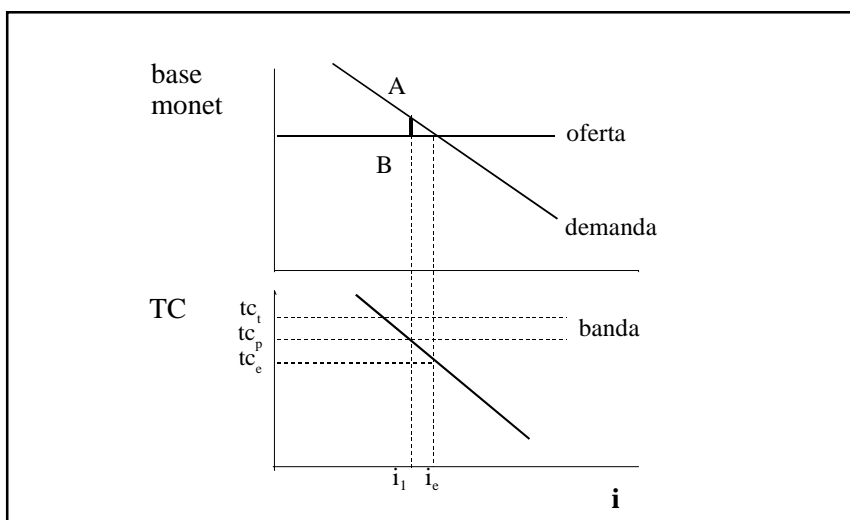
14 Se desestima el efecto directo de las tasas pasivas sobre la constitución de encajes.

El análisis gráfico que se realiza para cada período representa la demanda de base monetaria (gráfica superior) y el tipo de cambio (gráfica inferior) como función de la tasa de interés. La oferta de base monetaria se considera dada: la existente al inicio de cada período. Al graficar la demanda de base monetaria como función de la tasa de interés, se asume como exógeno el ingreso disponible y por lo tanto el nivel de transacciones reales. También se asume como exógena la preferencia por el circulante.

a) Primer período intramensual

Para el primer período intramensual, dada la oferta de base monetaria y la función de demanda de base monetaria, en el gráfico I superior se determina la tasa de interés de equilibrio (i_e). Llevada esta tasa de interés al gráfico I inferior, queda determinado el tipo de cambio de equilibrio (tc_e). Sin embargo, el piso de la banda de flotación es superior al nivel del tipo de cambio que equilibra la oferta y demanda de base monetaria. Para un nivel de tipo de cambio ubicado en el piso de la banda de flotación, la tasa de interés es menor a la de equilibrio (i_1) y por lo tanto la demanda de base monetaria supera a la oferta (en el monto AB). La demanda excedente por sobre la oferta se provee mediante compras de divisas por parte del Banco Central o mediante cancelación de instrumentos de esterilización preexistentes.

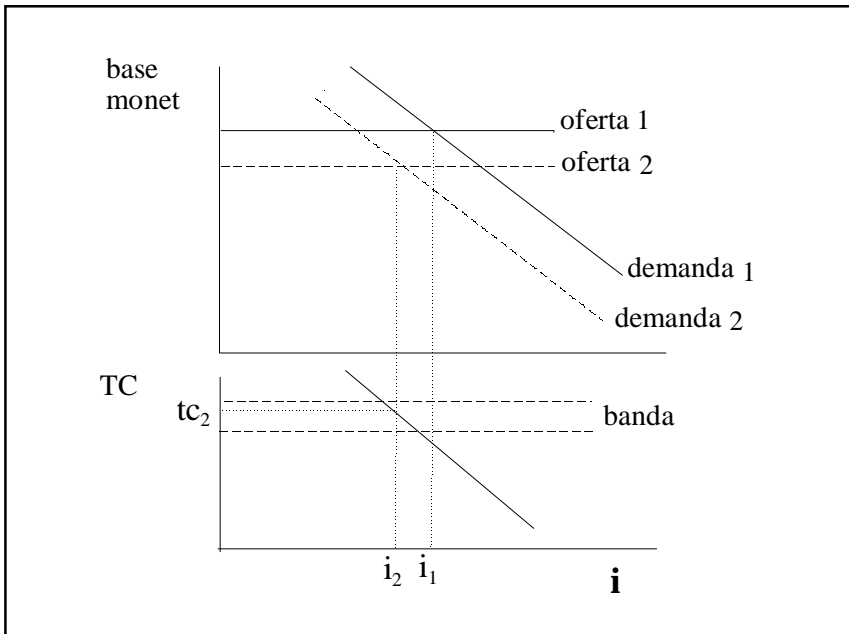
Gráfico I: primer período intramensual



b) Segundo período intramensual

En el segundo período del mes declina tanto la oferta como la demanda de base monetaria (gráfica II, donde "1" y "2" responden a los distintos períodos del mes). La oferta declina por motivos fiscales. La demanda, porque el público ya gastó gran parte de su ingreso mensual ¹⁵, y adicionalmente porque se reduce la preferencia por el efectivo. La demanda se reduce en mayor medida que la oferta. La tasa de interés declina (de i_1 a i_2) y el tipo de cambio de equilibrio es superior al del primer subperíodo del mes (en el gráfico II representado por tc_2). En este período el tipo de cambio de equilibrio puede alcanzar un nivel superior al piso de la banda de flotación.

Gráfico II: cambio del primer al segundo período intramensual



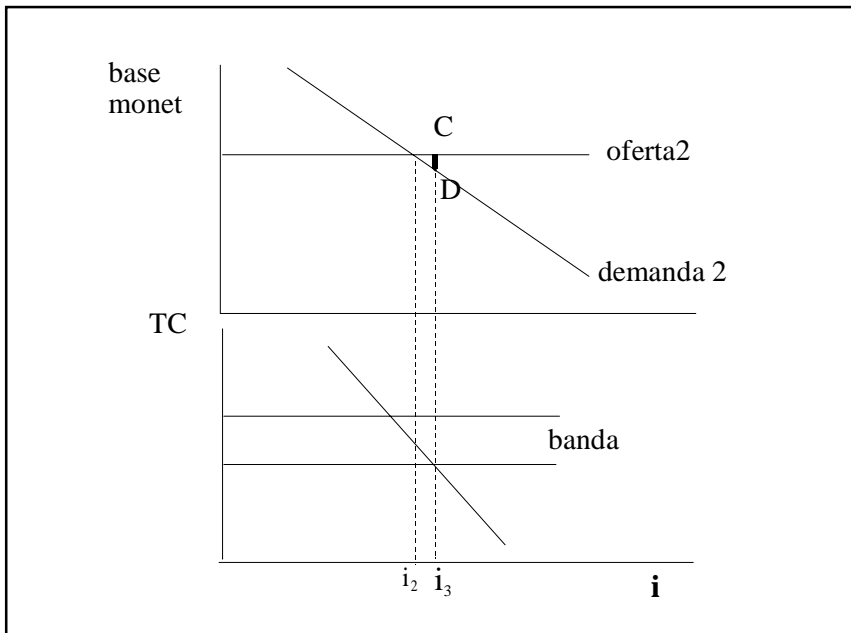
¹⁵ Cuyos ingresos provienen tanto de las remuneraciones y transferencias realizadas por el gobierno, como por el sector privado.

Si el Banco Central quiere evitar que el tipo de cambio flote más allá de cierto porcentaje, le pone un piso a la tasa de interés (i_3 en el gráfico III, si por ejemplo quiere que el tipo de cambio esté en el piso de la banda). Operativamente fija este piso mediante los instrumentos de esterilización.

Al acotar el descenso de la tasa de interés, la demanda de base monetaria queda por debajo de la oferta. Paralelamente, se genera una demanda de instrumentos de esterilización que absorbe dicho excedente de oferta de base monetaria.

Es decir que en el primer período intramensual el piso de la banda de flotación determina que exista un faltante de base monetaria (segmento AB de la gráfica I). En el segundo período, la tasa de interés de los instrumentos de política monetaria determinaría -en principio- que se verificara un excedente de base monetaria (segmento CD de la gráfica III).

Gráfico III: segundo período del mes



La relativización realizada refiere a un aspecto central para la operatividad de la política. La tasa de interés considerada tiene un componente de expectativas de variación del tipo de cambio. Pequeñas variaciones de las expectativas con respecto al nivel de flotación dentro de un período de escasos días, significan variaciones muy significativas en la tasa de interés. Ello implica que el rango de tasas de interés de este modelo básico puede llegar a ser muy extendido (desde valores negativos si se prevé una apreciación del tipo de cambio, hasta porcentajes de varios cientos). Por otra parte, en la medida que los agentes conocen la estacionalidad intramensual, y dado que ligeras variaciones en el nivel de flotación involucran el riesgo de pérdidas importantes por cambios de posición en moneda extranjera por pocos días, el mercado por sí mismo incorpora una importante cuota de autorregulación. Estas y otras consideraciones deben ser incorporadas a la presentación simplificada realizada hasta ahora, que es lo que se aborda seguidamente.

III.2 MODIFICACIONES AL MODELO BÁSICO

Varios son los aspectos que modifican en distinta medida el funcionamiento puro del modelo intramensual antes reseñado. Uno de ellos es el que se acaba de señalar: la existencia de cierto grado de autorregulación por parte del propio mercado, derivada del conocimiento por parte de los agentes de las pautas de comportamiento intramensual del mercado de cambios, y de los riesgos que -dada la política del Banco Central en materia de régimen cambiario y tasas de interés- aparejan las modificaciones temporarias de posición en moneda extranjera. Dentro de los comportamientos en algún grado autorreguladores se inscribe el de las instituciones financieras.

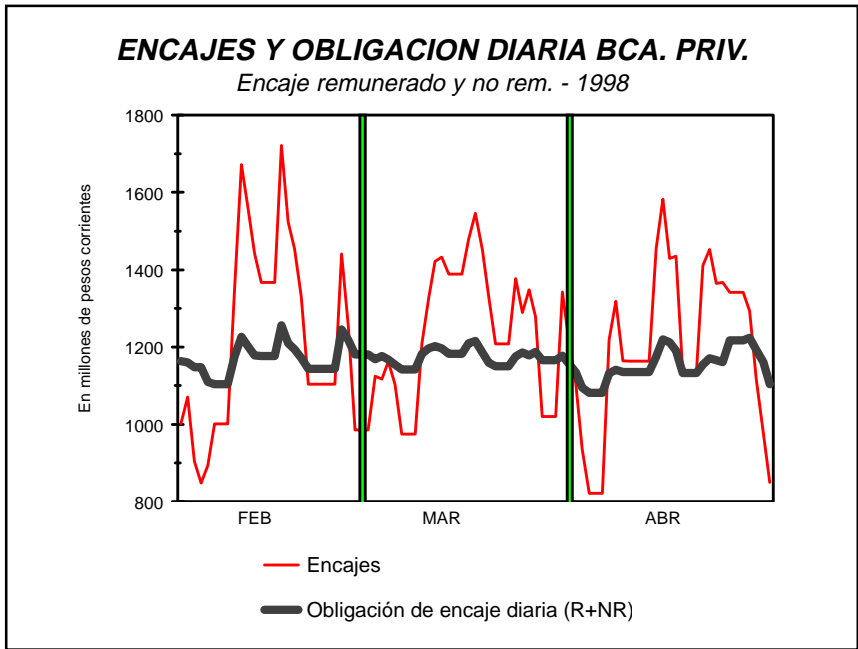
Otro aspecto a considerar es que si en el punto de partida del primer período intramensual existen excedentes importantes de liquidez, se modifican -o por lo menos atemperan- las características del mismo. Estos excedentes podrían haber sido generados por el nivel del déficit de las operaciones que lleva a cabo en pesos el gobierno central, o por la realización por parte del público de ventas de divisas superiores a las que hubieran sido necesarias para atender a su demanda de base monetaria y al cumplimiento de las obligaciones fiscales¹⁶.

16 Caso del régimen de prefinanciamiento de exportaciones, que se señala más adelante.

a) Los bancos

Los bancos tienen la flexibilidad para el cumplimiento de encajes que les otorga el hecho de que la exigencia esté fijada para el promedio diario del mes. En consecuencia, cumplen su obligación con un cronograma intramensual acorde a su disponibilidad de liquidez, con las limitaciones que le imponen sus reservas técnicas, la incertidumbre con respecto a la cuantificación de la liquidez disponible en los restantes días del mes y sus expectativas sobre rentabilidades relativas (dependientes del comportamiento de las tasas de interés y el tipo de cambio).

Es decir que, como se aprecia en la gráfica adjunta, en su período de menor liquidez la banca privada mantienen reservas por un porcentaje inferior al que rige para el promedio del mes, compensando este faltante en el período de mayor liquidez. Retomando los dos períodos intramensuales del modelo, este comportamiento del sistema financiero privado reduce la demanda de base monetaria durante el primer período del mes (cuando hay faltantes) y la incrementa durante el segundo (cuando hay excedentes), es decir, amortigua las características de cada uno de los períodos del modelo.



Asimismo, la dimensión del BROU determina que su comportamiento pueda afectar adicionalmente las características intramensuales de la liquidez. Si por ejemplo decidiera modificar su política en cuanto a su posición por monedas, un cambio reducido de sus stocks significa un impacto importante para la liquidez del mercado y el tipo de cambio. En este caso, si operan los canales de transmisión de liquidez entre el BROU y la banca privada -ya sea directamente a través del mercado interbancario de los depósitos call o indirectamente a través del sector privado no financiero- la envergadura de dichas operaciones puede resultar decisiva para amortiguar o acentuar las características intramensuales.

b) Banda de flotación y tasas de interés

En ausencia de liquidez excedente permanente, el sector privado es vendedor neto de divisas en cada uno de los meses del año. Ello es así debido a que el sector público genera un importante superávit por sus operaciones en pesos. Si la demanda de dinero es estable, el sector privado debe hacerse de los pesos necesarios para pagar los impuestos y las tarifas -que exceden a los pesos que el sector público libera por sus gastos-. La única forma que tiene el sector privado de obtener pesos es vendiendo divisas al sector público¹⁷.

Si el tipo de cambio fuera fijo -sin banda de flotación- y no se emitieran instrumentos de esterilización, las ventas netas que el sector privado debe hacer en el mes se conformarían por ventas netas en el primer período intramensual y compras netas en el segundo. Sin embargo, la banda de flotación implica que al cambiar de posición por moneda nacional y extranjera por períodos muy cortos, se asumen riesgos por variaciones en el nivel de flotación. Ello desestimula los cambios de posición de muy corto plazo¹⁸.

Por otra parte, si el dólar no llega al techo de la banda de flotación, ya sea porque el mercado incorpora alguna forma de autorregulación o porque el Banco Central fija una tasa de interés suficientemente elevada, en el segundo período intramensual no se esteriliza liquidez mediante ventas

17 En general, aún en los períodos en que se verifica una caída de la demanda de dinero por factores estacionales, el superávit de las operaciones en pesos del sector público es suficiente para absorber dicha caída. Obviamente no se está considerando una caída por expectativas.

18 A lo que se adiciona la existencia de costos de transacción.

de divisas¹⁹. En consecuencia, en la consideración punta a punta del mes, las ventas netas de divisas realizadas por el público superan a las que habrían sido necesarias para proveerse de la mayor demanda de base monetaria y cumplir con sus obligaciones fiscales. La mayor oferta de base monetaria que constituye la contrapartida de estas ventas excedentarias, es mantenida en instrumentos de esterilización sobre el cierre del mes. En el primer período del mes siguiente el faltante de base monetaria se abastece parcial o totalmente mediante la cancelación de estos instrumentos. Si se abastece totalmente, el mercado de cambios del primer período intramensual pierde las características identificadas en el modelo básico (el tipo de cambio que equilibra la oferta de base monetaria más instrumentos de esterilización y la demanda de base monetaria, supera al piso establecido por el Banco Central).

c) Ventas de divisas por parte del sector privado por motivos ajenos a la demanda de base monetaria y al resultado de las operaciones en pesos del sector público

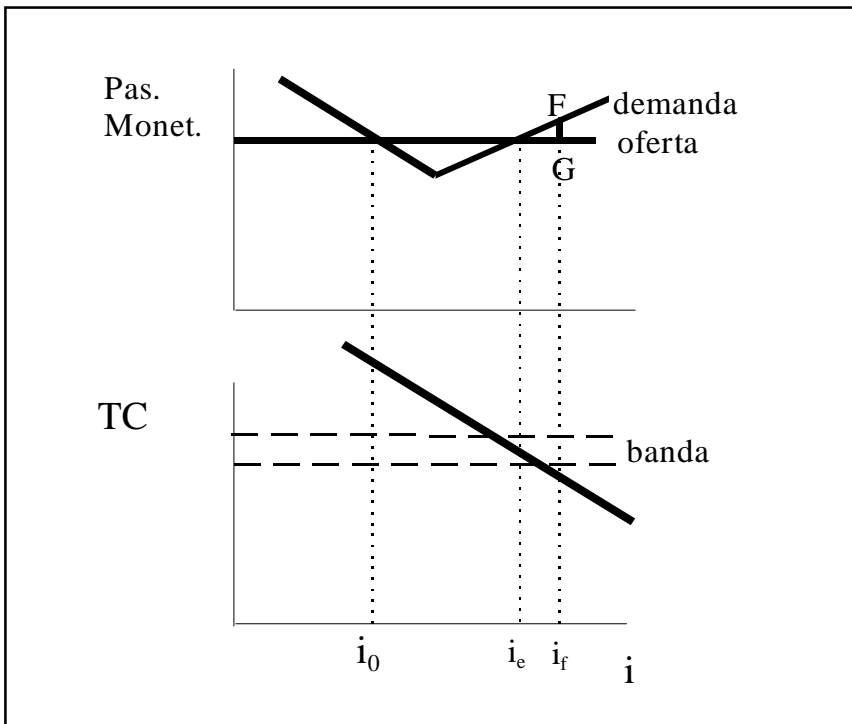
Similar pero más persistente efecto que el señalado al final del literal anterior, se verifica cuando el Banco Central compra más divisas que las justificadas por demanda de base monetaria y cumplimiento de obligaciones fiscales. Un ejemplo fue lo sucedido bajo determinado período del régimen de prefinanciamiento de exportaciones: la operativa determinaba que se realizara emisión no demandada, la que se mantenía en instrumentos de esterilización y generaba una flotación persistente del tipo de cambio.

Un punto importante asociado a esta posible modificación del modelo que se trata en este literal, es el referido a la tasa de interés fijada por el Banco Central. Si se establece por encima de determinado nivel, se tiende a generar excedentes en forma permanente, amortiguándose las características de la intramensualidad de la liquidez. Para analizar el punto, se considera la función de demanda de pasivos monetarios del BCU, agregado conformado por la base monetaria y los instrumentos de esterilización. La demanda de base monetaria se presume una función declinante de la tasa de interés, aunque con una elasticidad tendiente a cero a partir de cierto nivel. El lento descenso que se estima a partir de determinado punto se fundamenta en la necesidad de mantenimiento de

19 Excepto por las que se realizan al sector público a través del BROU.

un nivel mínimo de transacciones. La demanda de instrumentos de esterilización se considera inexistente por debajo de cierto nivel de la tasa de interés, y creciente a partir del mismo. Por consiguiente, la demanda de pasivos monetarios del BCU tendría elasticidad negativa con respecto a la tasa de interés en un primer tramo y positiva en un segundo, por lo que -dada la oferta monetaria- se intersectaría en dos puntos con la misma (gráfica IV).

Gráfico IV: Fijación de una tasa de interés superior a la que ubica el tipo de cambio dentro de la banda de flotación



Si no existen instrumentos de esterilización, la tasa de interés se determina en la primer intersección (i_0). Para dicho nivel de tasa de interés, el tipo de cambio de equilibrio se ubica por encima del techo de la banda. Es decir, el BCU tendría que vender divisas para mantenerlo en el techo.

Si quiere ubicar el tipo de cambio dentro de la banda de flotación, utiliza los instrumentos de esterilización. En este caso debe ser cuidadoso con la tasa de interés que establezca para los mismos. Si la fija en i_c , para ese nivel de tasa de interés la demanda de pasivos monetarios del BCU absorbe la totalidad de la oferta de base monetaria. El tipo de cambio se ubica dentro de la banda. Pero si fija la tasa de interés en un nivel superior a la segunda intersección (en i_f en lugar de i_c), la demanda de pasivos monetarios se ubica por encima de la oferta y el punto de equilibrio del mercado de cambios pasa a situarse por debajo del piso de la banda de flotación. En este caso el público demanda instrumentos de esterilización por un monto superior al necesario para mantener el tipo de cambio dentro de la banda de flotación. Como contrapartida, el Banco Central compra divisas por el equivalente al segmento FG, generándose un volumen permanente de excedentes de liquidez mantenidos en instrumentos de esterilización. Ello modifica la relación oferta/demanda de pasivos monetarios para el primer período intramensual, y por tanto las características de la intramensualidad.

III.3 LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL

Hasta fines de 1994 el Banco Central utilizaba solamente el instrumento de depósitos en call a un día para la regulación de la liquidez de corto plazo y las letras de tesorería a dos meses financiaban parcialmente el programa, contribuyendo a que el tipo de cambio estuviera en el piso de la banda. A partir de 1995 se amplían los instrumentos disponibles, comenzándose a utilizar el call a uno y tres días y las letras de tesorería a una semana de plazo y posteriormente se introdujeron letras a 30 días para esterilizar las expansiones monetarias generadas por motivos diferentes a la intramensualidad, a la vez que dejó de financiarse el programa mediante la colocación de instrumentos en pesos.

El call constituye una facilidad de depósito en que el BCU fija la tasa y toma la totalidad de los depósitos que se ofrezcan. En cambio en las letras el BCU fijaba el monto y la tasa de interés quedaba determinada como resultado de la licitación. En 1999 se modifica el régimen de las letras, que pasan a operar en forma similar al call, fijando el BCU tasas de interés diferenciales para plazos de una a cuatro semanas.

Los instrumentos de esterilización de cortísimo plazo -que son los relevantes a los efectos de la intramensualidad- operan automáticamente, siempre que el BCU fije la tasa de interés en un nivel tal que el equilibrio del mercado de cambios se produzca dentro de la banda de flotación. Con estos instrumentos el BCU le pone un piso a la tasa de interés, piso que de no existir un volumen permanente de liquidez excedente, se torna operativo fundamentalmente en la segunda quincena del mes.

Cualquiera sea la variable que fije el BCU -tasa de interés o monto-, su determinación debe ser cuidadosa. En este sentido, si la fijación de la tasa de interés, se realiza por encima del punto i_c de la gráfica IV, se promueve una sustitución de base monetaria por instrumentos de esterilización. En este caso, la política monetaria reduciría el componente más estable de los pasivos monetarios, en favor del más volátil, incorporando un elemento de riesgo para el mercado de cambios²⁰. Adicionalmente, se incurre en mayores costos -vía montos captados y tasa de interés- que los que hubieran sido necesarios para evitar las fluctuaciones del tipo de cambio.

Un aspecto a considerar, refiere a lo ya señalado en el sentido de que es muy amplio el rango que torna operativa la tasa de interés en las diferentes circunstancias concretas. Dicha tasa depende del nivel en que se ubique el tipo de cambio dentro de la banda de flotación y de las expectativas en cuanto a su variación. A su vez, la existencia de una banda cambiaria relativamente amplia conduce a que el propio mercado adopte conductas de autorregulación, como fuera señalado en el literal b. del punto III.2. Se desestimulan los cambios de posición por monedas por períodos cortos de tiempo, ya que involucran un riesgo importante por variaciones en el nivel de flotación.

Finalmente, se recuerda lo señalado al inicio de la presentación del modelo interpretativo: el planteo refiere a situaciones en que las expectativas de variación de tipo de cambio se encuadran dentro de la banda. Los instrumentos comentados serían inoperantes bajo una crisis de expectativas, entre otros argumentos porque las tasas de interés que debería fijar el BCU avalarían dichas expectativas.

20 Ante un cambio de expectativas, por ejemplo.

IV. EL MONITOREO DE LA LIQUIDEZ Y LOS FACTORES DE RIESGO PARA EL MERCADO DE CAMBIOS EN EL MUY CORTO PLAZO

IV.1 CONSIDERACIONES GENERALES

En la evaluación diaria de la liquidez y los potenciales factores de riesgo para el mercado de cambios en el muy corto plazo, se utilizan diferentes indicadores, los que apuntan básicamente a cuatro objetivos:

- * monitorear los factores de emisión del Banco Central;
- * medir la liquidez excedente (o faltante)²¹, y fundamentalmente estimar su evolución en el resto del mes y en el mes siguiente (dependiendo del período del mes en que se realice el análisis);
- * evaluar las expectativas del público y del sistema financiero; y
- * anticipar el comportamiento del mercado de cambios.

Debe tenerse en cuenta que el análisis de los indicadores debe realizarse en forma conjunta y que los indicadores en sí mismos tienen un carácter dinámico: cambian a medida que se percibe la necesidad de un nuevo enfoque del aspecto bajo análisis, que se incorpora mayor información o que se introducen técnicas más complejas. A continuación se presenta una visión global de los principales indicadores que se han utilizado para los diferentes objetivos:

- * estimación de la tónica de liquidez para el período: la evolución de la base monetaria, del resultado en pesos del sector público y de los instrumentos de esterilización;
- * la generación de oferta monetaria: la base monetaria ampliada, las compras de divisas por parte del BCU, las ventas netas de divisas por parte del sector privado, el resultado de las operaciones en pesos del gobierno central y BCU;

²¹ La liquidez excedente o faltante, se define como la diferencia entre las reservas bancarias y la obligación de encaje.

- * liquidez: global y por institución, estimación de liquidez excedente o faltante, grado de cumplimiento de los encajes, tenencia de instrumentos de esterilización, posición en moneda extranjera, tasa call interbancaria y evolución del tipo de cambio;
- * expectativas: del público (demanda de activos denominados en pesos, tasas de interés pasivas) y de la banca privada;

IV.2 GENERACIÓN DE OFERTA MONETARIA

La detección temprana de factores indeseados de generación de oferta monetaria se realiza a través de diferentes indicadores: la base monetaria ampliada y las operaciones de divisas del BCU y del sector privado. El monitoreo de estas últimas no se realiza tanto en la intramensualidad, sino más bien para el conjunto del mes ²².

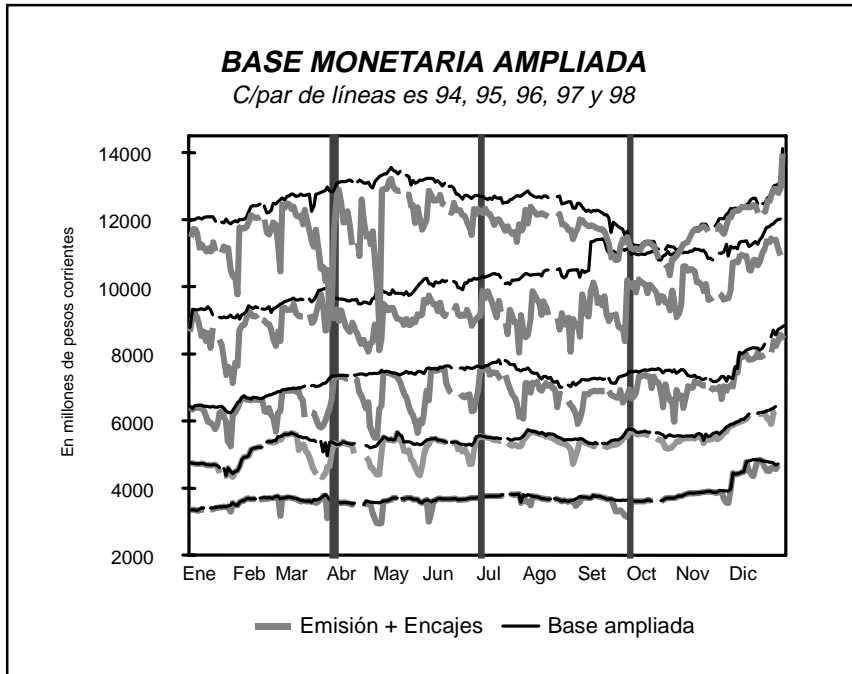
Base monetaria ampliada

La tendencia de esta variable se debe corresponder con la de demanda de base monetaria -excluyendo el efecto de la intramensualidad y, según las circunstancias, también la intra-anualidad-. Si la base monetaria ampliada tiende a crecer en mayor medida que la demanda de base monetaria, se está generando una oferta que significa un riesgo potencial para el mercado de cambios. Si ello sucede, en el período intramensual más líquido comienzan a separarse las dos líneas correspondientes a cada año que se presentan en el gráfico adjunto²³, pudiendo llegar a separarse aún en todos los períodos del mes (caso de 1997, debido a la emisión que generaba la operativa del régimen de prefinanciamiento de exportaciones).

La idea es que bajo precios y nivel de actividad estables, la base monetaria ampliada debería mantenerse relativamente incambiada, excepto en los períodos del año en que estacionalmente varía significativamente la demanda de dinero. Si su comportamiento se aparta de esta tendencia constituye un alerta para analizar los factores de expansión monetaria.

22 Los factores generadores de oferta de base monetaria se analizan con mayor detalle en el Anexo 1.

23 Esta diferencia representa justamente los instrumentos de esterilización emitidos.



Compras de divisas por parte del BCU

Si el BCU no modifica su crédito interno neto (CIN) en moneda doméstica, la oferta de base monetaria sólo varía como contrapartida de las compras y ventas de divisas que realice. En consecuencia, mirando ahora desde el punto de vista de los demandantes, -y manteniendo el supuesto de que no se modifica el CIN en pesos-, si desean más base monetaria deben vender divisas al BCU, si desean menos base tratarán de comprarle divisas -a menos que mantengan sus excedentes en instrumentos de esterilización-.

Si se levanta el supuesto que el CIN en pesos no se modifica, el BCU, además de comprar o vender divisas por los aumentos o disminuciones de la demanda de base monetaria, también lo hará por las contracciones o expansiones de su CIN. Si contrae el CIN, reduce la base monetaria y para recomponerla el público le venderá divisas. Si lo expande, el público querrá deshacerse de la expansión no demandada comprando divisas.

La única vía importante de expansión o reducción de CIN en pesos del BCU -además de los instrumentos de esterilización- es la fiscal. Si el Gobierno Central tiene superávit de sus operaciones en pesos, aumenta el saldo de sus cuentas en el BROU y esta institución debe incrementar sus encajes. Lo inverso sucede si tiene déficit. El BCU también emite o desemite por su propio resultado financiero en pesos.

En consecuencia, el BCU compra (vende) divisas por un monto equivalente al aumento (disminución) de la demanda de base monetaria, más la constitución (cancelación) de instrumentos de esterilización, más el superávit (déficit) de las operaciones en pesos del Gobierno Central y BCU.

El monitoreo que se realiza es el que se detalla seguidamente. Sobre la base de las previsiones fiscales y de demanda de base monetaria, se proyectan las compras netas de divisas que realizará BCU en el período siguiente. Una vez transcurrido dicho período, se comparan las operaciones de divisas efectivamente realizadas con las proyectadas. Si las compras netas de divisas verificadas se apartan de la proyección, este apartamiento alerta sobre eventuales problemas: el mismo puede ser fiscal o de demanda de base. Para su identificación como fiscal o monetario deberán analizarse otros indicadores (por ejemplo, el anteriormente señalado o los referentes a expectativas que se detallan más adelante)²⁴.

Ventas netas de divisas por parte del sector privado

Este indicador se utiliza de forma similar al detallado anteriormente. En este caso, la variable fiscal que detecta es más amplia: referente a la totalidad del sector público. Es decir, el sector privado vende (compra) divisas cuando aumenta (disminuye) su demanda de base monetaria, cuando mantiene más (menos) instrumentos de esterilización o cuando debe pagar impuestos o tarifas (netos de los pesos que libera el Gobierno y las Empresas Públicas por sus gastos).

²⁴ Una vez cerrado el mes se realizan estimaciones sobre la performance fiscal y de pasivos monetarios. En este sentido, las operaciones de divisas realizadas por el BCU dan la pauta de si las estimaciones sobre la performance en estas dos áreas, consideradas en conjunto, son adecuadas.

En consecuencia, un apartamiento de las ventas que efectivamente realiza con respecto a las que se proyectaron, detecta un mayor déficit del sector público global en sus operaciones en moneda nacional o una caída de la demanda de base monetaria. Del mismo modo que en el caso anterior, una vez dado el alerta, la identificación del problema requiere un análisis más amplio.

IV.3 LIQUIDEZ EXCEDENTE

Las condiciones de liquidez del público se reflejan en la base monetaria y los instrumentos de esterilización, es decir, en el agregado conformado por el circulante en poder del público, las reservas bancarias y los instrumentos de esterilización. En la medición, los excedentes de liquidez para el conjunto del mes se asimilan a la totalidad de los instrumentos de esterilización²⁵. Es decir que se asumen las tasas de interés de los depósitos call y de las letras fijadas por el Banco Central, a la que está supeditada la demanda de base monetaria. También se asume que las reservas técnicas no exceden a las legales, lo que se estima razonable teniendo en cuenta los niveles que los bancos deben mantener en reservas obligatorias y su forma de operar cuando no hay excedentes.

a) Global

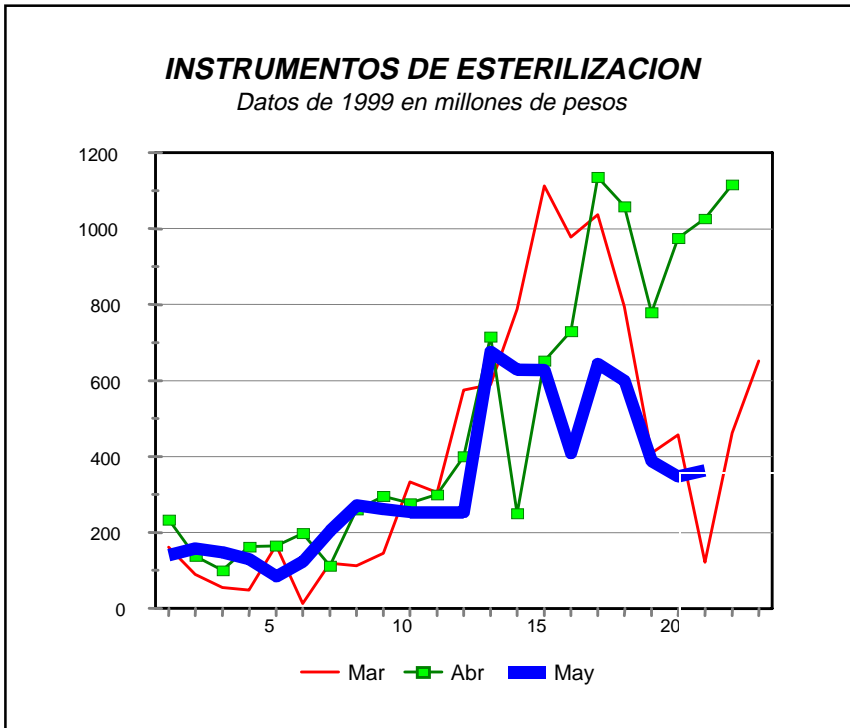
Aunque los excedentes diarios de liquidez no son equivalentes a los instrumentos de esterilización, estos últimos se monitorean como indicador del primero, dado que la información disponible no posibilita realizar para el conjunto del sistema financiero iguales cálculos que los que se realizan para la banca privada -y que se detallan más adelante-²⁶. Las diferentes características de la banca privada y del BROU, y los tipos de información presentada, conducen a un análisis separado de ambas instituciones.

En el seguimiento del indicador "instrumentos de esterilización" básicamente se miran dos aspectos: si su tendencia se está inscribiendo

25 La medición diaria se basa en esta asimilación para el conjunto del mes.

26 Paralelamente, el BROU proporciona información sobre algunas variables de las que no informa la banca privada, lo que introduce diferencias en las metodologías de monitoreo para ambos tipos de instituciones.

dentro de las pautas intramensuales características, y si su nivel se sitúa dentro de lo esperado. Este indicador -que obviamente tiene limitaciones como monitor diario del sistema- se analiza conjuntamente con el resto de indicadores que se elaboran para las diferentes instituciones, extrayéndose la conclusión global del análisis integrado de los mismos.



b) Banca privada

Estimación de la liquidez faltante o excedente

Para realizar la medición diaria de excedentes de liquidez (o faltantes) de la banca privada, se asume que el público mantiene el circulante que efectivamente demanda, por lo que a este nivel no se verifican excedentes. Los excedentes se identifican exclusivamente a nivel del

sistema financiero (ya sean sus propias reservas o los instrumentos de esterilización adquiridos para terceros). Diariamente se toma como excedente (o faltante) los instrumentos de esterilización, más la diferencia para el período transcurrido del mes, entre las reservas que ha mantenido en los instrumentos exigidos a tal fin por el Banco Central y las que hubieran correspondido de aplicarse al período los porcentajes obligatorios²⁷.

El criterio aplicado no incorpora por consiguiente la probabilidad de cumplimiento de la obligación de encajes, la que se considera igual a la unidad. El cálculo que se efectúa en cuanto a los encajes, parte del inicio del mes: compara las reservas constituidas en lo transcurrido del mes hasta la fecha que se considere, con la obligación generada en igual período, y toma la diferencia como excedente o faltante de liquidez, según corresponda.

Si bien este cálculo arroja un monto estimado de liquidez excedente (o faltante), el mismo por sí sólo es insuficiente para evaluar la situación. Lo relevante es la comparación con la pauta intramensual que le es característica. Como se señaló en el numeral II, sobre el cierre de mes y principios del siguiente la banca tiene faltantes de liquidez, y en el período subsiguiente excedentes. La lectura de los apartamientos de dicha pauta se realiza mirando el conjunto de indicadores.

27 Teniendo en cuenta que el objetivo básico de la regulación de la liquidez intramensual es el mercado de cambios, debe realizarse una precisión con respecto a la liquidez que se mide diariamente (que es la definida como excedente -o faltante-). La liquidez que puede afectar la estabilidad del mercado de cambios supera a la definida como excedente. Bajo distintas circunstancias, aún con su obligación de mantenimiento de reservas subcumplida, la banca podría destinar sus fondos líquidos en pesos a posicionarse en dólares. Sin embargo, en la medida que las políticas de regulación de liquidez intramensual que aquí se tratan son aplicables a situaciones de expectativas bajo control, este subcumplimiento tendría que compensarse en el resto del mes. En consecuencia, en lo que tiene que ver con los fondos asignados a reservas bancarias, siempre se computaría como excedente sólo el surplus por sobre las reservas obligatorias.

Grado de cumplimiento de los encajes y tenencia de instrumentos de esterilización

Paralelamente a este indicador global de la liquidez de la banca privada, se analizan sus componentes: el grado de cumplimiento de los encajes²⁸ y los instrumentos de esterilización constituídos por su intermedio²⁹, ambos en términos comparativos con la pauta que le es característica³⁰. Estos indicadores chequean el indicador anterior, y si bien aportan información sobre la liquidez de la banca privada, su composición puede dar indicios sobre las expectativas de las tasas de interés.

La estimación del grado de cumplimiento de los encajes remunerados a nivel de cada institución posibilita identificar situaciones heterogéneas dentro del sistema, lo que contribuye al diagnóstico.

Posición en moneda extranjera

El comportamiento intramensual de la posición en moneda extranjera de la banca también aporta información sobre las expectativas y sobre su liquidez. Si no hay excedentes permanentes de liquidez, al inicio del mes -cuando estacionalmente tiene faltantes-, generalmente liquida posición en moneda extranjera, para recomponerla en su período más líquido. La lectura de esta variable, del mismo modo que las anteriores, se realiza en términos comparativos: por ejemplo, si al inicio del mes liquida más posición que lo habitual, es factible que tenga mayores faltantes de liquidez; si liquida menos posición, que tenga menos. En tanto el manejo de la posición también responde a las expectativas, la interpretación de su comportamiento se realiza en forma integrada con un set más amplio de indicadores, que comprenden la tasa call interbancaria y el mercado de cambios, cuyo comentario se retoma al abordar el tema de los indicadores de expectativas.

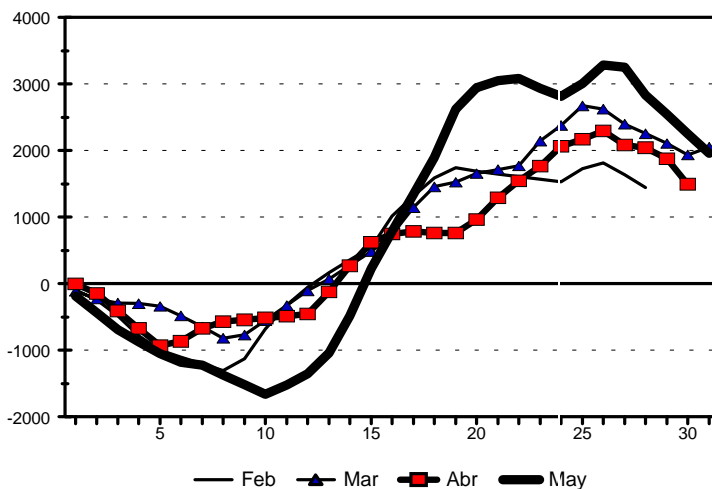
28 Se monitorea el cumplimiento global y por tipo: no remunerado y remunerado.

29 No es posible separar diariamente los instrumentos de esterilización que son de propiedad del sector privado no financiero.

30 Conforme a la pauta de liquidez bancaria, sobre cierre de mes y principios del siguiente está subencajada y mantiene escasos instrumentos de esterilización, mientras que en el resto del mes está sobreencajada y mantiene mayores instrumentos de esterilización.

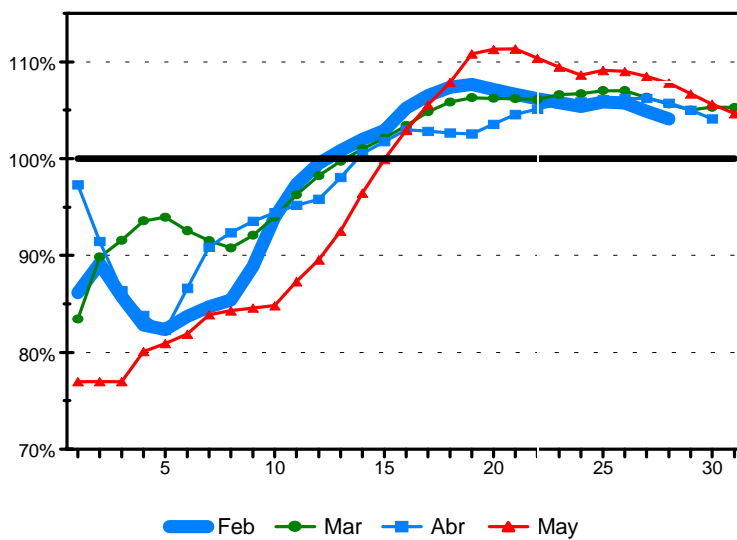
LIQUIDEZ EXCEDENTE BCA. PRIVADA

1998 - saldos diarios en mill. \$ corr.

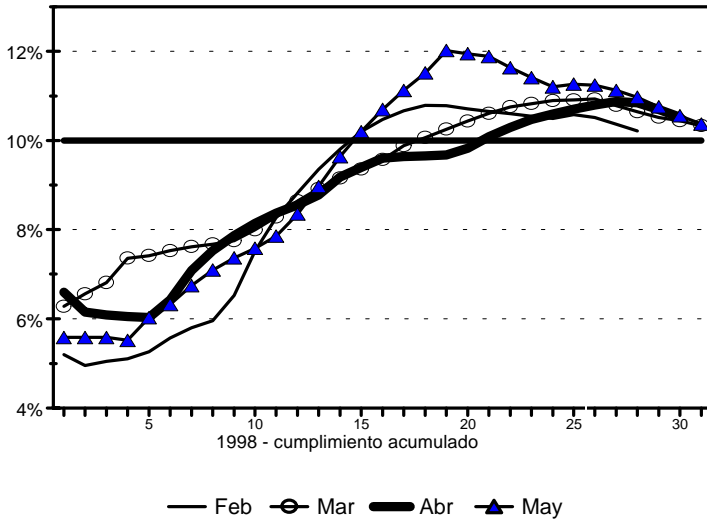


CUMPLIMIENTO DE LOS ENCAJES

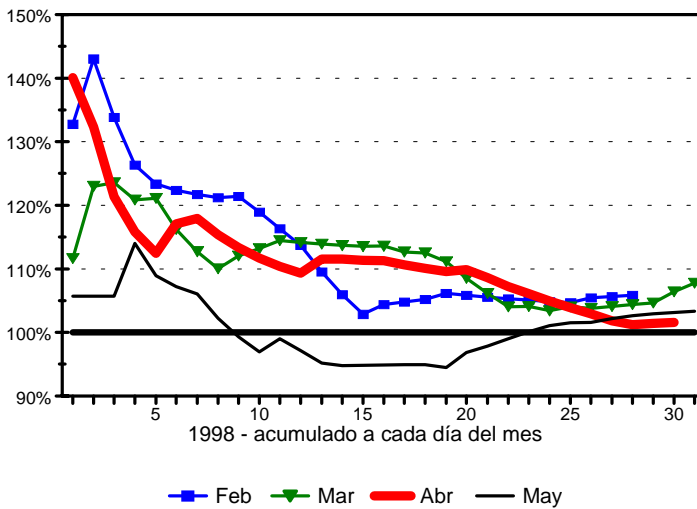
Banca privada - 1998

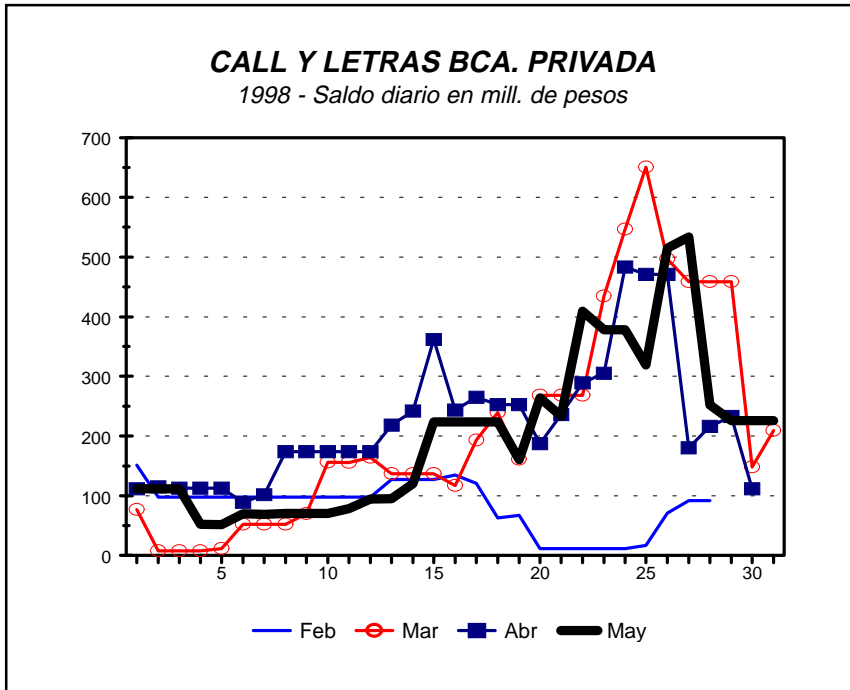


**RELACION ENCAJES REMUNERADOS/
DEPOSITOS TOTALES - BCA.PRIVADA**



**CUMPLIMIENTO DE ENCAJES NO
REMUNERADOS - BCA.PRIVADA**

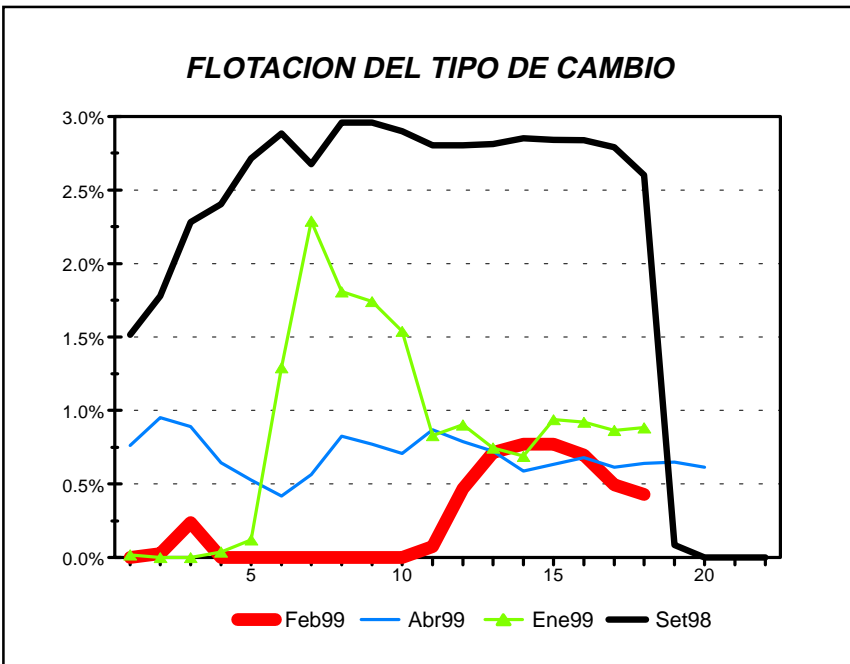
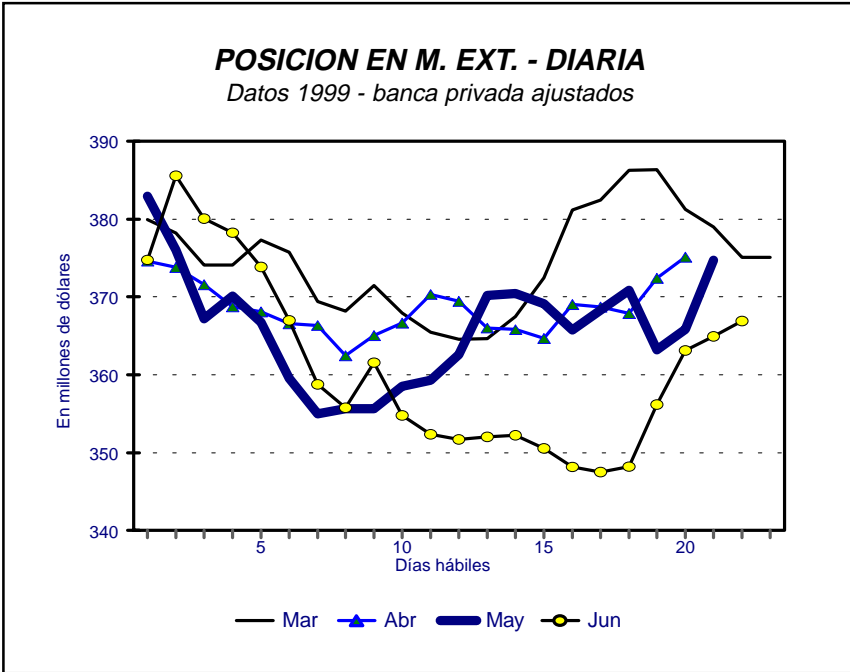


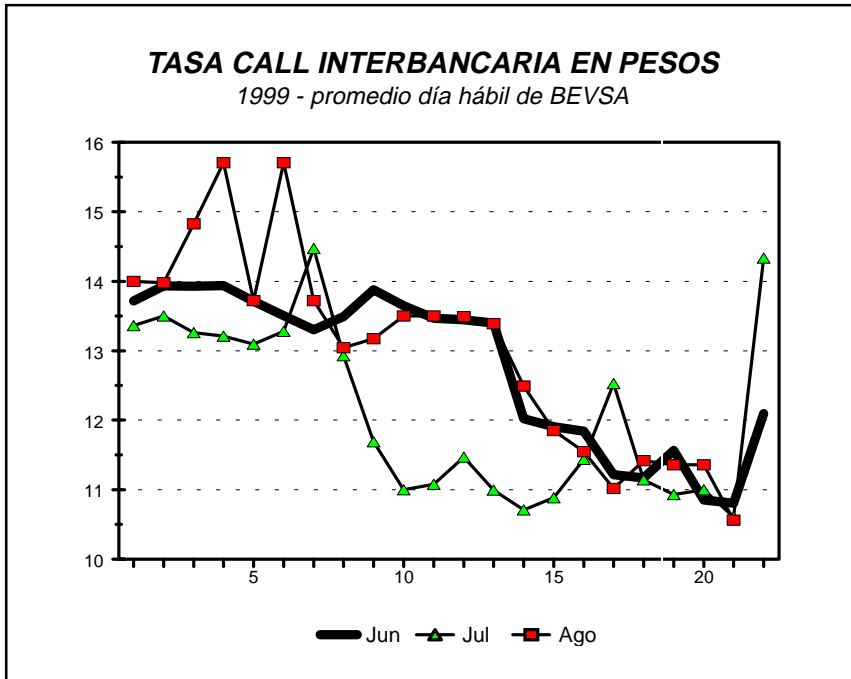


Tasa call interbancaria y tipo de cambio

La tasa call interbancaria y el mercado cambiario acompañan intramensualmente la situación de liquidez -además de la de expectativas-, por lo que su monitoreo se realiza tanto en términos absolutos como relativos a la pauta intramensual. Mientras la tasa de interés tiene una relación inversa con la liquidez -por lo que tiende a elevarse a principios y fin de mes y declinar en el sub-período intermedio-, el tipo de cambio tiene directa -tiende a bajar sobre principios y fin de mes y a subir en el sub-período intermedio.

Estas tendencias tienden a desdibujarse cuando hay excedentes permanentes de liquidez -es decir, que trascienden a la intramensualidad- o cuando hay un problema de expectativas. En este último caso, la tasa call y el mercado de cambios van en el mismo sentido. Un ejemplo de excedentes de liquidez a lo largo del mes, se ilustra con el mes de abril de 1999, donde la flotación del tipo de cambio no acusó la variación intramensual habitual.





c) BROU

El análisis de la liquidez del BROU a cada fecha del mes, se basa en similares indicadores que los que se utilizan para la banca privada: grado de cumplimiento de los encajes, tenencia de instrumentos de esterilización, posición en moneda extranjera.

La evaluación de la liquidez a través del cumplimiento de los encajes en lo transcurrido hasta la fecha del mes que se analiza, es relativamente sencilla en el caso de los remunerados, en la medida que le es aplicable igual régimen que a la banca privada. Para los no remunerados, el hecho de que maneje las cuentas del gobierno central y BPS -que son múltiples- y que las mismas estén sujetas a un régimen especial de encajes, torna más compleja la estimación. En la práctica, dada la envergadura de los encajes correspondientes a estas cuentas, se asume que la tendencia de la obligación de encajes corresponde básicamente a las mismas, por lo que se va analizando la diferencia entre los depósitos de encaje que mantiene en el

BCU y la cuenta del Tesoro Nacional³¹ en el BROU, en términos comparativos con la pauta y el nivel de los meses anteriores.

Para la tenencia de instrumentos de esterilización y posición en moneda extranjera, se utilizan los mismos criterios que para la banca privada. En el caso del BROU se cuenta adicionalmente con información diaria sobre sus operaciones de divisas con los distintos agentes, lo que permite afinar el análisis de sus variaciones de posición en moneda extranjera³².

IV.4 EXPECTATIVAS

Aunque trasciende el tema de la intramensualidad, conjuntamente con la liquidez se monitorean las expectativas, aspecto clave para las explicar el comportamiento de los agentes y realizar previsiones. Se siguen indicadores que hacen tanto a las expectativas del público como a las del sistema financiero.

a) Del público

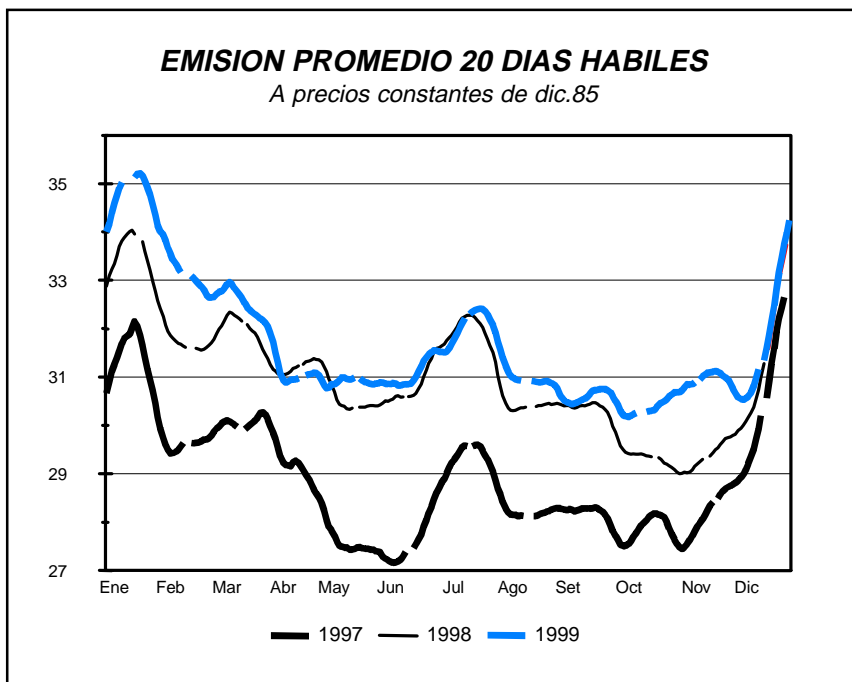
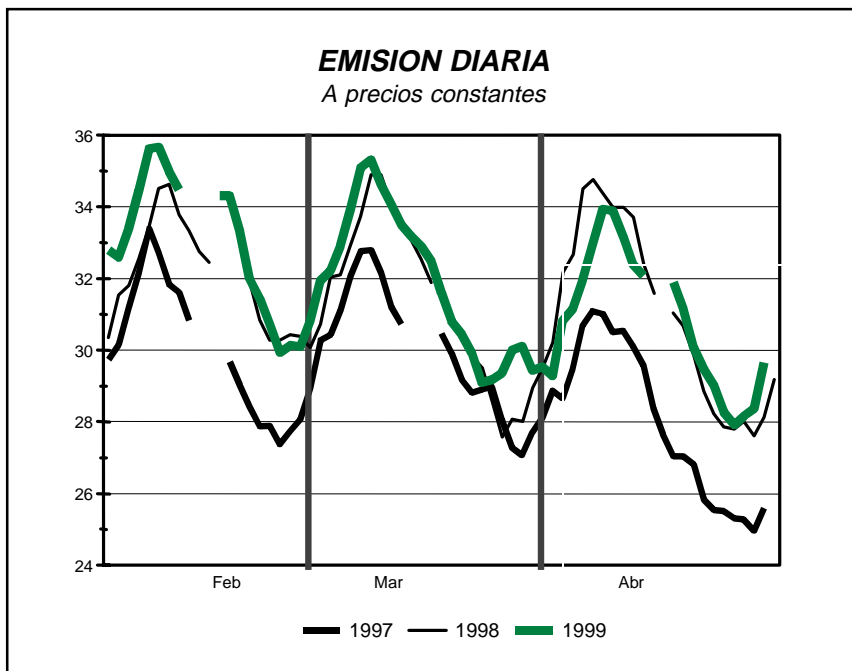
Un deterioro de las expectativas del público con respecto al tipo de cambio, se refleja en la demanda de activos en pesos, con su consiguiente impacto en las tasas de interés y el mercado de cambios. Por consiguiente, éstas constituyen las variables que se monitorean a estos efectos.

Demanda de activos denominados en pesos

La demanda de emisión del BCU presenta una pauta intramensual claramente definida, que sigue aproximadamente la del circulante en poder del público. Por lo tanto, se controla que su nivel diario sea acorde a lo que su pauta indica (ajustado por la evolución de precios y el nivel de actividad). Adicionalmente a su nivel diario, se sigue el promedio de los últimos 21 días hábiles (aproximadamente un mes), que al eliminar las fluctuaciones permite analizar la tendencia, aunque centrada diez días atrás.

31 Si bien las otras cuentas representan montos muy importantes, su variabilidad es notoriamente menor a la cuenta que se considera diariamente.

32 La posición por monedas varía no solo por motivos vinculados a la liquidez en pesos, sino también por otras causas. En cambio, las compras y ventas de divisas sí tienen una relación más directa con la liquidez.



Con respecto a los depósitos bancarios, se monitorea diariamente la evolución de los depósitos en pesos y dólares, a los efectos de detectar tempranamente eventuales cambios de portafolio por monedas. No solo se controla la tendencia del nivel global, sino también separadamente la de aquéllos más vinculados al motivo transacción por un lado, y la de los relacionados con la constitución de ahorro financiero por otro. A los efectos de la evaluación, se tiene en cuenta el comportamiento de las Afaps, que constituyen grandes depositantes y que pueden tener comportamientos diferentes a los del público asociados a la obtención de tasas diferenciales. Los indicadores que se utilizan son similares a los que se siguen para la emisión.

El cambio en la tecnología financiera determina modificaciones tanto en los instrumentos de pago como de ahorro. Si bien este aspecto aún no ha sido incorporado en la metodología de monitoreo, se estima que esta omisión no reviste mayor importancia, dado que el análisis que se realiza es de muy corto plazo.

Tasas de interés pasivas

Se realiza un seguimiento de la tasa de devaluación implícita en las tasas de interés pasivas, como indicador de expectativas o de incertidumbre.

b) De la banca privada

Indicadores que también se utilizan para estimar la situación de liquidez

Los indicadores que permiten monitorear la liquidez de la banca privada, simultáneamente aportan indicios sobre sus expectativas. Como se ha señalado en ítems anteriores, la interpretación de su situación de liquidez y expectativas surge de la lectura simultánea de todos los indicadores.

Así por ejemplo, si la banca privada no liquida posición en el período del mes en que habitualmente lo hace, ello no constituye inequívocamente un signo de que no tenga faltantes de liquidez. Si paralelamente está cumpliendo en menor medida sus encajes y la tasa call interbancaria alcanza niveles inusualmente elevados, hay un tema de expectativas por parte de

las instituciones financieras, o por lo menos de incertidumbre. En esta situación se desdibuja la relación inversa entre tasa call y tipo de cambio: ambos tienden a incrementarse.

El tipo de análisis integrado de los diferentes indicadores se ejemplifica con el segundo semestre de 1998. En este período se enfrentó un contexto externo desfavorable, debido principalmente a la situación de Brasil, luego de la "crisis rusa" y ante la proximidad de las elecciones en ese país a comienzos de octubre.

El tipo de cambio venía flotando relativamente próximo al piso de la banda de flotación, en un contexto en que existían excedentes de liquidez. El tercer trimestre del año se caracteriza por una baja de la demanda de base monetaria, que lleva a que se generen excedentes de pesos, que en condiciones normales son mantenidos en instrumentos de esterilización, hasta que son esterilizados gradualmente vía el superávit de las operaciones en pesos del sector público.

En agosto comenzó a incrementarse el nivel de flotación. Declinaron los instrumentos de esterilización en poder de la banca privada, que se pasaron a moneda extranjera. La primer pregunta que debe responderse es, si es el público o son los bancos los que cambian posición.

En una primer etapa los activos en pesos del público no declinan. En cambio la banca privada tiende a ubicar su posición en moneda extranjera en un nivel superior a los meses precedentes, aunque siguiendo la pauta intramensual habitual. Paralelamente, la tasa call interbancaria comienza a subir, yendo en el mismo sentido que el tipo de cambio. Una hipótesis razonable es que la situación internacional ha detonado a nivel del sistema financiero, una modificación en el grado de certidumbre en cuanto a la evolución futura del tipo de cambio.

Un mes después, el cambio en las expectativas se traslada al público: comienzan a declinar los depósitos bancarios en pesos y posteriormente también declina -aunque en una magnitud menor- la demanda de emisión por encima de lo que corresponde a su pauta estacional. Se mantienen los elevados niveles de flotación, mientras continúa aumentando la tasa call interbancaria y los bancos se ven obligados a liquidar posición en moneda extranjera para responder al cambio de posición por monedas del público.

El deterioro de expectativas a esta altura, abarca tanto a los bancos como al público.

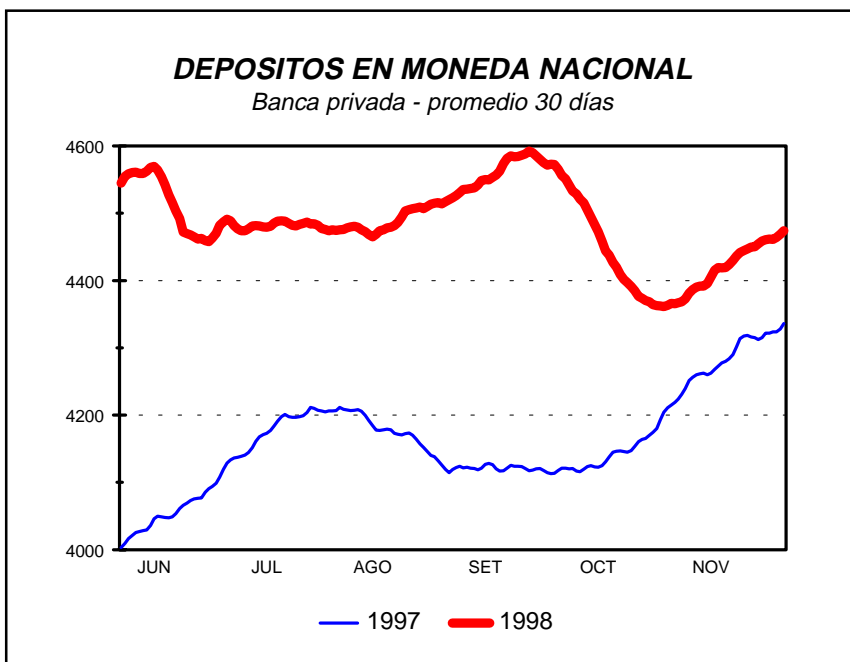
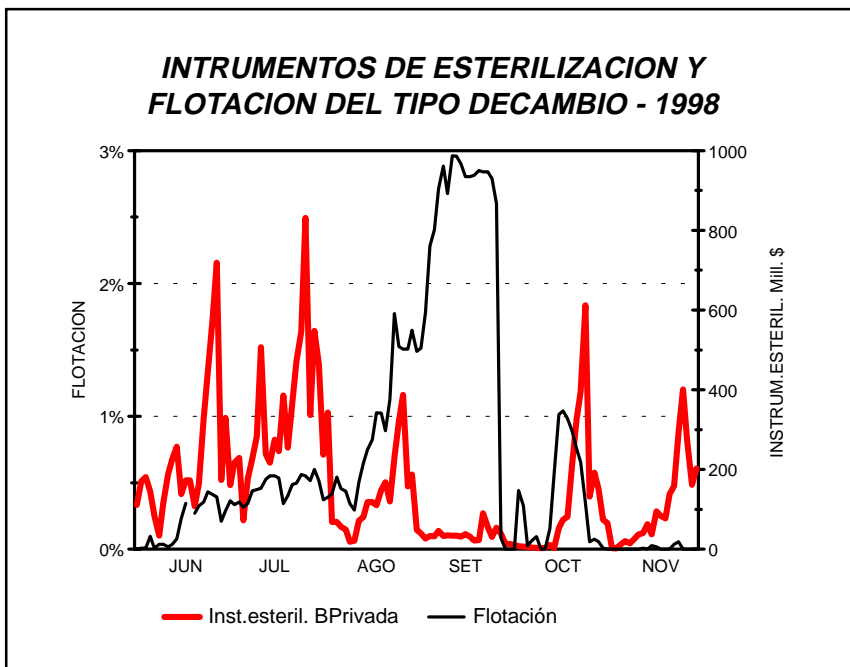
Al cierre del mes de setiembre el dólar vuelve al piso de la banda, ya que la restricción de liquidez lleva a que algunos bancos tengan que vender divisas para cumplir con los encajes. La tasa call interbancaria llegó al máximo legal permitido, lo que evidencia el costo que estuvieron dispuestos a asumir algunos bancos por la cobertura ante las expectativas adversas. En este caso, la restricción fiscal habitual de fin de mes estuvo acentuada por haberse esterilizado a lo largo de este período base monetaria por montos significativos a través de ventas de divisas al BROU.

En los meses siguientes, las expectativas se alivian luego de las elecciones brasileñas de octubre, el público se ve obligado a vender divisas para atender a sus obligaciones tributarias y el incremento estacional de la demanda de dinero -vinculada al motivo transacción-. Los bancos ya no tienen tanta presión sobre su liquidez en pesos, con lo que baja la call interbancaria y pueden recomponer su posición en moneda extranjera.

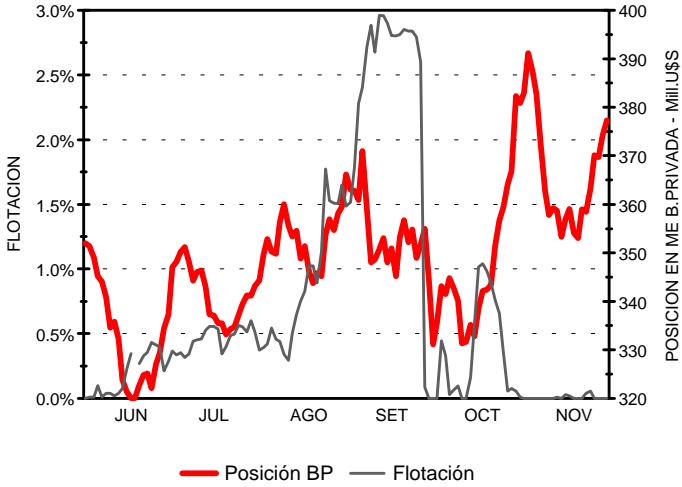
El diagnóstico que se realice cuando se desata el problema es importante para definir las acciones de política económica. En este ejemplo que se analiza, ante un deterioro de las expectativas detonada por un cambio en la situación internacional, pero con los "fundamentals" en orden, no había riesgo para la política cambiaria. La crisis tenía que ser transitoria.

Otros indicadores

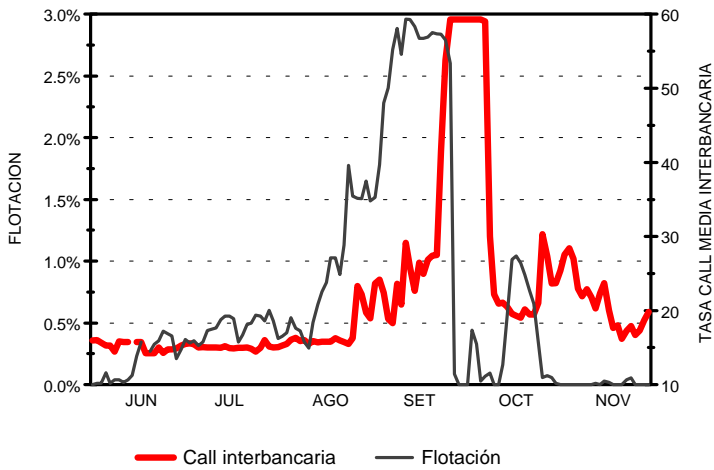
Los spread sobre las tasas de interés en moneda nacional y entre las puntas del tipo de cambio en el mercado interbancario constituyen indicadores que, ante la eventualidad de tener que definir un diagnóstico, pueden aportar información. Ambos tienden a incrementarse al aumentar la incertidumbre.



**POSICION EN ME BCA. PRIVADA Y
FLOTACION DEL TIPO DE CAMBIO - 1998**



**TASA CALL INTERBANCARIA Y
FLOTACION DEL TIPO DE CAMBIO - 1998**



IV.5 LA ANTICIPACIÓN DEL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE CAMBIOS

En condiciones de expectativas bajo control, el comportamiento previsible del mercado de cambios queda supeditado fundamentalmente a la situación de liquidez que se verifica al momento de la proyección, a la generación de base monetaria y a las características estacionales de la demanda para el período proyectado. La variación de demanda de base monetaria se estima en función de dicha estacionalidad y de la oferta por el resultado previsto para las operaciones en pesos del Gobierno Central y BCU, que liberará o absorberá liquidez, según sea deficitario o superavitario.

Si por ejemplo al cierre del mes de agosto, el circulante de instrumentos de esterilización asciende a \$ 100: y se estima que en setiembre la demanda de base monetaria se reducirá en \$ 300: y el gobierno central y BCU tendrán un superávit por sus operaciones en pesos de \$ 200:, el mes siguiente será más líquido que el que cierra. El superávit fiscal no alcanzará a absorber el descenso de la demanda de base monetaria y el circulante de instrumentos de esterilización. Aumenta la probabilidad de despegue del tipo de cambio.

Por el contrario, si el superávit fiscal por las operaciones llevadas a cabo en pesos fuera de \$ 500: en lugar de \$ 200:, habrá un faltante de liquidez de \$ 100: El sector privado se vería obligado a vender divisas por un monto equivalente ³³.

Estas conclusiones constituyen una aproximación que permite prever la tónica general de la liquidez para el conjunto del mes. Las estimaciones se refieren a valores punta a punta -al considerarse el resultado fiscal que se concentra en los últimos días del mes y la variación de la demanda de base de fin de mes respecto del cierre del mes anterior. Por tanto, este análisis debe complementarse teniendo en cuenta la evolución de los factores de oferta y demanda dentro del mes. En particular, los bancos pueden modificar su cronograma intramensual de constitución de encajes,

³³ Ello no implica necesariamente que el BCU compre divisas al piso de la banda, ya que podrían ser adquiridas por el BROU, como se analiza en el Anexo 1.

frente a un cambio en las condiciones de liquidez o de expectativas, llegando a fin de mes, con necesidades inferiores o superiores a las previstas.

En la práctica deben incorporarse elementos adicionales a la previsión, como el comportamiento que se estima seguirá el BROU en cuanto a sus operaciones de divisas, las expectativas del público y de los bancos, la distribución de la liquidez entre el BROU y la banca privada, cómo están funcionando los canales de trasmisión de liquidez entre ambos tipos de instituciones, etc.

ANEXO 1

LOS FACTORES DE OFERTA Y LA COMPOSICIÓN DE LA DEMANDA DE PASIVOS MONETARIOS EN URUGUAY

I. INTRODUCCIÓN

El análisis detallado de los factores determinantes de la oferta y de los componentes de la demanda monetaria resulta fundamental para interpretar correctamente lo que sucede en el mercado cambiario y poder encarar las medidas de política adecuadas.

Un mismo nivel de flotación puede estar originado por diferentes factores: puede deberse a problemas de expectativas que inciden sobre la demanda de pasivos monetarios o a un exceso de oferta monetaria. Esta segunda situación se daría por ejemplo, si el BCU compra divisas por encima de lo que corresponde estrictamente a la demanda de pesos -como sucediera con el régimen de prefinanciación de exportaciones- o por una situación fiscal en pesos menos contractiva que lo habitual en un período en que se reduce estacionalmente la demanda de dinero.

Las características generales de un período, se superponen a la propia intramensualidad de la liquidez. La demanda de base monetaria tiene una pauta estacional relativamente estable. Asimismo, el resultado fiscal en pesos tiene una marcada estacionalidad, determinada principalmente por el gobierno central, debido a la concentración del cobro de algunos impuestos, por el pago de aguinaldos y el cobro de los aportes sobre los mismos ¹.

Las condiciones de liquidez en que se enmarca un mes en particular son determinantes del comportamiento que tienen los agentes en el manejo de su liquidez dentro del mes. Por ejemplo, en un período líquido y en ausencia de expectativas cambiarias adversas, los bancos procurarán cumplir anticipadamente los encajes. No se verán forzados a reducir posición en moneda extranjera en el período intramensual más ilíquido, y

1 El resultado en pesos de las empresas públicas presenta menos fluctuaciones estacionales. Estos aspectos son analizados en L. Vicente (Agosto 1999) - Ficha Metodológica del Área de Política Monetaria del BCU N° 6: "Desagregación del resultado del Sector Público global por moneda".

a la vez estarán menos dispuestos a hacerlo, ya que la mayor liquidez podría llevar a que el tipo de cambio varíe su nivel de flotación.

II. LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA OFERTA DE PASIVOS MONETARIOS

La oferta monetaria se genera mediante crédito interno en moneda nacional del banco central -fundamentalmente ligado a la situación fiscal- o mediante compra-venta de divisas por parte del BCU, de acuerdo al régimen cambiario vigente ² ³. Ambos factores están estrechamente relacionados, en tanto el efecto fiscal se manifiesta en gran parte a través del mercado de cambios.

Las ventas de divisas que realiza el sector privado y las ventas de divisas que realiza el BCU al BROU también tienen implícito un componente fiscal. En el caso uruguayo, el sector público consolidado es superavitario en sus operaciones en moneda nacional y deficitario en sus operaciones en divisas. Por tanto, el público debe vender divisas para satisfacer el incremento de su demanda de base monetaria y para poder pagar los impuestos y las tarifas públicas. Por otra parte, el resto del sector público no financiero (RSPNF), compuesto por las empresas públicas e intendencias, destina su superávit en pesos principalmente a comprar divisas en el BROU y éste a su vez se recompra en parte en el BCU.

La forma en que opera el mercado cambiario en el Uruguay ubica el tipo de cambio de equilibrio próximo al piso de la banda de flotación. Para el conjunto del año, el sector privado debe vender divisas netas y en tanto lo haga directamente en el BCU, el tipo de cambio debería estar en el piso de la banda. Por otro lado, las compras de divisas del sector público no financiero -principal demandante de divisas- no se realizan en el mercado, con el consiguiente efecto sobre el nivel del tipo de cambio. Por tanto, si se considera un período prolongado, en ausencia de factores expansivos de la oferta de pasivos monetarios diferentes a los inducidos por la demanda por base monetaria, la magnitud de la esterilización que se realiza por vía

2 El funcionamiento del mercado de cambios se detalla en A. Ibarra (Octubre 1998).

3 Los restantes factores que inciden sobre la oferta monetaria son inmateriales.

4 La flotación estaría determinada por los desajustes intramensuales e intraanuales entre la oferta y la demanda monetaria y por las expectativas.

fiscal acota en el tiempo las posibilidades de que el tipo de cambio esté flotando por un período prolongado ⁴.

II.1 EL COMPONENTE FISCAL EN LA OFERTA MONETARIA

En el caso uruguayo, el déficit fiscal no ejerce un efecto monetario expansivo directo ⁵, ya que el sector público consolidado es superavitario en las operaciones que lleva a cabo en pesos, en tanto que es deficitario en sus operaciones en moneda extranjera.

La consideración de los diferentes niveles de la administración pública es relevante en la medida que éstos impactan en forma desigual sobre la oferta monetaria y sobre el nivel del tipo de cambio. Las empresas públicas son fuertemente superavitarias en sus operaciones en pesos en todos los meses del año, el BCU siempre es deficitario y el gobierno central puede ser deficitario o superavitario en sus operaciones en moneda nacional, dependiendo del nivel del déficit global y de la estacionalidad del resultado.

a) gobierno central

Las operaciones en pesos del gobierno central afectan directamente la oferta de pasivos monetarios. En la medida que los saldos del gobierno central en el BROU están encajados al 100%, un déficit del gobierno en sus operaciones en moneda nacional que reduzca sus saldos en el BROU, implica una reducción de igual magnitud del encaje -y por ende una expansión de la oferta monetaria- y viceversa⁶⁷.

Este mecanismo está acotado en la medida que el BCU no le puede dar crédito al gobierno. Sin embargo, existe un factor potencial de

5 El efecto es indirecto, por su incidencia en el ritmo de corrimiento de la banda de flotación.

6 Esta relación directa entre oferta monetaria y resultado en pesos del gobierno es válida para el promedio del mes, estando afectada la relación dentro del mes por la pauta de encaje del BROU.

7 La mayor parte de las operaciones en pesos del gobierno central y BPS se reflejan en las cuentas de éstos en el BROU y una parte reducida de su resultado en pesos pasa por el BCU, por lo que impacta directamente en la oferta monetaria, vía expansión del crédito interno.

expansión ya que el BCU es el agente financiero del gobierno y por tanto éste mantiene importantes saldos en el BCU fruto de las colocaciones de títulos, netas del servicio realizado. Por tanto, el gobierno central podría financiar un déficit en sus operaciones en pesos, retirando sus propios fondos en el BCU. Ello permitiría una expansión del crédito interno en pesos con origen fiscal, sin que ello implicara que el BCU le estuviera dando crédito⁸. Debe tenerse en cuenta que esta posibilidad está acotada por la disponibilidad de fondos del gobierno central en el BCU y por la existencia de un tope legal de endeudamiento.

b) banco central

El BCU es deficitario en sus operaciones en pesos, dado que los ingresos que percibe en pesos son reducidos, en tanto que paga intereses por encajes remunerados y depósitos call y debe cubrir sus propios gastos operativos. Ello contribuye directamente a expandir la oferta monetaria.

c) empresas públicas e intencencias

La incidencia del resultado del RSPNF sobre la oferta monetaria se manifiesta a través del mercado de cambios, aunque en su origen ésta sea fiscal. Las empresas públicas son fuertemente superavitarias en pesos, ya que la mayor parte de sus ingresos y sólo una parte de sus egresos son en moneda nacional. Las empresas convierten este superávit a dólares -comprándose los al BROU-, a efectos de hacer frente a los importantes egresos que tienen en moneda extranjera (servicio de deuda, compra de combustible, inversiones, transferencias al gobierno central, etc.)⁹.

A su vez, el BROU compra divisas -parcialmente en el BCU- para compensar las ventas que le realiza al RSPNF. Esta constituye la vía por la cual el superávit de las empresas públicas en sus operaciones en pesos tiene un efecto persistentemente contractivo de la oferta monetaria.

8 En definitiva, el BCU le compra al gobierno parte de las divisas que obtiene por colocación de títulos en moneda extranjera y en particular la resultante de las colocaciones de bonos.

9 Las intencencias inciden en forma similar a las empresas públicas en la medida que compran dólares con su superávit en pesos. Habitualmente acumulan divisas en el primer trimestre del año, cuando se concentran sus ingresos y en el resto del año van vendiendo ese superávit acumulado, con lo que generan un efecto inverso en el mercado de cambios.

En síntesis, el sector privado tiene que vender divisas para pagar las tarifas públicas y con ese superávit en pesos las empresas públicas le compran al BROU los dólares necesarios para cubrir sus egresos en divisas. Por tanto, el efecto neto sería como si el público le vendiera las divisas directamente al BCU para poder pagar tarifas y posteriormente el propio BCU le vendiera las divisas a las empresas públicas¹⁰. Sin embargo, estas operaciones no siempre son coincidentes en el tiempo y en monto, por lo que repercuten sobre el nivel de reservas y el grado de flotación, como se analiza en el punto siguiente.

II.2 LAS COMPRAS NETAS DE DIVISAS DEL BCU Y LA OFERTA MONETARIA

La compra o venta neta de divisas por parte del BCU constituye uno de los factores básicos de variación de la oferta monetaria y como se analizara anteriormente está estrechamente vinculada a los factores fiscales. Para el conjunto del año, el BCU realiza compras de divisas al sector privado y le vende divisas al BROU mediante las cuales este último se recompra de las ventas que hiciera al SPNF¹¹. Por tanto, a continuación se analizan los determinantes de las ventas de divisas que realiza el sector privado y los factores que inciden en el comportamiento del BROU en cuanto a recomprarse en el BCU total o parcialmente de las ventas que le realiza al SPNF.

a) las ventas de divisas del público

El sector privado debe vender divisas por un monto equivalente a la variación de la demanda de base monetaria más el superávit de las operaciones en pesos del sector público¹². Por tanto, a lo largo de cada

10 En realidad otros factores, como la existencia de instrumentos de esterilización al comienzo del período, el hecho que el resultado de las operaciones en pesos del gobierno y BCU pueda ser deficitario y una caída de la demanda de base monetaria pueden reducir las necesidades de ventas de divisas por parte del sector privado en un momento en particular y no necesariamente sería siempre el BCU el que esté comprando las divisas.

11 Ello es cierto para el conjunto del año, en tanto el sector privado es vendedor neto de divisas. En algunos casos puntuales pueden verificarse ventas del BCU al sector privado, si el tipo de cambio alcanza el techo de la banda.

12 Las compras y ventas de divisas que realiza el sector privado pueden ser amortiguadas por la tenencia de instrumentos de esterilización.

año, el sector privado debe vender divisas para cubrir la parte de impuestos y tarifas públicas que excede a los gastos en pesos que realiza el sector público y para generar la mayor base monetaria demandada¹³. La demanda de base monetaria presenta una tendencia creciente a lo largo del año -aunque con fluctuaciones estacionales- debido a que el piso de la banda de flotación está sujeto a un incremento diario.

La necesidad de venta de divisas por parte del sector privado puede ser amortiguada por el comportamiento del BROU. Si éste realiza ventas netas de divisas en el mercado, le transfiere al sector privado los pesos de contrapartida, ya sea a través del resultado de sus operaciones en pesos o del otorgamiento de crédito neto de amortizaciones en pesos, con la consiguiente reducción de las necesidades de venta de divisas del sector privado.

El hecho que el sector privado deba vender divisas para el conjunto del año, no implica necesariamente que el tipo de cambio esté en el piso de la banda. El público puede venderle divisas al BCU si el tipo de cambio está en el piso de la banda, o al BROU si el tipo de cambio está flotando. Por tanto, aunque el público estuviera vendiendo divisas, el tipo de cambio podría estar flotando.

A su vez, en los hechos la banda no funciona en forma pura, es decir con el BCU comprando sólo al piso y vendiendo sólo al techo de la banda. Por un lado, el BCU le vende divisas al BROU para recomprarse de las ventas que éste le hace al SPNF, aunque el tipo de cambio no esté en el techo. Asimismo, hasta setiembre de 1998 el BCU compraba divisas por el régimen de prefinanciación de exportaciones aunque el tipo de cambio estuviera flotando. Por lo tanto, la expansión de la oferta monetaria no necesariamente respondía a una demanda de dinero en sentido restringido, por lo que se verificaba un incremento en la colocación de instrumentos de esterilización y flotación del tipo de cambio¹⁴.

13 El sector privado obtiene estas divisas a través de la balanza de pagos, ya que es superavitario en sus operaciones en divisas, si se considera el conjunto de sus transacciones en bienes y servicios y los movimientos de capital.

14 La flotación del tipo de cambio estaba afectada además por la reducción de la oferta de divisas en el mercado al canalizarse la misma al BCU por el mecanismo de la prefinanciación.

b) las ventas de divisas del BCU al BROU

El BROU le vende divisas al SPNF y se recompra directamente con el sector privado y en el BCU. Este último factor, es la vía por la cual se refleja el efecto contractivo de la oferta monetaria originado por el superávit en pesos del SPNF.

En los últimos años, el comportamiento del BROU tiende a reducir la contracción de la oferta monetaria que se genera por el superávit de las empresas públicas en sus operaciones en pesos. El BROU puede comprar divisas directamente al sector privado -y de hecho lo hace-, reduciendo su necesidad de recomprarse en el BCU. Si bien en el largo plazo la composición entre ambos factores es indiferente, en el corto plazo la diferenciación es relevante, en tanto ambas alternativas pueden afectar en forma diferente el nivel de reservas y la flotación del tipo de cambio.

Si bien generalmente el BROU realiza ventas netas de divisas en el mercado, ello no necesariamente afecta su posición en moneda extranjera, en la medida que percibe ganancias por sus operaciones en moneda extranjera.

II.3 UNA APLICACIÓN DEL ANÁLISIS REALIZADO

A continuación se ilustra con las estimaciones para 1998, la magnitud de los diferentes factores determinantes de la variación de los pasivos monetarios. Se realizó el análisis a dos niveles diferentes, en una primer parte a partir del resultado global del sector público y en la segunda focalizando en el resultado de las operaciones en pesos del gobierno central y BCU, que es el que impacta en forma directa sobre la oferta monetaria. Ambas formas de análisis son complementarias: la primera se centra en las ventas de divisas que realiza el sector privado; la segunda en las compras netas de divisas que realiza el BCU.

La realización habitual de las estimaciones como las que aquí se presentan sobre datos históricos, constituyen un elemento fundamental para el análisis de las perspectivas de liquidez y para el seguimiento de los factores determinantes de la oferta monetaria.

a) a partir del resultado global del sector público

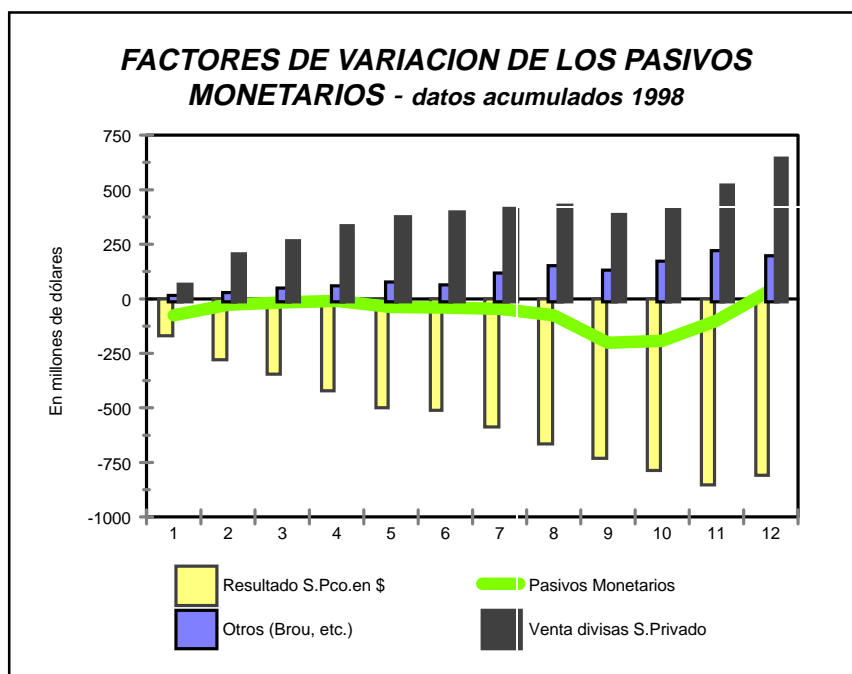
En el año 1998 el superávit del sector público en sus operaciones en moneda nacional fue del orden de los U\$S 801:, el incremento en el stock de pasivos monetarios de unos U\$S 41: y además se verificaron otros factores menores contractivos de la oferta monetaria por U\$S 20:, como se presenta en el cuadro 1. Para disponer de los pesos correspondientes, el sector privado realizó ventas netas de divisas por U\$S 645: y el BROU por U\$S 217:.

Las gráficas muestran que a lo largo de todo el año el superávit del sector público global tuvo un efecto contractivo en sus operaciones en pesos. Ello llevó a que el sector privado vendiera divisas en todos los meses, salvo setiembre, cuando se verificó una corrida contra los pasivos monetarios por problemas de expectativas. El hecho que el sector privado haya sido vendedor de divisas en casi todos los meses, no implicó necesariamente que el tipo de cambio estuviera en el piso de la banda y que fuera el BCU el que estuviera comprando ¹⁵.

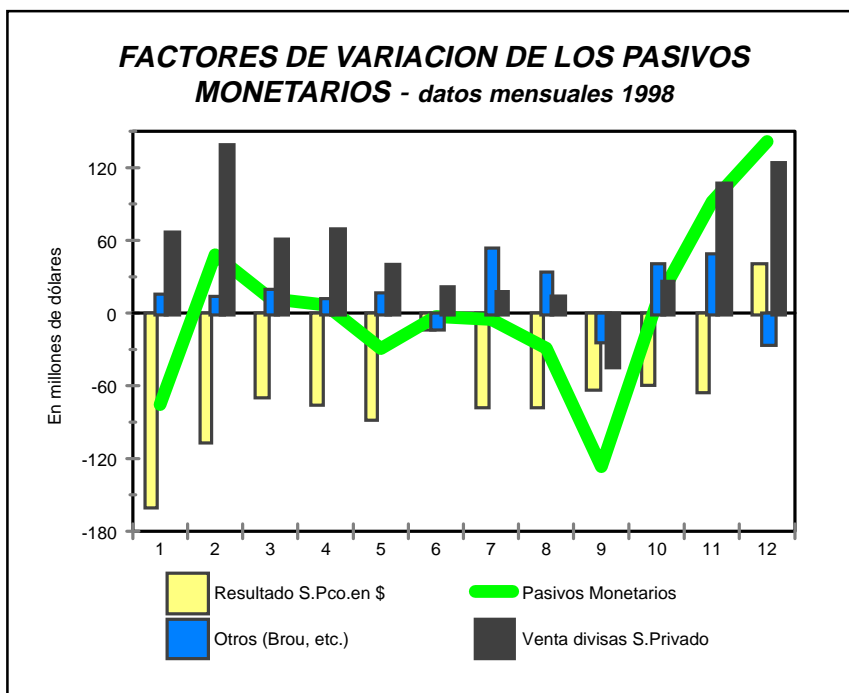
A lo largo del año 98 y con excepción del mes de diciembre, los pasivos monetarios se mantuvieron por debajo de los niveles de diciembre 97, con datos de fin de mes. Por tanto, a lo largo del año el efecto fiscal contractivo fue mayor que la expansión de los pasivos monetarios generada por las ventas netas de divisas del sector privado y BROU.

15 El BROU realizaba compras de divisas directamente al sector privado.

CUADRO 1: VENTAS DE DIVISAS DEL SECTOR PRIVADO	
<i>Datos de 1998, en millones de dólares</i>	
Superávit del sector público global en pesos ¹	801
- Gobierno Central	88
- BCU	-76
- Empresas públicas e intendencias	789
Variación de pasivos monetarios	41
Ventas netas de divisas por parte del Brou	-217
Otros factores de variación de la oferta monetaria	20
Total ventas de divisas del sector privado	645
- al BCU	500
- al BROU	145



16 La descomposición del resultado por monedas corresponde a las estimaciones que realiza el Departamento Fiscal del Area de Política Monetaria del BCU.



b) a partir del resultado de las operaciones en pesos del gobierno central y BCU

A continuación se presenta el análisis complementario del anterior, que se centra en los factores de variación de la oferta monetaria que enfrenta directamente el BCU. En este caso, el resultado fiscal relevante corresponde al del gobierno central y BCU en pesos, que es el que impacta directamente sobre la oferta monetaria.

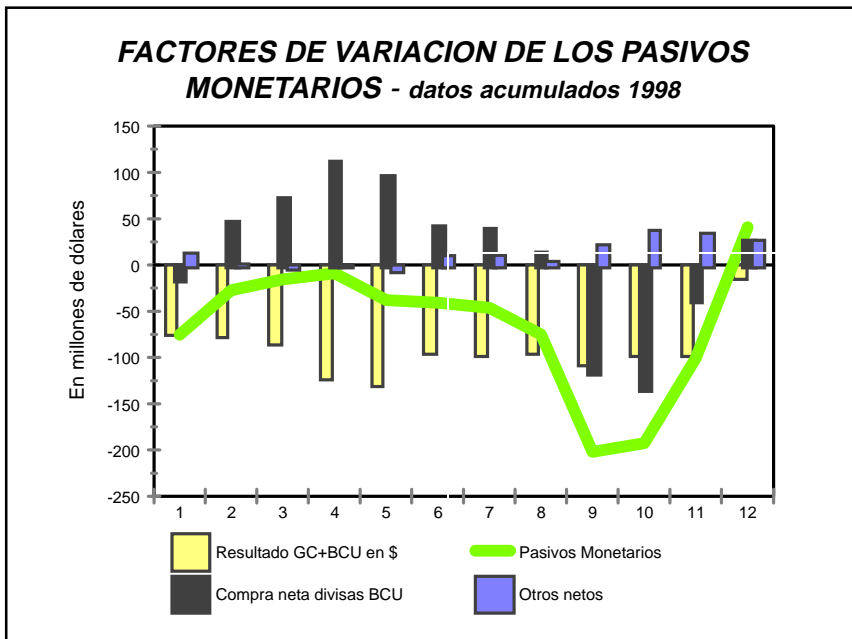
A su vez, las ventas netas de divisas que realiza el BCU recogen el efecto de las compras netas que éste realizó al sector privado y de las ventas realizadas al BROU. Por tanto, el efecto de las empresas públicas e intendencias y el comportamiento del BROU en cuanto a haber realizado ventas en el mercado, se refleja en las ventas netas que realiza el BCU.

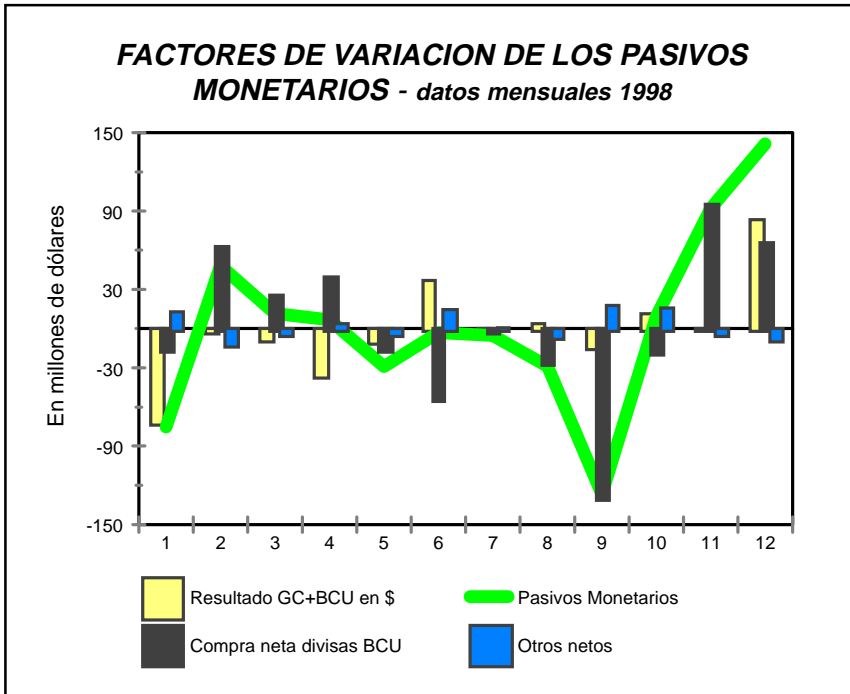
En el año 1988 las ventas de divisas al BROU (U\$S 473;) fueron el principal factor contractivo de la oferta monetaria, reflejando el superávit de las empresas públicas en sus operaciones en pesos, neto de los efectos del comportamiento del BROU. Como se presenta en el cuadro 2, para el

conjunto del año 1998 el resultado del gobierno central y BCU en pesos fue ligeramente superavitario (U\$S 12:), la expansión de los pasivos monetarios fue de U\$S 41: -ya analizados en el caso anterior- y además, se verificaron otros factores netos contractivos de la oferta monetaria por U\$S 26:. Como consecuencia de todos estos factores, el BCU realizó compras netas al sector privado por U\$S 500:, y por ende vendió divisas por un neto de U\$S 27:.

En las gráficas se observa claramente que la caída de los pasivos monetarios de setiembre se materializó mediante ventas de divisas por parte del BCU. Asimismo, la expansión estacional de los pasivos monetarios de noviembre y diciembre fue generada mediante compras netas de divisas por parte del BCU.

El cuadro 3 ilustra sobre el comportamiento del BROU, que realizó ventas netas al SPNF por U\$S 835:, recomprándose parcialmente en el BCU (U\$S 473:) y directamente al sector privado (U\$S 145:). Como resultado, realizó ventas netas de divisas en el mercado por U\$S 217:. La obtención de ganancias de posición que no implican compras en el mercado, acotó la pérdida de posición del BROU a U\$S 88:.





CUADRO 2: COMPRA NETA DE DIVISAS DEL BCU <i>Datos de 1998, en millones de dólares</i>	
<i>Superávit del Gob. Central + BCU en pesos</i>	12
<i>Pasivos monetarios</i>	41
<i>Otros factores netos</i>	-26
Total compra neta de divisas del BCU	27
- Compras al sector privado	500
- Ventas al Brou	-473

CUADRO 3: POSICIÓN DEL BROU Y VENTAS NETAS DE DIVISAS <i>Datos de 1998, en millones de dólares</i>	
<i>Ventas al SPNF</i>	-835
<i>Compras al BCU</i>	473
<i>Compras netas al sector privado</i>	145
<i>Ventas netas del BROU</i>	-217
<i>Ganancia de posición que no implica compra en el mercado</i>	129
<i>Variación de la posición del BROU</i>	-88

III. LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA DE PASIVOS MONETARIOS

Los pasivos monetarios del BCU comprenden el circulante más los encajes totales, más los instrumentos de esterilización y menos el saldo de las cuentas del gobierno y BPS en el BROU, que deben estar encajados al 100%¹⁷. Los componentes de los pasivos monetarios presentan diferente sensibilidad ante las variaciones de las variables determinantes de la demanda: precios, nivel de actividad, tasas de interés y expectativas.

La demanda de pesos más vinculada a transacciones -circulante y depósitos vista- depende en mayor medida del nivel de actividad y de la evolución de los precios. Dado que su magnitud es relativamente reducida respecto del nivel de transacciones, en el corto plazo, también lo es su sensibilidad frente a las expectativas cambiarias o a las variaciones de las tasas de interés. Asimismo, el circulante presenta una pauta intraanual estable y predecible.

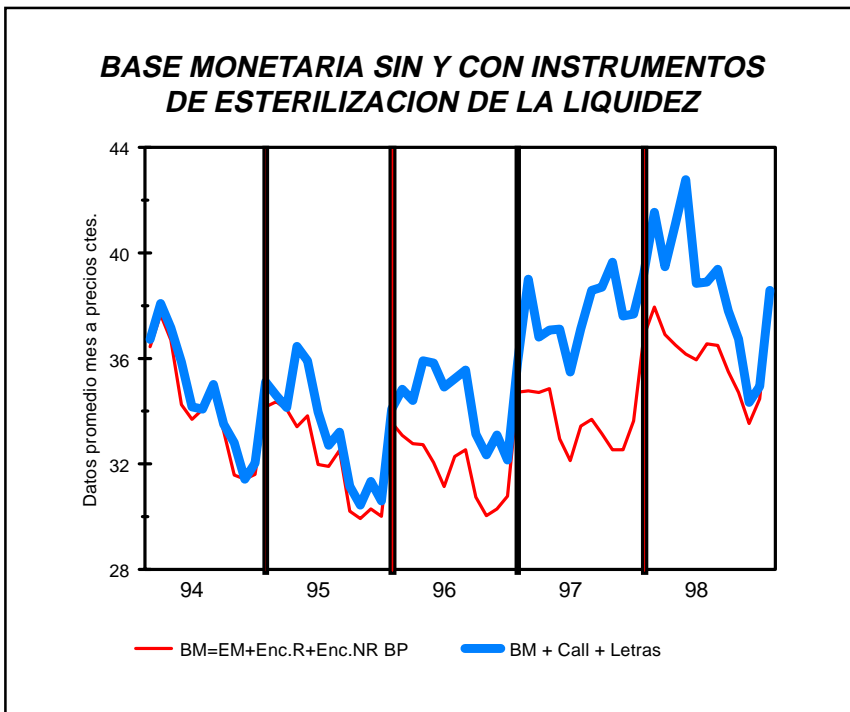
Por el contrario, la demanda de los instrumentos de esterilización es residual y por ende muy sensible a las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio y en menor medida a las tasas de interés. El primer

¹⁷ A. Ibarra (Abril 1998).

factor prima ampliamente, en tanto, pequeñas variaciones en el nivel de flotación implican tasas anualizadas muy elevadas, que desestimulan los cambios de posición de corto plazo ¹⁸.

Los depósitos en call y las letras en pesos procuran evitar que los fondos disponibles en pesos y que en el corto plazo van a ser aplicados en pesos, se conviertan transitoriamente a dólares, amortiguando así el impacto de los desajustes intramensuales y estacionales entre oferta y demanda monetaria sobre las reservas y la flotación del tipo de cambio.

En los últimos años en general se ha operado con liquidez excedente para el promedio del mes, originada tanto por excesos de oferta -debido a compras de divisas por el régimen de prefinanciación de exportaciones hasta el cambio de la normativa a fines de 1998- como por desajustes estacionales o intramensuales.



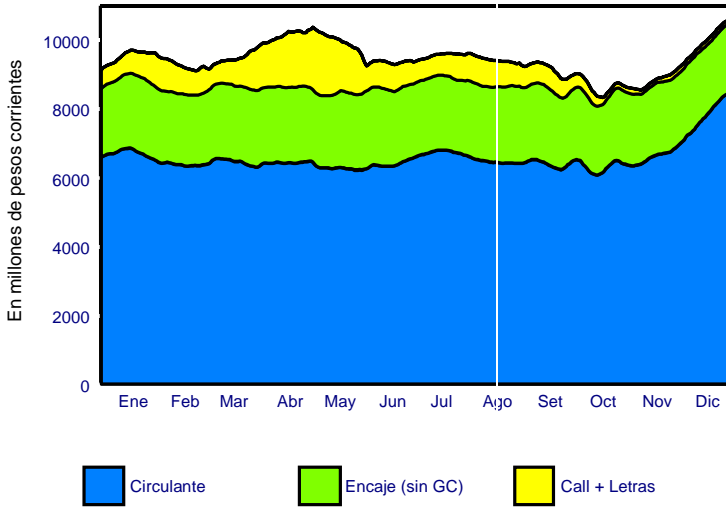
¹⁸ Se considera, que el nivel de las tasas no es lo suficientemente atractivo, como para estimular la conversión de activos en dólares a pesos.

El análisis de los componentes de la demanda de pesos debe realizarse para el promedio del mes, dado que los encajes se constituyen sobre promedios mensuales. La composición de los pasivos monetarios a fin de mes -y por ende su comparación- está afectada por la pauta de encajamiento que se haya seguido en el mes y particularmente por el BROU respecto de los encajes por las cuentas del gobierno ¹⁹.

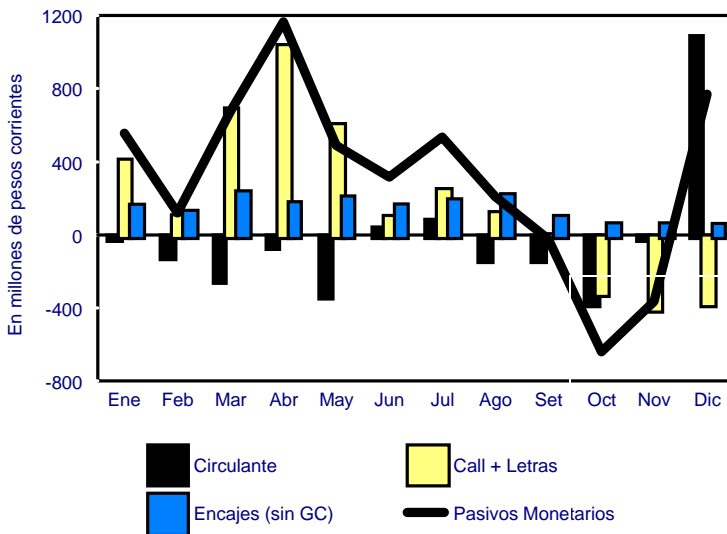
Se ejemplifica con el año 1998 la composición de los pasivos monetarios. En el promedio del año, el circulante representó un 69% del total, los encajes un 23% y los instrumentos de esterilización un 8%. Las gráficas ilustran acerca de la pauta estacional del circulante, de las importantes fluctuaciones que presenta la tenencia de instrumentos de esterilización y de la relativamente menor incidencia que tienen las variaciones de los encajes en las fluctuaciones de la demanda de pasivos monetarios.

¹⁹ Este problema también afecta la variación de la base monetaria con datos a fin de mes, en la medida que ésta recoge sólo parte de los pasivos monetarios y por ende está afectada por la composición entre base e instrumentos de esterilización. Por tanto, para determinar la variación de la base monetaria punta a punta, debe ajustarse la liquidez global del BROU por los depósitos que recibe del gobierno. Una alternativa para ello es deducir de los depósitos de encaje, la totalidad de los depósitos de encaje no remunerado del BROU, siguiendo por deducir de la emisión el incremento de la caja del BROU y por último, deduciendo el monto restante, de los depósitos en call o letras, si los tuviere.

COMPOSICION DE LOS PASIVOS MONETARIOS
 1998 - Datos promedio 30 días



VARIACION DE LOS PASIVOS MONETARIOS
 Var. promedio mes acumulada - 1998



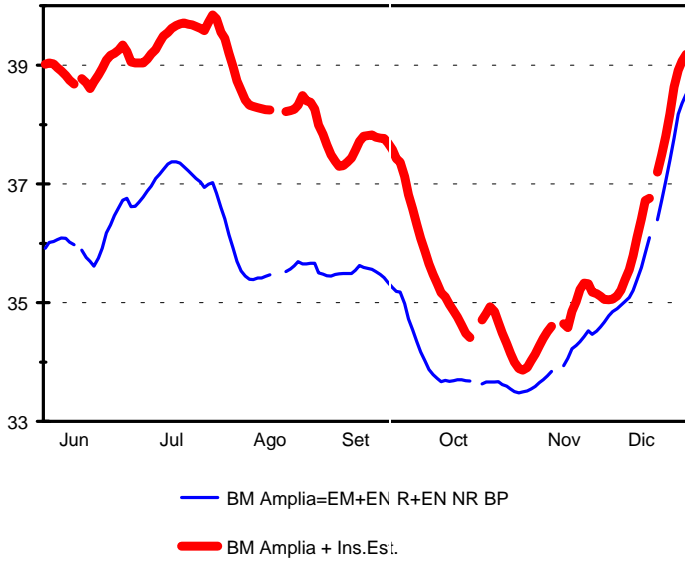
III.1 UNA APLICACIÓN DEL ANÁLISIS REALIZADO

A continuación se ilustra el impacto de una crisis de expectativas sobre los diferentes componentes de los pasivos monetarios, ejemplificando con lo sucedido en el tercer trimestre de 1998.

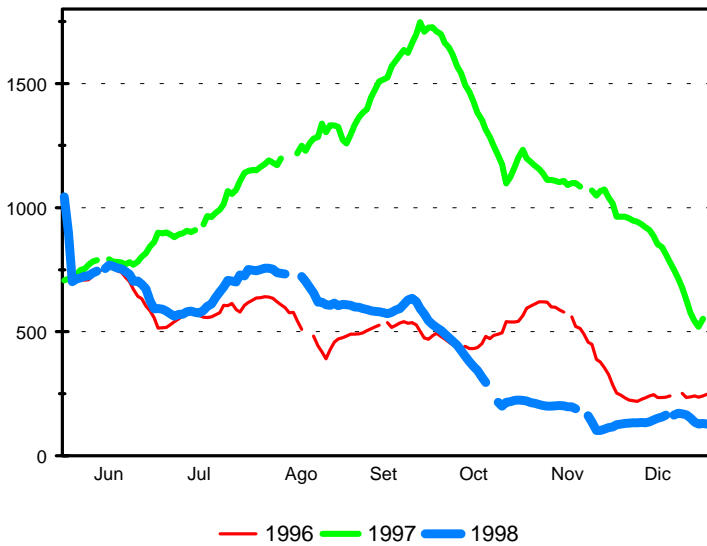
La disminución estacional de la demanda de dinero en el tercer trimestre genera excedentes transitorios hasta tanto el superávit fiscal en pesos los absorba gradualmente. En condiciones normales, éstos se mantienen en instrumentos de esterilización. Sin embargo, la incertidumbre que generó la crisis internacional y regional en el período que se analiza, llevó a que en un primer momento la banca privada procurara recomponer su posición en moneda extranjera, reduciendo la tenencia de instrumentos de esterilización. Posteriormente, el público comenzó a retirar depósitos en pesos, con la consiguiente restricción de liquidez para la banca privada, que la llevó a acentuar la reducción de instrumentos y la obligó a liquidar posición en moneda extranjera. La iliquidez de los bancos en el marco de la incertidumbre imperante, elevó las tasas interbancarias hasta los máximos legales.

Por su parte, la emisión, el componente más directamente vinculado a transacciones, se redujo sólo levemente por encima de su pauta estacional. Fue el componente que presentó la menor sensibilidad ante la crisis, recomponiéndose rápidamente a niveles normales, una vez que ésta se superó.

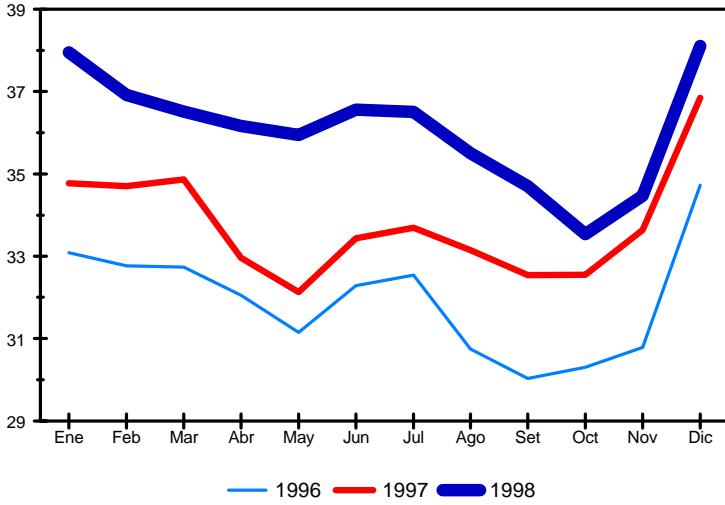
BASE MONETARIA AMPLIADA + CALL + LETRAS
 1998 - Ppromedio 20 dh, pesos ctes.



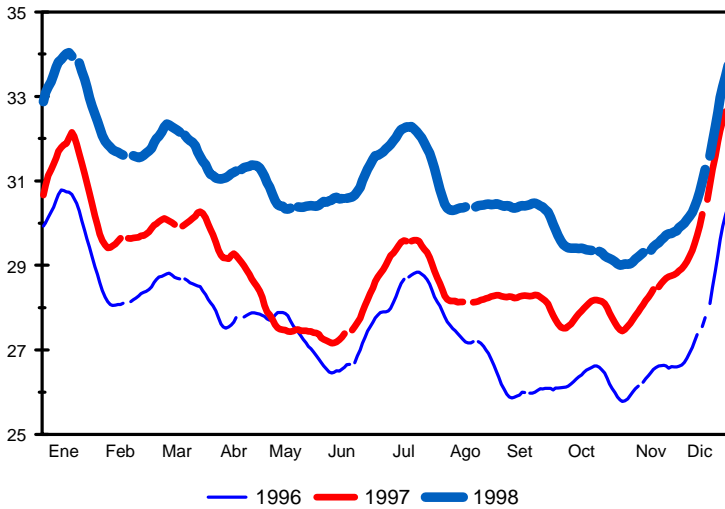
INSTRUMENTOS DE ESTERILIZACION
 Promedio 20 días háb., a precios corr.

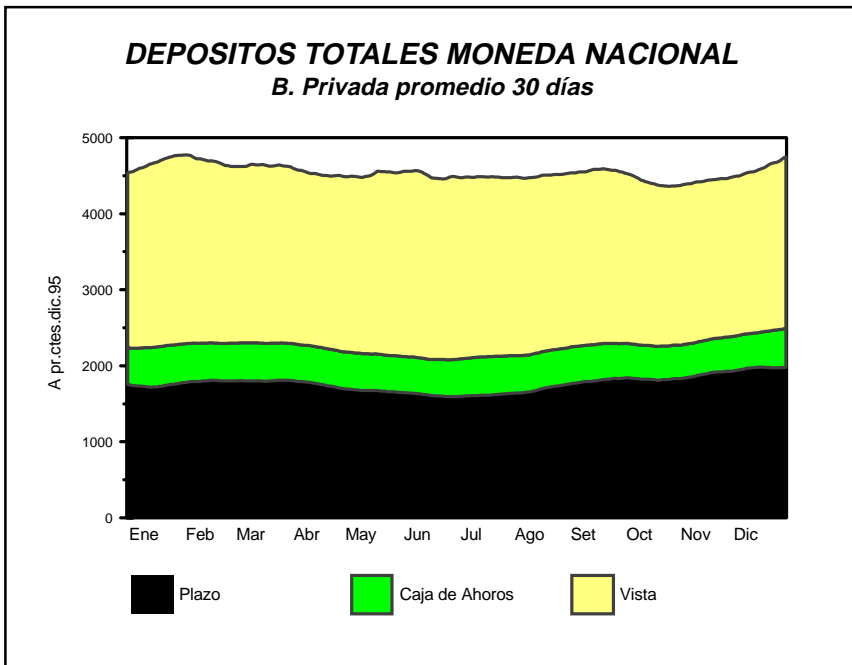
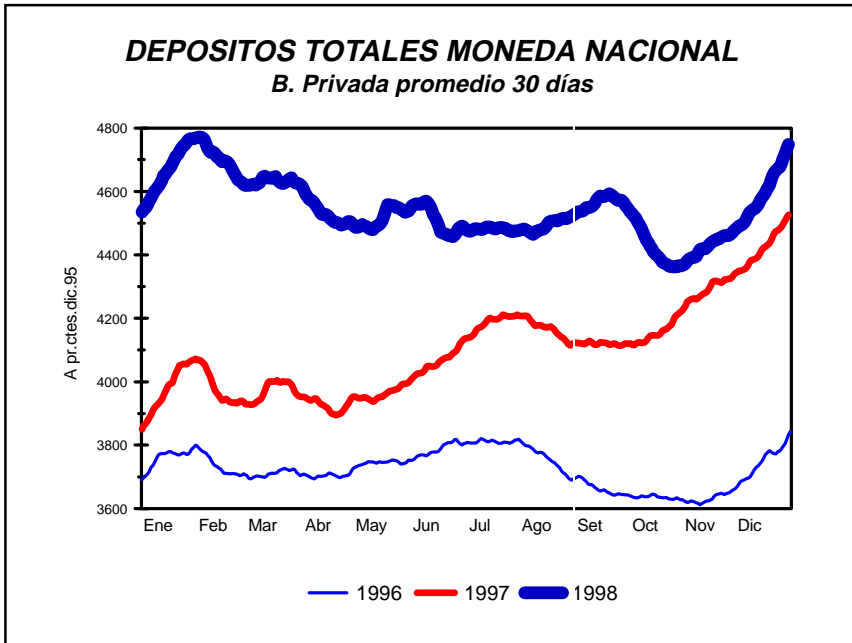


BASE RESTRINGIDA MAS ENC. REMUNERADOS
Promedio mes día hábil, a precios ctes.



EMISION PROMEDIO 20 DIAS HABILES
A precios constantes de dic. 85





LA TERCERIZACIÓN EN EL SISTEMA BANCARIO URUGUAYO: UN ENFOQUE INSTITUCIONAL

HUGO LIBONATTI*

RESUMEN

Este trabajo avanza en la descripción e interpretación del proceso de tercerización en el sector bancario uruguayo. Se concluye que las actividades que se tercerizan son aquellas que involucran activos de menor especificidad o ausencia de incertidumbre estratégica, y que facilitan la agregación de demandas. El proceso surge de una modificación de los costos de transacción del mercado *vis à vis* los de las jerarquías. La mayor competencia y la liberalización de mercados que se ha producido en estos últimos años han abaratado los costos de organizar la producción a través de los mercados. Las relaciones de poder y su expresión a través de las negociaciones entre sindicato y bancos han sido también un elemento esencial para el proceso. El grado de contratación externa está también influenciado por las características institucionales de los intermediarios financieros: se constata un comportamiento diferencial en los bancos oficiales y las cooperativas. Finalmente, el trasiego de empleados de una institución financiera a otra involucra a trabajadores que llevan consigo un alto grado de especificidad en sus tareas, por lo que la tercerización de estas actividades no estaría planteada.

* Deseo agradecer expresamente a Mario Bergara, Sergio Miltinsky y Rosario Furest por los aportes teóricos y sugerencias que contribuyeron a mejorar el trabajo. Asimismo a los funcionarios de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera del BCU, en especial a Sandra Libonatti por los datos estadísticos que fueron el soporte del trabajo empírico. De todas maneras, los conceptos vertidos y el resultado final son de mi estricta responsabilidad.

ABSTRACT

This paper analyzes the outsourcing process in Uruguayan banks, based on the transaction cost economics approach. There is a growing use of alternative work arrangements that have in common the substitution of market-mediated transactions for direct employment relationships. The most common reasons for the increased use of these work arrangements are consistent with the TCE view, i.e. turning to contracting out implies economizing in transaction costs. The Uruguayan banks have increased their outsourcing outlays by three times in the period 1991-1998. The financial institutions that have been more willing to contract out are those that are mainly dedicated to activities that involve highly specific assets. Outsourcing spending is higher in institutions that have increased their participation in the consumer credit markets and offered standardized services that are massively advertised. In the case of banking activities, where information and specific relations are relevant, the link between the credit manager and some customers (particularly, corporate clients) can be taken as a specific asset. Employees' movements among banks involve individuals who carry themselves a high degree of specificity in their tasks and connections. This is the case of credit managers whose relationships with borrower companies put them in a powerful bargaining position to negotiate their new jobs.

I INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es avanzar en una descripción y en algunas hipótesis interpretativas del proceso de tercerización en sector bancario uruguayo. Éste ha estado sujeto a una serie de cambios organizacionales en las últimas dos décadas. En particular, las transformaciones que ha experimentado el mismo en el plano del mercado de trabajo han sido de una envergadura tal que ameritan un análisis más profundo. En este sentido, y sin el propósito de ser exhaustivo, las alternativas organizacionales que enfrentan los propietarios de las empresas, la recomposición de su fuerza de trabajo y las nuevas estrategias que han debido adoptar, son algunos de los elementos a abordar a efectos de entender la nueva configuración que se ha venido gestando en los últimos años.

Algunas preguntas se hacen relevantes a la hora del análisis. ¿Que fenómenos económicos nuevos han surgido en las últimas décadas para que las tercerizaciones se hayan implantado en nuestra sociedad? ¿Cuáles son los móviles del proceso tercerizador? ¿Que tipo de actividades o procesos son tercerizables y cuáles no? ¿Qué características tienen este tipo de actividades? ¿Cuales son las características específicas del trabajo en el sistema bancario? ¿Son todas las tercerizaciones implementables? Se trata, entonces, de avanzar en estos aspectos, adicionando cuestiones relacionadas al poder relativo de los agentes y el desarrollo estratégico de las empresas.

El presente trabajo se organiza de la siguiente manera. En el Capítulo II se repasa la literatura sobre los límites de la firma, la teoría de los contratos incompletos y la economía de costos de transacción, cuyas proposiciones centrales se utilizarán como soporte de una interpretación plausible del proceso tercerizador. El capítulo III recopila los diferentes enfoques de la organización del trabajo en una economía y en particular la relación de empleo. El capítulo IV propone una descripción detallada de las tareas tercerizadas por parte de las instituciones del sector bancario y se esquematiza la conducta de las instituciones bancarias a través de una tipología de estrategias en función de los datos observados. El capítulo V propone una interpretación del proceso de tercerización que tiene lugar en el sector bajo análisis. En el capítulo VI, se muestra un trabajo econométrico que sustenta los principales ingredientes de la interpretación sugerida. Finalmente, el Capítulo VII sintetiza las principales conclusiones del trabajo.

II LOS LIMITES DE LA FIRMA

Axel Leijonhufvud (1986) grafica la concepción neoclásica de la firma como una receta de cocina donde los ingredientes (capital y trabajo) se vierten en un pote, se pone a fuego, $f(\cdot)$, y el producto X queda terminado. Con esta simple y ocurrente comparación, queda claro que el enfoque neoclásico de la firma no nos provee de ninguna información que nos haga entender la estructura organizacional o la secuencia de las tareas. La firma es una función de producción, una caja negra en donde entran insumos y salen productos. La pregunta relevante es entonces si la formulación neoclásica del problema económico arroja luz sobre las actividades de las instituciones económicas: *el mercado y las firmas*. Esta pregunta debe ser contestada negativamente, dado que no nos dice nada de por qué existen firmas, cuál es su naturaleza y qué pasa dentro de ellas. Más importante aún, no dice nada de *cómo* la producción es organizada dentro del sistema económico.

En su reconocido artículo “La naturaleza de la firma”, Coase (1937) se pregunta por qué la organización llamada *firma* es necesaria, dado que la coordinación de la actividad económica puede ser hecha por el sistema de precios a través de una serie de transacciones de intercambio en el mercado. Dentro de una firma estas transacciones son eliminadas y la complicada estructura de mercado es sustituida por un empresario coordinador quien dirige la producción. Pero, ¿porqué la función de coordinación es el trabajo del mecanismo de precios en un caso y es trabajo del empresario en otro caso? Estamos ante formas alternativas de coordinar la producción. Parecería entonces que la suplantación del mecanismo de precios por la institución *firma* se debe a que existe un *costo* por utilizar el primero. Así, debe tenerse en cuenta los costos de descubrir cuáles son los precios relevantes, en la medida en que, como estadísticos suficientes que son, contienen toda la información necesaria. Además debe también tenerse en cuenta los costos de negociar y concluir los contratos para cada transacción que tiene lugar en el mercado. Cuanto mayor sea el período de extensión del contrato para proveer un bien o un servicio, mayor es la dificultad para la persona que compra especificar lo que se espera que haga el vendedor. Es en la situación en que la dirección de los recursos queda en última instancia dependiendo del comprador que Coase identifica como una relación de *firma*.

¿Qué es lo que hace que un empresario organice una transacción más o una transacción menos?; ¿por qué si mediante la organización se reducen algunos costos existen algunas transacciones en el mercado? ¿Por qué no toda la producción se lleva a cabo en una gran firma? Para Coase habría dos razones fundamentales. La primera de ellas es que cuando la firma se vuelve más grande puede haber retornos decrecientes para la función del empresario, esto es, los costos de organizar transacciones adicionales pueden aumentar. La segunda razón está vinculada a la capacidad del empresario de hacer bien su función. Puede pasar que cuando más transacciones sean organizadas por el empresario aumenten los errores al ubicar correctamente los factores de producción. Finalmente, puede darse que el precio de los factores de producción pueda aumentar porque existen otras ventajas de las firmas pequeñas sobre las firmas más grandes.

Un enfoque particular para la aparición de la *firma* viene dado por los trabajos de Alchian y Demsetz (1972), quienes sostienen que, la firma es esencialmente *un mercado*, un nexo de contratos involucrando no más ni menos jerarquías que cualquier otra relación de mercado externo. El problema que enfrentan está estrechamente vinculado al problema de la *medición* en el marco de un proceso productivo en equipo. En efecto, en un contexto de no separabilidad de funciones, se hace necesaria la medición de la productividad de los insumos y la medición de su retorno. Dado que se presenta siempre el problema de la medición, el rasgo característico de la firma es la existencia de un agente central (el monitor) en un equipo productivo, que pasa a ser el propietario de la firma o el empleador. La conjetura central es que, como consecuencia del flujo de información hacia el empleador, la firma tiene los rasgos de un mercado eficiente en donde la información acerca de las características productivas de una gran cantidad de insumos es ahora más sencilla y económica de conseguir. Estos autores ven a la firma como *un mercado privado* donde compiten los diferentes insumos, de tal suerte que se podrían considerar la firma y el mercado ordinario como *tipos de mercados en competencia*.

La teoría de contratos incompletos distingue cuatro tipos de inconvenientes para especificar un contrato completo. Dos de ellos ocurren antes de la firma del mismo y otros dos surgen a posteriori. Primero, las partes se enfrentarán con algunas contingencias que pueden no ser previsibles a la fecha del contrato. Segundo, aún si tales contingencias se pudieran prever, serían demasiadas como para incorporarlas a la letra del contrato. Tercero, el monitoreo del contrato, esto es controlar que la otra

parte respete sus términos, implica siempre un costo que puede llegar a ser elevado. Cuarto, hacer respetar los contratos también entraña un costo considerable, si es que es posible.

II.1 LA ECONOMÍA DE COSTOS DE TRANSACCIÓN

El principio central de la economía de los costos de transacción (ECT) es que la eficiencia de los arreglos institucionales alternativos debe ser estudiada a la luz de una comparación de los costos de “transar” bajo cada modalidad. De lo que se trata es de hacer “elecciones relevantes entre formas factibles de organización”. Es bastante común evaluar la eficiencia de una organización mediante la comparación de una determinada situación real con una situación hipotética ideal. Williamson toma distancia de esta metodología y afirma que aunque puede ser un buen ejercicio intelectual, es engañoso e irrelevante por lo menos en tres aspectos: (i) la comparación operacional relevante es entre formas alternativas que sean factibles; (ii) si una de las alternativas de comparación es una forma ya existente, dicha comparación debe ser hecha para ventajas actuales y no potenciales; y (iii) una forma de organización puede no ser posible de implementar por carencia de apoyo político. Por lo tanto, para Williamson el test de fallas apropiado debe ser el del criterio de *remediabilidad*: *se presume eficiente un resultado por el cual ninguna forma superior alternativa y factible puede ser descrita e implementada con ganancias netas.*

El enfoque de la ECT se centra en el estudio de la organización de las relaciones contractuales. El estudio de las formas de cómo se administran las relaciones contractuales tiene su soporte en características macro (entorno institucional) y características micro (el individuo). Así, el entorno institucional es tratado como un *locus* de parámetros móviles cuyos cambios, a su vez, mueven los costos comparativos de organización. Adicionalmente, el entorno institucional también es donde se originan los supuestos de comportamiento de los individuos.

La ECT toma como unidad de análisis a la transacción y la misma ocurre cuando un bien o servicio es transferido atravesando una interfase tecnológicamente separable. Éstas no operan fluidamente; existen fricciones cuya contrapartida económica son los costos de transacción. El análisis de costos de transacción supone un examen de los costos

comparativos de planear, adaptar y monitorear el desempeño de las tareas bajo estructuras alternativas de organización. Específicamente, la ECT sostiene la proposición de Simon (1957) de que el conocimiento humano está sujeto a *racionalidad limitada*, que se define como una conducta intencionalmente racional pero sólo limitadamente, el cual contrasta con el supuesto usual de racionalidad global, que implica la capacidad humana para procesar información infinita. El otro aspecto relevante para el enfoque de costos de transacción en el comportamiento de los individuos está vinculado al *oportunismo*. Aunque este puede tomar variadas formas, la ECT lo describe como un comportamiento estratégico de parte de los individuos, definido como la búsqueda del interés propio sin escrúpulo alguno. De esta manera, los individuos revelan información sólo en una forma selectiva y distorsionada, de acuerdo a su conveniencia.

Conjuntamente con los supuestos de comportamiento, el concepto de activo específico es el soporte de las principales proposiciones del enfoque de ECT. La existencia o no de activos específicos, actuando en conjunción con los supuestos de comportamiento será crucial para determinar si en una relación contractual las transacciones se organizan o no dentro de la institución firma. La condición de activo específico hace referencia al grado al cual un activo puede ser reasignado a usos alternativos y por usuarios alternativos sin sacrificar su valor productivo. Intuitivamente se puede asimilar a un costo hundido, pero la esencia de su concepto se puede ver más claramente en un contexto de contratos incompletos.

Williamson entiende que la coexistencia de racionalidad limitada (límites a obtener y procesar información), oportunismo, incertidumbre y especificidad de activos tienden a generar fallas en la organización en general y en los mercados en particular. El reemplazo del mercado por la jerarquía podría ser una estrategia correcta para sortear esas dificultades.

Las diferencias esenciales entre el mercado y la organización interna pueden, según Williamson, resumirse en tres aspectos: (i) los mercados promueven incentivos de alto poder y restringen las distorsiones burocráticas más efectivamente que lo que lo hace la organización interna; (ii) los mercados tienen la capacidad de agregar demandas y de este modo realizar economías de escala y de alcance; y (iii) la organización interna tiene acceso a instrumentos propios, diferentes de los que se utilizan en el mercado.

La obtención del bien por el mercado cuenta con ventajas en economías de escala y de organización cuando los activos específicos óptimos son poco significativos. La organización interna disfruta de ventajas donde los activos específicos óptimos son altos. Es notorio que la producción en la firma corre con desventajas con la obtención a través del mercado en lo que refiere a costos de producción. En este sentido, la firma nunca se integrará sólo por razones de costos de producción. Solamente cuando se introducen dificultades contractuales en la comparación firma-mercado es cuando se explica la integración vertical.

Williamson sostiene que la jerarquía no es solamente un acto contractual, sino que también es un instrumento contractual; una continuación de las relaciones de mercado pero por otros medios. La hipótesis que adelanta Williamson es que cada forma de organización (mercados, híbridos y jerarquías) está sustentada por una diferente forma de *ley contractual*. La ley contractual implícita de la organización interna es la de la *tolerancia*.

Además de la ley contractual existen otros factores que explican las diferencias entre las formas organizacionales. Efectivamente, las diferencias en lo que respecta a adaptabilidad, y uso de incentivos e instrumentos de control son cruciales para la explicación.

La adaptación como problema de primer orden a ser resuelto por la organización económica ha sido tradicionalmente dejado de lado. Por diferentes vías, Hayek (1945) y Barnard (1938) abordaron este problema. Hayek sostiene que el principal problema económico con que se enfrenta la sociedad es el de la rápida adaptación en determinadas circunstancias de tiempo y lugar. Un enfoque parecido sostuvo Barnard, pero en donde la adaptación a circunstancias cambiantes está planteada *dentro de la organización interna*. Williamson acuerda con ambas apreciaciones, pero aclara que refieren a adaptaciones de índole diferente. Las adaptaciones en el sentido de Hayek, que Williamson bautiza como *adaptaciones autónomas* (tipo A), se apoyan en el sistema de precios. Cambios en la oferta o en la demanda de un bien se reflejan en cambios en los precios. Respondiendo a estos cambios, los individuos toman la acción correcta. Pero existen otro tipo de perturbaciones en las que se necesita una respuesta coordinada de las partes. Es el caso donde las partes de una transacción soportan dependencia bilateral de largo plazo. En la medida en que la coordinación de las inversiones y los realineamientos se vuelvan cada vez

más importantes y con una frecuencia mayor, se hace necesario recurrir a un mecanismo diferente de adaptación que se lleva a cabo dentro de la organización interna. Justamente sobre ellos es que Barnard se centró y es a ellas que Williamson define como *adaptación cooperativa* (tipo C). A los efectos de evitar los costos y demoras que supone la negociación entre partes autónomas, la relación se replantea suplantando la autonomía por la jerarquía.

Una vez definidas las formas polares de organización económica (mercados y jerarquías) y sus características, quedan por analizar los modos híbridos (variadas formas de contratos de largo plazo, comercio recíproco, concesiones, etc.). En términos de la ley contractual que los soporta, los modos híbridos son formas más elásticas que la ley clásica de los mercados, pero también más legales que la tolerancia que caracteriza a las jerarquías. En términos de adaptabilidad, intensidad de incentivos y controles administrativos, los modos híbridos se mueven en un rango intermedio entre las jerarquías y los mercados. Preserva la autonomía de la propiedad de donde saca fuertes incentivos y alienta la adaptación a disturbios de tipo A. Pero en la medida que existe dependencia bilateral, los contratos de largo plazo son soportados por salvaguardas contractuales y por un aparato administrativo. Esto facilita las adaptaciones de tipo C, pero al costo de la atenuación de incentivos. Una ventaja con que cuenta la jerarquía sobre los modos híbridos con respecto a la dependencia bilateral está en que los contratos internos pueden ser todavía más incompletos.

Los modos híbridos se caracterizan por incentivos de mediana intensidad y un grado intermedio de aparato administrativo, despliegan adaptaciones también de mediana intensidad de ambas clases (tipo A y C) y operan bajo un régimen de contratos legales con fuerza cuasi legal. Si los comparamos con los mercados y las jerarquías, los modos híbridos se ubican en una posición intermedia.

La hipótesis general de la ECT establece que *el objetivo de la organización económica es alinear las transacciones (que difieren en sus atributos) con las formas organizacionales (que difieren en sus costos y competencias) en forma discriminatoria, esto es, de minimizar los costos de transacción*. Las transacciones difieren en sus atributos en lo que concierne a la frecuencia con que ellas ocurren, al grado y tipo de incertidumbre a la que están sujetas y a la existencia de activos específicos. Aunque todos los atributos de las transacciones son importantes, la

condición de activo específico se vuelve relevante en el enfoque de costo de transacción. También las formas organizacionales difieren en sus costos y competencias, según la intensidad de incentivos, los controles administrativos y su capacidad de adaptación

En un enfoque dinámico de costos de transacción, Langlois y Robertson (1995) sostienen que las firmas están compuestas por dos partes, cambiantes y bien diferenciadas. La primera, el núcleo (*intrinsic core*), que comprende todos los elementos que son idiosincráticamente sinérgicos, inimitables y no contestables. Esto es, son capacidades que no pueden ser duplicadas, compradas o vendidas y se combinan para generar resultados únicos, que son más valorables que los resultados que podrían generar separadamente. La segunda parte de la organización, consiste en capacidades auxiliares (*ancillary capabilities*), las cuales son contestables y pueden no ser únicas. Los límites de la firma (el grado en que las capacidades auxiliares serán internalizadas o compradas a través del mercado) dependen de dos factores: (i) de la fuerza de las propias capacidades de la organización, relativa a aquellas que pueden ser compradas (costos de producción); y (ii) los respectivos costos de transacción y gobernación involucrados en hacer o comprar las capacidades. Es de esperar que tanto el núcleo como las capacidades auxiliares que comprende una organización y sus costos de transacción cambien con el tiempo, dado que están apuntalados por el conocimiento. Queda implícitamente planteada una sutil pero muy importante diferencia con respecto a la unidad de análisis entre esta línea argumental y los trabajos de Williamson y Coase. Efectivamente, la unidad de análisis se traslada desde la transacción hacia las capacidades y rutinas de una organización. En la práctica, la forma en que evolucionan los límites de la firma puede ser consistente tanto con el enfoque Williamssoniano (que toma a la transacción como unidad de análisis y a la especificidad de activos como factor determinante) como con el dinámico (cuya unidad de análisis es la rutina y la clave es la determinación del núcleo de la firma). En general, las actividades que pueden considerarse como parte del núcleo de la empresa estarían asociadas a la utilización de activos específicos. No obstante, la visión dinámica puede considerarse relativamente tautológica en el sentido que la definición del límite entre el núcleo y las actividades auxiliares es básicamente arbitraria y, de hecho, la propia evolución va definiendo cuáles rutinas se incluyen en el núcleo y cuáles no. El presente trabajo considera que la ECT, al ofrecer una explicación menos arbitraria del tema, otorga mayor riqueza al análisis.

III COSTOS DE TRANSACCIÓN Y RELACION DE EMPLEO

A partir del enfoque general de la ECT sabemos que *las formas organizacionales para el trabajo deben ser combinadas con los atributos de las transacciones del trabajo en una forma discriminatoria si se quieren minimizar los costos de transacción*. Un enfoque discriminatorio a la organización del trabajo tendrá en cuenta que las magnitudes de los beneficios mencionados variarán con las circunstancias. Vinculado a esto, las cuestiones relevantes serían cuáles son las formas organizacionales necesarias para las diferentes transacciones y cuáles son las ramificaciones para la organización sindical.

El énfasis que Williamson *et al* (1975) ponen en la relación de empleo está caracterizado por una situación donde existe una *dependencia bilateral* entre el contratante y el contratado. La misma está explicada básicamente por la presencia de tareas y activos específicos en la producción de un bien o servicio. Los mismos pueden surgir por lo menos por cuatro motivos: (i) idiosincracia del equipamiento, el cual sólo llega a conocerse a través de la experiencia; (ii) idiosincracia del proceso que el trabajador y sus compañeros adaptan en contextos operativos específicos; (iii) relaciones informales dentro del equipo de trabajadores, atribuible a la mutua adaptación entre las partes comprometidas en un contrato y que son removidas cuando la estructura del equipo es alterada; y (iv) idiosincracias de la comunicación con respecto a los canales y códigos de la información que tienen valor sólo dentro de la firma. Dado que la tecnología es en parte oral y que la especificidad deriva de las mejoras que la fuerza de trabajo introduce por sí misma, los trabajadores están en condiciones de perfeccionar su monopolio relativo sobre el conocimiento de la tecnología en caso de que existiera un incentivo para hacerlo.

En el contexto de este tipo de tareas, los individuos capacitados con que cuenta una empresa poseen un recurso muy valorable, el conocimiento, que se espera que revelen solamente a cambio de algún tipo de retribución. El mismo constituye, entonces, un activo específico. Una opción con la que contarían las firmas sería el contrato de otros trabajadores inexpertos de fuera de la firma, opción que parecería descartable por los costos de arranque que ello implicaría; esto es, el entrenamiento y aprendizaje por parte de los nuevos trabajadores.

Adicionalmente, se debe tener en cuenta otro aspecto relevante para la comprensión de los problemas contractuales que la relación de empleo supone. Es el que tiene que ver con los disturbios periódicos a que está sujeta la actividad económica. En efecto, es necesaria la adaptación sucesiva a todos los cambios si se desea lograr un desempeño eficiente en la producción. Hasta el momento el énfasis de los costos de transacción y en particular el concepto de activo específico viene siendo abordado desde el punto de vista de las habilidades concretas que posee el trabajador. Sin embargo, otros aspectos pueden otorgar la característica de activo específico a la naturaleza de las tareas, de forma que determinen la necesidad de la relación de empleo. Por ejemplo, la relación entre un empleado y un cliente puede tener especificidades muy fuertes, sobre todo cuando la misma involucra una alta carga informacional. En particular, un caso que ha sido sugerido por Levinthal y Fichman (1988) refiere al vínculo auditor-cliente. Un caso análogo sería el del vínculo entre un gerente bancario que otorgue créditos y parte de los deudores del banco en cuestión. Si el funcionario rompiera su relación laboral con el banco, éste perdería no sólo información valiosa acerca de dichos clientes, sino también un nexo privilegiado entre uno de sus empleados y algunos deudores.

El empleo de trabajadores dentro de una organización está necesariamente vinculado con ciertos costos de transacción. Éstos surgen a partir de la especificidad de activos, es decir, del grado en que las destrezas y conocimiento son específicos a la firma y por ende no transables en el mercado abierto. Cuando los trabajadores tienen habilidades específicas que no son inmediatamente reemplazables, existe una situación de intercambio que puede dar lugar a un comportamiento oportunista de parte de los mismos. Williamson argumenta que tales problemas pueden salvarse creando una organización colectiva, involucrando a empleados y patrones, dirigido a crear una atmósfera de confianza. Sería una estructura de referencias y metas comunes entre trabajadores y el equipo gerencial.

En este sentido Williamson *et al* (1975) dan cuenta de los modos burocráticos de relación de empleo en las grandes corporaciones. Éstos se caracterizan por un mercado de trabajo estructurado, con entradas en los puestos más bajos del escalafón, ascensos internos, entrenamiento en el trabajo y compensación diferida. En la concepción de los autores, los sindicatos pueden ayudar a elevar las metas organizacionales por encima de las individuales y de este modo colaborar con la eficiencia del sistema. Efectivamente, los trabajadores estarán propensos a desarrollar una

actividad colectiva a través de un sindicato sólo cuando tengan un interés muy fuerte en mantener la relación de empleo en forma continua. Esto será así cuando posean habilidades específicas en la firma. Cuando esto no se da, el incentivo para mantener una relación continua es baja y, por tanto, bajo también será su interés en la sindicalización y la organización colectiva. Por su parte, los empleadores, también tendrán un incentivo a promover la sindicalización en la medida que haya un alto grado en la especificidad de los activos. De este modo cumplirían su rol de minimizar la conducta auto-interesada y elevar la orientación hacia las metas organizacionales. La idea central es que la relación de empleo se transforme de manera tal que las necesidades del sistema prevalezcan y se cumplan los siguientes objetivos: (i) reducir los costos de negociación continua; (ii) racionalizar la estructura de salarios internos de acuerdo a las características de la tarea; (iii) alentar el involucramiento de los trabajadores en las tareas; y (iv) poder realizar inversiones de tipo idiosincrático sin riesgos de expropiación. Los mercados internos pueden tener las cualidades requeridas para satisfacer los objetivos mencionados.

Las proposiciones centrales de Williamson para explicar la organización productiva dentro de la firma y particularmente la relación de empleo son las siguientes: (i) la jerarquía está vista como un elemento de interés mutuo entre trabajadores y patrones; (ii) los trabajadores poseen una fuerza negociadora sólo en tanto tengan habilidades específicas en la firma; (iii) los sindicatos surgen por razones de eficiencia, en donde ambos trabajadores y patrones tienen interés en mantener la relación de empleo; (iv) los problemas de oportunismo inherentes al mercado de trabajo no son diferentes a aquellos en donde existe cualquier relación contractual; y (v) la eficiencia actúa como motor de la historia.

No obstante, existen algunos enfoques que explican configuraciones de la actividad económica centradas en cuestiones vinculadas al poder. Cualquiera sea el enfoque que tenga en cuenta este elemento tropezará inevitablemente no solamente con la definición y caracterización del poder sino también con la forma de operacionalizar el mismo. Con las propias herramientas del enfoque de Williamson (oportunismo, racionalidad limitada y contratos incompletos), Bardhan (1988) observa la aparición del ejercicio del poder cuando se arriba a una situación de dependencia bilateral. Una vez que las inversiones en activos específicos han sido realizadas, una de las partes puede, mediante una conducta oportunista, no dejar a la otra usufructuar de la renta “acordada”. En esta división del

superávit el poder negociador de un agente repercutirá en quién controla o es el dueño de los activos que el agente necesita para producir. Como el propio Bardhan apunta, al hacer valoraciones del poder, sobre todo poder económico, la evidencia descansa en relaciones sociales profundamente enraizadas en el acceso diferencial a los activos, información, habilidades, destrezas y organización.

Marginson (1993) también sugiere aspectos críticos del planteo Williamsoniano que se centran en los problemas del ejercicio del poder dentro de la relación de empleo. Para este autor, la autoridad dentro de la relación de empleo puede ser utilizada en interés de una de las partes antes que de ambas. El fundamento está en que existen asimetrías básicas en el poder negociador de trabajadores y empleadores. Para Williamson la legitimación de la autoridad por parte de los trabajadores descansa en una relación de cambio entre ellos y los patrones. Los trabajadores ceden limitada autoridad al equipo gerencial en lo que tiene que ver con dirección de las tareas y especificación de niveles de esfuerzo. Todo ello en respuesta a garantías vinculadas a salarios, condiciones y seguridad en el empleo. Además, en una situación donde capital físico y humano son específicos a la firma, el poder negociador se dará tanto en los trabajadores como en los patrones. Los trabajadores derivarán su poder a partir de que sus habilidades son costosas de reemplazar. Los empleadores lo harán a partir del hecho de que las habilidades específicas de los trabajadores no son fácilmente transables en el mercado abierto. Tomando por ejemplo los mercados laborales internos, Williamson sostiene que la eficiencia de tales arreglos sirven para frenar la capacidad del trabajador de ejercer poder negociador de un modo oportunista. No obstante, estos mercados internos también proveen de oportunismo a los empleadores. Williamson reconoce que existe asimetría en las relaciones contractuales caracterizadas por habilidades específicas en la firma y que los empleadores cuentan con ventajas informacionales mayores que el trabajador típico. No obstante, cuando el empleador explota esas ventajas, adquiere una reputación que le dificultará en el futuro atraer a nuevos trabajadores. Consecuentemente, supone que de allí los trabajadores serán capaces de ejercer algún poder sobre la firma. En términos generales, el ejercicio del poder lleva a resultados inciertos, dependiendo de la interacción de estrategias elegidas por las partes y la fuerza negociadora de que disponen. Esta última está condicionada por factores tales como el estado del mercado de trabajo, la solidaridad de los trabajadores y la especificidad de habilidades de que se trate. Otro punto que Marginson aborda es la posibilidad de que la autoridad en sí misma

pueda ser utilizada de modo oportunista. En general los empleadores muestran una preferencia por las formas jerárquicas de organizar el trabajo, dentro de las cuales la autoridad es la que puede ser más rápidamente ejercida. Marglin (1974) sugiere que la institución de la jerarquía a través del sistema de fábricas tuvo su origen en la búsqueda, por parte de los patrones, de un medio más efectivo de coaccionar a los trabajadores a trabajar más.

Por una parte, los trabajadores derivaban su poder negociador a partir de contar con habilidades específicas en la firma. Por otra parte, la organización sindical surge como medio para que los trabajadores ejerzan un poder negociador compensatorio dentro de la relación de empleo, en donde los empleadores utilizan la autoridad persiguiendo sus propios intereses. Entonces, una vez que los sindicatos son vistos ejerciendo un poder compensatorio dentro de la relación de empleo surge una posibilidad adicional: el interés de los empleadores en moldear la organización sindical de forma que minimice cualquier amenaza a su autoridad. Los empleadores han estado históricamente activos en desarrollar estrategias de introducción de maquinarias y promoción de sindicatos funcionales a sus intereses. La proposición de Marglinson sería que el ejercicio del poder negociador de los trabajadores descansa en la formación de organizaciones compensatorias (incluyendo sindicatos) contra el uso indiscriminado de la autoridad por parte de los empleadores. Estos últimos tratarán de minimizar la organización sindical como amenaza de su autoridad.

El presente trabajo no considera incompatible ambos enfoques, dado que entiende que la relación entre sindicatos y empleadores incorpora el doble aspecto de facilitar la negociación en casos de elevada especificidad de activos y disputar el poder relativo entre ambos. En todo caso, si se toma el criterio de remediabilidad para definir la eficiencia de las formas organizacionales, puede plantearse que las consideraciones relativas al poder estarían siendo implícitamente tomadas a la hora de determinar el conjunto de formas factibles e implementables. Otra forma de verlo sería destacar que el concepto de eficiencia Williamsoniano incorporaría tanto la eficiencia tecnológica como las restricciones del marco jurídico-político-institucional, de las cuales las relaciones de poder entre los diversos agentes constituye una de ellas.

IV TERCERIZACIÓN EN EL SISTEMA BANCARIO: UNA DESCRIPCIÓN

En términos generales se habla de que existe un proceso de tercerización cuando una o varias actividades dejan de ser desarrolladas por trabajadores en una relación contractual-laboral y son transferidas a otra u otras firmas. Externalización, *outsourcing*, subcontratación han sido también otras denominaciones que se le ha otorgado al mismo fenómeno. Desde el punto de vista empresarial, esta estrategia puede ser llevada adelante desde el comienzo mismo de las actividades de la empresa, pero el fenómeno dominante en los últimos años ha sido el de desprenderse de actividades que alguna vez estuvieron dentro de los límites de la firma. Desde la perspectiva de la sociedad en su conjunto, implica una profundización de la división social del trabajo, lo que lleva inevitablemente a aumentar la especialización. De acuerdo a Stolovich y González (1998), el proceso de externalización tiene dos componentes: (i) uno técnico-productivo, vinculado a cambios en la organización empresarial y de la producción misma; y (ii) otro en el campo de las relaciones sociales, esto es, una modificación del vínculo capital-trabajo (jurídicamente, una relación amparada en el Derecho del Trabajo) que se transforma en una relación comercial (amparada por el Derecho Comercial).

El fenómeno de la tercerización se encuentra ampliamente difundido en el Uruguay. Comenzó a gestarse y a reproducirse en la década del 80 y a profundizarse en los años 90, y todo hace pensar que la tendencia es irreversible. Los esfuerzos por cuantificar y explicar el fenómeno tienen sus antecedentes en los trabajos de la Oficina Cepal-Montevideo (1996) y Stolovich y González (1998). Estos autores estiman que este proceso ha afectado a alrededor de 50 mil puestos de trabajo (entre un 4 y 5% de la fuerza de trabajo asalariada).

El sistema bancario puede ser definido, caracterizado y categorizado de diferentes formas. A efectos del presente trabajo, se limita el análisis a los cuatro grandes grupos que actúan en el mismo: (i) los Bancos Oficiales que realizan intermediación financiera, esto es, el Banco de la República (BROU) y Banco Hipotecario del Uruguay (BHU); (ii) los Bancos Privados (ya sea que adopten la forma jurídica de sociedades anónimas nacionales o de sucursales de instituciones del exterior); (iii) las Casas Financieras, y (iv) las Cooperativas de Ahorro y Crédito. Cabe hacer notar que el análisis que sigue incorpora, entre otras fuentes, información surgida de una

encuesta realizada entre las Comisiones Representativas de veinticuatro instituciones financieras (veintidós privadas y dos públicas) de la Asociación de Bancarios del Uruguay. El diseño de dicha encuesta y los resultados obtenidos se presentan en el Anexo I.

IV.1 LAS ACTIVIDADES TERCERIZADAS

Una forma de clasificar las actividades tercerizadas a efectos analíticos consiste en separarlas en función de tres niveles de intensidad con las que son desarrolladas en el sistema bancario uruguayo.

IV.1.1 TERCERIZACIONES AMPLIAMENTE DIFUNDIDAS

Existen actividades en el negocio financiero cuya tercerización no es un fenómeno reciente. Efectivamente, ya en los primeros años de los ochenta fueron tercerizadas actividades como la *seguridad* y la *limpieza* en las instituciones bancarias.

En cuanto a los servicios de seguridad, lo que se ha procesado es un cambio en los agentes sujetos a tercerización. En períodos anteriores a los años ochenta, este servicio era prestado parcialmente por los propios empleados de las conserjerías de los bancos, apoyados por servicios 222 del Ministerio del Interior. En años recientes se han venido sustituyendo estos servicios por empresas específicas de seguridad privadas que prestan este y otros servicios vinculados a la seguridad.

En el caso de la limpieza, los trabajadores que efectuaban dichas tareas eran empleados propios de las instituciones. Más aún, dichas actividades todavía hoy se encuentran reguladas por el convenio colectivo de trabajo para el caso de que las instituciones financieras quieran mantener las mismas dentro de los límites de la firma. No obstante ello, la difusión de la tercerización de esta actividad cuenta con una amplia base más allá de que existen algunas excepciones a las que nos referiremos más adelante. Un proceso similar ocurre con las tareas de *mantenimiento edilicio*. Los bancos poseían empleados (supernumerarios), usualmente dependientes del Conserje del banco, capaces de hacer los trabajos de mantenimiento de los edificios, incluyendo la pintura y los servicios de electricidad. Salvo

alguna excepción, estos trabajos se realizan actualmente por contratos de empresas especializadas en cada rubro.

El *transporte de valores* también es una actividad que cuenta con amplia difusión tercerizadora entre las instituciones bancarias. Ya a principios de los años ochenta, la misma comienza a ser desempeñada por las empresas dedicadas a los temas de seguridad. Se llegaron incluso a dar casos en que los propios bancos vendieron sus camiones blindados a estas empresas, a efectos de llevar a cabo la actividad en cuestión.

Por otra parte, las instituciones financieras han incorporado tecnología sofisticada en sus servicios informáticos. Ésta es un área en la que la tercerización ha tenido un empuje relevante, básicamente asociada a la presencia y al aprovechamiento de economías de escala y espectro en el desarrollo de las actividades en cuestión. En este sentido, todas las tareas relacionadas con el *mantenimiento de los equipos y programas* son prestadas por las empresas que venden estos equipos o programas de computación, con un control mínimo desplegado por empleados propios de cada institución financiera.

Por último, las *certificaciones médicas* ha sido un rubro donde la tercerización también ha tenido una profusa difusión. A la fecha de esta investigación, existía, por ejemplo, un solo banco privado que contaba en su plantilla con un médico-empleado que certificaba la inasistencia por enfermedad. Las demás instituciones comenzaron gradualmente con este proceso ya en la década de los setenta, otorgando a empresas médicas o a médicos particulares la provisión de este servicio. En un sentido totalmente contrario a éste, se encuentra a estudio en el BHU la creación de una Dirección de Servicios Médicos dependiente del propio directorio y que proveería este tipo de servicios. Fuentes sindicales aseguran que estarían en juego intereses políticos en la designación de cargos, lo cual motiva la consideración del tema.

IV.1.2 TERCERIZACIONES DE MEDIANA DIFUSIÓN

Existe un conjunto de actividades vinculadas al trabajo de *profesionales universitarios* que las instituciones financieras han comenzado a externalizar sostenidamente. Efectivamente, tareas tales como la cobranza y el seguimiento de deudores en situación irregular, el estudio de las garantías, las tasaciones de inmuebles, el asesoramiento impositivo,

el asesoramiento y los procesos de selección en materia de recursos humanos, y los asesoramientos legales en general, son contratados a proveedores externos. No obstante, existen instituciones que, en la medida en que algunas de estas actividades son poco frecuentes o existen activos específicos en juego, mantienen dichas actividades dentro de su órbita, y terminan siendo desempeñadas por profesionales que son funcionarios propios. A su vez, también dentro del ámbito del trabajo de profesionales, encontramos un lento pero sostenido crecimiento en la contratación de trabajos de análisis y programación, conjuntamente con los servicios de microfilmación de información de base contable. A esto debe agregarse la tercerización que se aprecia en cuanto al procesamiento de información contable y la propia elaboración de estados contables, lo cual caracteriza a un número significativo de instituciones financieras.

En muchas firmas financieras, las tareas de *promoción* vienen siendo contratadas a empresas dedicadas a estos fines. Esto se constata básicamente en los bancos privados, ya que en los públicos las mismas son desempeñadas por los propios funcionarios bancarios. En este rubro se incluyen actividades de promoción de servicios especiales, préstamos personales, tarjetas de crédito, el uso de terminales de autoconsulta, etc.

También la externalización de las tareas de *mensajería y correspondencia* va cobrando una mayor relevancia en la medida en que las conserjerías de los bancos se van reduciendo. El mecanismo se da por la jubilación y la falta de reposición de funcionarios bancarios. Sin embargo, existen todavía instituciones de intermediación en las que los funcionarios de Conserjería continúan haciendo estas tareas.

IV.1.3 TERCERIZACIONES INCIPIENTES

Dentro de esta tercera categoría, se encuentra una amplia y heterogénea gama de actividades, pero que tienen una participación en el total de tercerizaciones aún marginal. Se destacan la *emisión y ensobrado de estados de cuenta*, la *magnetización de cheques* a efectos de ser procesados para el clearing y el *archivo general* de los bancos. Además, se constata la presencia de instituciones que han tercerizado el área donde se prepara y se emiten las informaciones para terceros, tales como los requisitos de información del Banco Central del Uruguay, la información para la Dirección General Impositiva, etc. En algunos casos, la información

para organismos reguladores y fiscalizadores es preparada por la firma que realiza la auditoría externa para el propio banco.

En el BHU, la tarea de *sobrestantes*, esto es, la fiscalización y control de obras, es efectuada mayoritariamente por los propios arquitectos del banco. No obstante, se ha planteado la contratación de profesionales independientes para que desarrollen dicha tarea en virtud de la mayor cantidad de obras en construcción.

IV.2 LA MAGNITUD DE LA TERCERIZACIÓN

La presente sección pretende aproximarse a una cuantificación razonable del fenómeno tercerizador en el sector bancario en el Uruguay. En este sentido, a partir de la información que se desprende de los estados de resultados de las instituciones de intermediación financiera que reportan al Banco Central del Uruguay, se tomaron seis rubros que representan el soporte contable de gran parte de los gastos en servicios tercerizados. Tal como se desprende de la sección anterior, esto no significa que éstas sean las únicas actividades tercerizadas. Simplemente, son las que el plan de cuentas del BCU estipula específicamente en cuentas perfectamente individualizables. Existen, por tanto, algunas tercerizaciones que no pueden ser rigurosamente cuantificadas desde un punto de vista contable, ya que se encuentran imputadas en cuentas de gastos diversos o cuentas de pérdidas residuales y, por tanto, extremadamente difícil de estimar. En suma, la cuantificación que aquí se realiza refleja una medida mínima de la magnitud de la tercerización en el sector bajo análisis. No obstante, en la medida que se han podido detectar los rubros más importantes, resulta un indicador razonable de la importancia del fenómeno tercerizador entre las instituciones de intermediación financiera.

Los servicios tercerizados y contabilizados en forma individualizable son los siguientes: (i) honorarios a profesionales y técnicos, (ii) locomoción y transporte, (iii) vigilancia y custodia, (iv) servicios de procesamiento de datos, (v) higiene de locales, y (vi) conservación y reparación de bienes muebles. El análisis que aquí se presenta corresponde al conjunto de actividades tercerizadas, mientras que un estudio desagregado por cada uno de estos rubros puede encontrarse en Libonatti (1999). Los cuadros a los que se hará referencia de aquí en adelante se presentan en el Anexo II.

El cuadro N° 1 contiene, a partir del año 1989, el total de las cuentas mencionadas en el párrafo anterior, desglosado por grupo institucional (Bancos Oficiales, Bancos Privados, Casas Financieras y Cooperativas de Intermediación Financiera). Se puede apreciar que dicho total expresado en dólares corrientes muestra un crecimiento absoluto. Efectivamente, a partir del año 1991, los gastos totales en servicios tercerizados pasaron de 27.5 a 79.8 millones de dólares; esto es, se han prácticamente triplicado en un período de siete años.

El cuadro N° 2 muestra la participación relativa que han tenido los diferentes grupos institucionales en el gasto total por tercerización medido en dólares corrientes. Del mismo se pueden extraer dos conclusiones importantes. La primera, refiere a un claro predominio de los Bancos Privados en el proceso tercerizador, participando, en promedio, de las dos terceras partes del total cuantificado. La segunda conclusión es que la participación de los grupos se mantiene prácticamente incambiadas en el tiempo, a pesar de que las Cooperativas de Ahorro y Crédito duplicaron su incidencia, pero siendo aún marginal.

El cuadro N° 3 muestra la tasa de cambio anual que ha exhibido el total absoluto del gasto en tercerizaciones. En el caso de los Bancos Oficiales, si bien notamos un crecimiento en la tendencia, se puede apreciar un comportamiento más errático que el de las instituciones privadas. En cambio, en estas últimas, el crecimiento es sostenido. En todas ellas, se aprecia que el crecimiento mayor se da en los primeros años de la década, revelando, por tanto que el principal ajuste se habría dado en ese período. No obstante ello, cabe puntualizar que quizás las altas tasas de crecimiento que se verifican en los primeros años se encuentren distorsionadas por la unidad de medida utilizada, estos es, por la disminución del valor relativo del tipo de cambio que afectó a la economía uruguaya. Estas tasas de crecimiento anual estarían dando un crecimiento acumulativo anual a partir del año 1991 en el gasto de tercerizaciones de la siguiente magnitud: 9% en los Bancos Oficiales, 15% en los Bancos Privados y en las Casas Financieras y 27% en las Cooperativas de Ahorro y Crédito.

El cuadro N° 4 revela el comportamiento tercerizador de los grupos, normalizado por la cantidad de funcionarios. Los Bancos Oficiales dan cuenta del menor gasto por funcionario de todo el sistema, así como la menor tasa de crecimiento anual en el período estudiado. En el otro extremo, las Casas Financieras proporcionan el mayor gasto por funcionario y la

mayor tasa de crecimiento en la externalizaciones del período. Los Bancos Privados tienen un comportamiento algo menor que las Casas Financieras, no obstante, muestran el segundo mayor gasto por funcionario en todo el período, ubicándose en algo más de 10 mil dólares a fines de 1998. En 1991, el gasto total de tercerizaciones por funcionario de las Casas Financieras era aproximadamente 3.7 mil dólares, mientras que en los Bancos Privados era de 3.1 mil dólares, esto es, alrededor de 20% más en favor de las primeras. En el correr de la década esta distancia se profundiza. Las Casas Financieras pasan a gastar en 1998 casi 20 mil dólares por funcionario, duplicando prácticamente el gasto efectuado por los Bancos Privados.

Dos comentarios adicionales merecen atención. El primero de ellos refiere a que la variabilidad que se notaba en la Banca Oficial cuando analizamos el gasto corriente en dólares desaparece cuando pasamos al gasto por funcionario. La explicación debe buscarse en la sensible disminución que experimentó, básicamente a partir de 1995, la plantilla de trabajadores de la banca oficial. Es altamente probable que un porcentaje significativo de los mismos estuviese dedicados a tareas tercerizables. El segundo se relaciona al hecho de que las Casas Financieras fueron las instituciones que tuvieron el mayor desempeño tercerizador por funcionario. La comparación *vis à vis* con los demás agentes del sistema es reveladora. A principios de la década, representaban ya las dos terceras partes del total de las tercerizaciones por funcionario del sistema. Hacia fines de 1998 esta situación no sólo no se revierte sino que el gasto en tercerizaciones por funcionario sobrepasa la suma del gasto de los demás grupos del sistema.

El cuadro N° 5 muestra la participación de cada una de las actividades tercerizadas en el total de gastos en contrataciones externas. En promedio, el período estudiado muestra que el 36% del total de gastos fue dirigido a la contratación de los servicios de vigilancia y custodia y locomoción y transporte. Cabe recordarse que estos servicios son prestados prácticamente por el mismo grupo de empresas. No obstante ello, pierde participación relativa, básicamente a favor de gastos en honorarios profesionales.

De acuerdo a la evolución que presenta la actividad tercerizadora por institución, pueden desprenderse básicamente tres estrategias diferenciadas. La Estrategia I consiste en un sostenido crecimiento en las tercerizaciones a través de todo el período. Cualquiera sea el indicador

que se tome, se observa que ésta es la estrategia que predomina en las instituciones del sistema financiero uruguayo. La Estrategia II está constituida por empresas que tuvieron un sostenido crecimiento en el proceso de tercerizaciones aproximadamente hasta la mitad del período analizado, pero que luego se han estancado en el mismo, probablemente porque completaron, de alguna manera, su ajuste organizacional. La Estrategia III la desarrollaron instituciones cuyos niveles de tercerización permanecieron estables durante un período prolongado y luego incrementaron sustancialmente sus contrataciones a terceros. Se puede notar a partir de esta breve descripción que si bien las estrategias son variadas, no existe, como rasgo estructural de comportamiento, ninguna política que muestre una reversión en las políticas de tercerización en el sistema financiero uruguayo. Más bien, la tónica dominante ha sido la del crecimiento ininterrumpido de las contrataciones externas por parte de las instituciones de intermediación financiera en el país.

V LA TERCERIZACIÓN EN EL SISTEMA BANCARIO: UNA HIPÓTESIS INTERPRETATIVA

Esta sección plantea las hipótesis interpretativas que este trabajo sostiene, y procura, en función del marco teórico descrito, obtener una interpretación plausible de la tercerización en el sistema bancario uruguayo. Las interpretaciones, algunas de las cuales serán testeadas en la sección siguiente, se describen a continuación. Las actividades que se tercerizan son aquellas que involucran activos de menor especificidad o ausencia de incertidumbre estratégica y que facilitan la agregación de demandas. El proceso analizado surge, entonces, de una modificación de los costos de transacción del mercado *vis à vis* los costos de transacción de las jerarquías. La externalización en el sector bancario tiene, además de sus propias peculiaridades, componentes que hacen que el mismo pueda ser estudiado a la luz de la teoría de costos de transacción, tanto en la concepción Williamsoniana estricta como en la del enfoque dinámico de Langlois y Robertson. Un factor adicional se vincula a la escasa o nula disposición de empresas que fueran capaces de aprovechar economías de escala y/o tuvieran el *know how* suficiente para llevar adelante las actividades en cuestión. Hablando en términos de costos de transacción dinámicos, los mercados fueron capaces, con el tiempo, de aprender las actividades auxiliares que hacían los bancos y/o de reducir los costos de transacción

asociados, otorgando paulatinamente las condiciones para que las mismas sean adquiridas directamente en el mercado.

El desarrollo tecnológico y el impresionante avance de los medios de procesamiento de la información tienen impactos diferenciados en los costos de transacción del mercado y las jerarquías, que conducen al abaratamiento relativo del primero. El avance en materia de informática, telecomunicaciones y transportes, básicamente, facilita la agregación de demandas y, así, el aprovechamiento de economías de escala y alcance. En particular, se hace posible la fijación de estándares más adecuados y de medición menos costosa, así como el control de los mismos. De esta manera, la diferencia de costos asociados a la producción entre la organización interna y el mercado se ha ido profundizando en detrimento de la primera. Asimismo, la mayor competencia y la liberalización de mercados que se ha producido en estos últimos años en algunos servicios (tales como los de computación, transporte, limpieza especializada, etc.) han abaratado los costos relativos de organizar la producción a través de los mercados.

El grado de tercerización de actividades en el sector financiero no debiera ser independiente de las relaciones de poder, incluidos en este trabajo como fuente de costos de transacción diferenciales. Las mismas importan en el caso bajo estudio en la medida en que algunas tercerizaciones se negocian entre las empresas y el sindicato de trabajadores.

El alto nivel de sindicalización con que cuenta el gremio bancario afecta los costos de monitorear y organizar los servicios dentro de los bancos. Por lo tanto, contratar algunos servicios aún sin mayores ventajas en materia de costos de producción, puede llegar a ser una estrategia correcta desde el punto de vista de los bancos, en la medida que puede mejorar su posición de fuerza en las negociaciones y reducir el impacto de las medidas sindicales. Esta es una faceta estrechamente vinculada a las relaciones de poder. Es claro, y así lo reconocen todas las fuentes gremiales consultadas, que cuanto más actividades/procesos puedan ser desempeñadas fuera del ámbito de los bancos (contratos), mayor será la capacidad o la probabilidad de disminuir el poder compensatorio que implica enfrentar una organización sindical como la Asociación de Bancarios del Uruguay (AEBU). Los tempranos y repetidos intentos de la ABU de tercerizar las tareas de cajas y las tareas en la Cámara Compensadora de Cheques (clearing), donde el sindicato cuenta con una

poderosa herramienta para la defensa de sus intereses, es la demostración que los primeros deseaban establecer límites en el poder negociador del sindicato y por definición reducir una fuente de costos de transacción. Tareas de menor relevancia estratégica tales como algunos servicios profesionales, microfilmación, mantenimiento de software y hardware y las propias mensajerías fueron implementadas mucho después que los intentos de tercerizar las tareas de clearing y cajas.

Existen comportamientos diferentes en las estrategias desarrolladas con respecto a las tercerizaciones en función de la naturaleza institucional de las empresas bajo análisis, diferenciándose la tercerización en el sistema bancario privado del de la banca oficial y las cooperativas de ahorro y crédito. Por lo tanto, se anticipa que el grado de contratación externa de las diversas actividades involucradas debiera estar influenciado por las características de orden institucional de los intermediarios financieros y, en particular, por su relación con el aparato estatal. En efecto, los bancos privados y las casas financieras fueron las instituciones que llevaron la delantera en el proceso tercerizador, mientras que las cooperativas de ahorro y crédito y los bancos oficiales jugaron un papel de menor importancia relativa a los primeros. Diversos aspectos derivados del marco jurídico-político-institucional influyen en estos procesos diferenciales. Los bancos oficiales cuentan con una estructura burocrática donde la materialización de las decisiones es más lenta, ya sea porque existe una cultura histórica de funcionamiento con una inercia más marcada, porque debe superar más etapas de decisión administrativa debido a su pertenencia al aparato estatal, porque depende en definitiva de decisiones políticas de sus directorios, o porque el sindicato puede hacer pesar más su punto de vista. El caso de las cooperativas es algo diferente. La propia naturaleza de las mismas habla de una cultura empresarial diferente a las demás empresas de intermediación financiera. Las propias formas de gestión pueden haber hecho que esta problemática no haya despertado demasiado interés en la gerencia de éstas instituciones. Además, en tanto que se aprecia un diálogo más fluido entre las mismas y el sindicato, algunas externalizaciones pueden llegar a implementarse con cierto grado de consenso entre ambas partes.

Los nuevos funcionarios contratados por las instituciones financieras están tendencialmente más relacionados a activos específicos vinculados a factores diversos, tales como la alta calificación y profesionalización, la mayor experiencia y las vinculaciones políticas y comerciales. Este es un

resultado lógico derivado del hecho de que las actividades que involucran activos más genéricos se contratan externamente en una proporción creciente.

El trasiego de empleados de una institución a otra involucra a trabajadores que llevan consigo un alto grado de especificidad en sus tareas y en sus conexiones. De las encuestas que se han realizado para este trabajo, se desprende que el pasaje de empleados de una institución a otra se encuentra estrechamente vinculado a activos específicos. En efecto, se constata que la gran mayoría de este tipo de contrataciones tiene su origen en individuos que tienen en su poder una alta carga informacional. Concretamente es el caso de gerentes de crédito cuyo vínculo con los clientes y la información de las empresas con quienes se relacionan constituyen un poderoso instrumento para la negociación de su posición en los bancos. En particular, como fue explicado en el capítulo III, la relación concreta entre un gerente de crédito y una empresa tomadora de crédito puede constituir un activo específico en la medida que la misma involucre una aspectos informacionales relevantes.

El resultado de la encuesta en cuestión confirma que los rubros de limpieza, seguridad, mantenimiento edilicio interno, transporte de valores, conteo de dinero y mensajería, servicios profesionales, informática y servicios de contabilidad se han tercerizado en forma creciente a nivel de todo el sistema. La naturaleza de estas actividades (en oposición a la de las actividades no tercerizadas, en general) habilita una interpretación nítida del proceso de externalización en el sistema bancario a la luz del marco conceptual desarrollado en los capítulos II y III. Es decir, se trata de actividades que involucran activos de baja especificidad y/o baja incertidumbre estratégica. Adicionalmente, existirían tercerizaciones potenciales que no son llevadas a cabo porque son políticamente y/o institucionalmente inviables en el corto y mediano plazo. La lógica resistencia sindical en este aspecto dificulta o imposibilita en algunos casos una profundización del proceso tercerizador. Finalmente, aunque es claro que existe cierto grado de heterogeneidad en la especificidad de las tareas tercerizadas, todas ellas pueden ser caracterizadas como actividades auxiliares, es decir, no pertenecientes al núcleo irreductible de las instituciones financieras. Esto no quiere decir en absoluto que las actividades que no son tercerizadas pertenezcan invariablemente a ese núcleo: Sencillamente, son las que hasta el momento su tercerización ha resultado factible por razones de economización de costos de transacción

(o sea, tomando en cuenta tanto los factores económicos como institucionales en sentido amplio).

VI UN ANÁLISIS ECONOMETRICO

El presente capítulo pretende, a través de un trabajo econométrico, complementar el análisis de la pertinencia de las interpretaciones brindadas en el capítulo V. A tales efectos, se efectuaron dos tipos de análisis. El primero intenta explicar el gasto en tercerizaciones por funcionario mediante un modelo lineal simple. El segundo refiere a un modelo de variable dependiente truncada e intenta explicar la participación del gasto en tercerizaciones en el total de remuneraciones más gastos por tercerizaciones del sector bancario.

La primera regresión consiste en estimar los parámetros de las variables independientes que explicarían los gastos en tercerización por funcionario bancario de todo el sistema. Se tomó como objeto de análisis el comportamiento de treinta y nueve instituciones financieras que operaban en la plaza al 31 de diciembre de 1998. Así, se utilizó como variable dependiente el logaritmo del gasto anual en tercerizaciones normalizado por la cantidad de funcionarios, medido en miles de dólares (*LTERC*). Se destaca nuevamente que dichos gastos corresponden a los seis rubros que representan el soporte contable de una parte importante de los gastos en servicios contratados externamente, pero existen gastos en tercerizaciones que no pueden ser rigurosamente identificados y cuantificados desde un punto de vista contable.

Siguiendo lo sugerido por el análisis conceptual, se utilizaron los siguientes regresores como variables explicativas. El primero consiste en el logaritmo del número de funcionarios de las instituciones (*LFUNC*). La misma opera como variable de control y debe tenerse en cuenta que el sentido de la causalidad no es claro, dado que la cantidad de funcionarios y el gasto en tercerizaciones se determinan en forma endógena. Es lógico pensar que aquellas instituciones que más se proveen de servicios externos sean las que muestren una mayor reducción de su plantilla laboral formal. En caso de que su inclusión fuera correcta, sería de esperar que a mayor cantidad de funcionarios menores sean los gastos en contratos externos. En segundo lugar, se define la variable *LPUBLIC* como el logaritmo del

gasto en publicidad de las instituciones durante el ejercicio 1998 medido en miles de dólares. El mismo es interpretado aquí como una aproximación al tipo de actividades de las firmas. En términos generales, la publicidad está vinculada a la venta de productos de consumo masivo y altamente estandarizados, por lo que se puede deducir que mayores gastos en este rubro estarían reflejando que los bancos se dedican en mayor medida a actividades que requieren activos menos específicos. Por lo tanto, en la medida en que esta variable se considera como una medida de especificidad de activos, sería dable esperar que cuanto mayor sea este indicador indirecto, mayor será la cantidad de servicios o procesos externalizados. En tercer término, *LIND* es una variable explicativa que recoge a escala logarítmica el porcentaje de crédito al sector industrial dentro del portafolio total de los bancos. En sentido contrario a la variable definida anteriormente, ésta funciona como *proxy* de la importancia de activos de alta especificidad, dado que el otorgamiento de este tipo de créditos requiere de activos humanos y físicos con una alta carga informacional, tal como fue discutido precedentemente. De acuerdo a este razonamiento, la alternativa organizacional que mejor economiza en costos de transacción consiste en mantener los activos necesarios para llevar adelante este tipo de actividades dentro de los límites de la firma. Por tanto, sería dable esperar que el parámetro correspondiente tenga signo negativo, reflejando de este modo que cuanto mayor sea la participación del crédito industrial en el total de crédito otorgado, menores sean los gastos de tercerización.

Adicionalmente, se definen dos variables ficticias, *DUPUB* y *DUCCOOP*, las cuales reflejan la naturaleza institucional de las firmas. La primera refiere a los bancos de propiedad pública, mientras que la segunda se relaciona a las cooperativas de ahorro y crédito. La pertinencia de la inclusión de estas variables surge de la discusión conceptual del capítulo anterior. En particular, las cooperativas de ahorro y crédito y los bancos oficiales ofrecen un rezago en el proceso tercerizador con respecto a los otros grupos institucionales del sistema. Nuevamente es dable esperar que si se trata de este tipo de instituciones, el gasto en tercerizaciones será de una magnitud menor y por tanto el signo de los coeficientes respectivos se espera sea negativo.

Una primera aproximación econométrica con estas características arrojaba resultados prometedores, pero presentaba problemas de heteroscedasticidad. Por tal motivo, se efectuó un segundo intento estimando la ecuación relevante de forma que fuera consistente con la

matriz de varianzas y covarianzas que surge de la corrección sugerida por White. Seguidamente se presentan los resultados de la regresión descrita.

Dependent Variable: LTERC Method: Least Squares				
Sample: 1 39 Included observations: 39 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.40307	0.468129	22.22269	0.0000
LFUNC	-0.377944	0.127161	-2.972170	0.0055
LPUBLIC	0.205321	0.053078	3.868294	0.0005
LIND	-0.180829	0.074871	-2.415198	0.0214
DUPUB	-0.799152	0.393085	-2.033025	0.0502
DUCOOP	-1.264930	0.280102	-4.515967	0.0001
R-squared	0.575519	Mean dependent var		9.061305
Adjusted R-squared	0.511204	S.D. dependent var		0.782573
S.E. of regression	0.547128	Akaike info criterion		1.772370
Sum squared resid	9.878512	Schwarz criterion		2.028302
Log likelihood	-28.56121	F-statistic		8.948404
Durbin-Watson stat	1.692164	Prob(F-statistic)		0.000019

Se puede apreciar que el modelo en su conjunto se presenta con una significación estadística importante y que todas las variables consideradas son altamente significativas. Adicionalmente, la estimación corregida a la White asegura que la varianza de las perturbaciones son constantes y, por tanto, que los parámetros estimados por mínimos cuadrados son eficientes. Asimismo, no se detectan problemas serios en cuanto a la normalidad de los residuos.

Los signos de las variables explicativas coinciden con los esperados. En efecto, tal como se podía prever a partir del marco analítico, las variables referidas al número de funcionarios, al porcentaje de crédito industrial y a las variables de los grupos institucionales presentan signos negativos, lo

que reafirma la postulación hecha *a priori* de la relación inversa entre ellas y la variable dependiente. Asimismo, el signo positivo del estimador de los gastos en publicidad también soporta las predicciones realizadas, confirmando de este modo la relación directa entre activos genéricos y gastos en tercerizaciones.

La segunda regresión estimada intenta comprobar si los mismos regresores utilizados en el modelo anterior otorgan alguna explicación a la participación de los gastos de tercerizaciones en el total de salarios más gastos por tercerizaciones del sistema bancario. A esta nueva variable dependiente se la denomina **TERCREM** y pretende ser una aproximación al peso de los servicios tercerizados en el total de los servicios requeridos por las empresas analizadas. La estimación se hace por el método de máxima verosimilitud mediante un modelo *tobit* de variables censuradas. Cabe esperar que los signos de los parámetros estimados sean los mismos que en la regresión anterior por las razones expuestas precedentemente. Después de cuatro iteraciones, el modelo exhibe los siguientes resultados:

Dependent Variable: TERCREM Method: ML - Censored Normal (TOBIT)				
Sample: 1 39 Included observations: 39 Left censoring (value) at zero Convergence achieved after 4 iterations QML (Huber/White) standard errors & covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.482379	0.093842	5.140349	0.0000
LFUNC	-0.069101	0.027416	-2.520439	0.0117
LPUBLIC	0.045524	0.014252	3.194314	0.0014
LIND	-0.044181	0.015807	-2.795031	0.0052
DUPUB	-0.112707	0.079594	-1.416015	0.1568
DUCOOP	-0.146660	0.052075	-2.816308	0.0049
Error Distribution				
SCALE:C(7)	0.107350	0.011368	9.443094	0.0000
R-squared	0.452481	Mean dependent var		0.271629
Adjusted R-squared	0.349821	S.D. dependent var		0.146165
S.E. of regression	0.117858	Akaike info criterion		-1.266464
Sum squared resid	0.444495	Schwarz criterion		-0.967876
Log likelihood	31.69606	F-statistic		-1.159334
Avg. Log likelihood	0.812719	Hannan-Quinn criter.		

En términos generales, caben las mismas consideraciones que en la estimación anterior. Los niveles de confianza con que se estiman las variables explicativas hablan del razonable poder predictivo del modelo. Todas las variables tienen una significación estadística elevada y los signos de los coeficientes son los esperados. Cabe aclarar que en cuanto a la normalidad de la distribución de los residuos, si bien los resultados no son totalmente satisfactorios, con excepción de la variable *DUPUB*, las conclusiones no deberían ser demasiado diferentes de considerar la distribución efectiva de los residuos, con valores críticos levemente superiores.

En síntesis, el análisis econométrico realizado sostiene las principales ideas propuestas en este trabajo. Las empresas que más han tendido a tercerizar sus actividades son aquellas que se dedican primordialmente a tareas que requieren de una mayor especificidad de activos. La tercerización es mayor en las instituciones que han incrementado su participación en el crédito al menudeo y a servicios estandarizados que son publicitados masivamente. También se confirma la influencia de los aspectos institucionales en la magnitud de las actividades tercerizadas, mostrando que las instituciones oficiales y las cooperativas de ahorro y crédito tienen mayores trabas o una menor disposición a contratar externamente los servicios tercerizables.

VII CONCLUSIONES

El cambio en las relaciones laborales ha sido objeto de debate en estas dos últimas décadas. En particular, la explicación del pasaje de la clásica relación de dependencia hacia nuevas formas de organizar la producción en el sector bancario ha sido el objeto de estudio de este trabajo. De alguna manera, estos cambios se explican corrientemente por la diferencia de costos de producción. Sin embargo, este trabajo incluye, basado en el enfoque neoinstitucionalista, la posibilidad de que dichas alternativas puedan entenderse teniendo en cuenta básicamente los costos de transacción.

El fenómeno de la tercerización en el sector bancario cobra importancia desde múltiples puntos de vista. En primer lugar, se destaca el cambio que se produce en la organización económica en general. Esto supone tanto una sustitución de una relación jerárquica interna en las unidades productivas por una relación mercantil externa, así como también un nuevo relacionamiento entre las empresas, apoyadas en la complementación y la subcontratación. En esta nueva configuración económica, el sistema de precios y las relaciones asimétricas entre las empresas contratantes comienzan a jugar un rol preponderante en el desempeño de las diversas firmas involucradas. Cuando las instituciones bancarias tercerizan, intentan, entre otras consideraciones, convertir sus costos relativamente fijos en costos variables, esto es trasladar las incertidumbres y las variaciones del mercado hacia las empresas terceras.

Asimismo, las tercerizaciones tiene sus repercusiones en el plano social. Esta profundización en la división del trabajo impacta en primer lugar sobre el salario y sobre el conjunto de ingresos de los trabajadores, puesto que tiende a sustituir trabajadores con salarios más altos por trabajadores con salarios y beneficios menores. Como consecuencia, también el sistema de seguridad social de los trabajadores bancarios se ve afectado. La tercerización implica que los trabajadores de las empresas terceras que brindan sus servicios al sector bancario no realicen sus aportes a la Caja de Jubilaciones Bancarias, sino que viertan los mismos a otros institutos. Por tanto, debilita la relación activo/pasivo de la Caja Bancaria, comprometiendo de esta manera su viabilidad futura. Por otro lado, el creciente proceso de tercerizaciones en el sector bancario tiende a fragmentar los procesos productivos y dispersar a los trabajadores, con consecuencias en la organización sindical. Por ejemplo, la Asociación de Bancarios del Uruguay ha concretado la incorporación de trabajadores pertenecientes a empresas terceras que operan en el área de la actividad financiera.

La tercerización de actividades en el sector bancario ha experimentado un crecimiento sostenido en la última década. Este tipo de gastos se multiplicó por tres en un período de siete años (1991-1998), sin signos de reversión. En cuanto a las actividades tercerizadas, la de servicios de procesamiento de datos fue una de las más importantes en términos del gasto global del sistema, mientras que los honorarios a profesionales es la actividad de mayor crecimiento relativo entre las tercerizaciones cuantificables. Las encuestas realizadas y los datos cuantitativos confirman que los rubros de limpieza, seguridad, transporte de valores, conteo de dinero y mensajería, servicios de contabilidad e informática se han tercerizado en forma creciente a nivel de todo el sistema. La naturaleza de estas actividades posibilita una interpretación del proceso de tercerización a la luz del marco conceptual utilizado en este trabajo, es decir, se trata de actividades que involucran activos de baja especificidad y/o incertidumbre estratégica. Por otro lado, existirán tercerizaciones potenciales que no son llevadas a cabo porque son políticamente y/o institucionalmente inviables en el corto y el mediano plazo.

Las actividades tercerizadas son aquellas que involucran la utilización de activos de menor especificidad y que facilitan la agregación de demandas, aprovechando potenciales economías de escala y de alcance. En particular, el progreso tecnológico y el avance de los medios

informáticos llevaron al abaratamiento relativo de costos de transacción del mercado *vis à vis* la organización interna. El avance en las telecomunicaciones y en el procesamiento de información posibilita la fijación de estándares más adecuados y de medición menos costosa, lo que profundiza la brecha de costos de producción entre la organización interna y el mercado en favor de esta última. Asimismo, la mayor competencia y la liberalización de mercados que se ha producido en los últimos años en algunos servicios han abaratado los costos de producción a través de los mercados. La reducción de los costos de transacción y de los costos de producción de los mercados en relación a las jerarquías determina una nueva configuración de la producción en el sistema bancario, que conduce a que más actividades se lleven a cabo a través del mecanismo de contratación externa.

Las relaciones de poder y su expresión a través de las negociaciones entre sindicato y bancos han sido también un elemento esencial a la hora de explicar por qué algunas actividades se tercerizan y otras no. Reducir el poder compensatorio de la organización sindical, interpretado en este trabajo como costos de transacción, se materializa a través del intento por parte de los empleadores de tercerizar algunas actividades.

Existen comportamientos diferenciados en el proceso tercerizador en función de la naturaleza institucional de las empresas financieras. Los bancos privados y las casas financieras tomaron la delantera en dicho proceso, mientras que las cooperativas de ahorro y crédito y los bancos oficiales jugaron un papel de menor importancia relativa. En efecto, el lento proceso en la toma de decisiones en la esfera estatal, una cultura empresarial diferente y las propias formas de gestión de las cooperativas de ahorro y crédito, incluido un relacionamiento más fluido con el sindicato, hacen que esta problemática no haya creado conflictos agudos en la medida que algunas externalizaciones pueden llegar a implementarse con cierto grado de consenso entre las partes.

En términos generales, el trasiego de empleados de una institución bancaria a otra comprende a individuos que llevan consigo una alta carga informacional y una relación muy particular con clientes relevantes y, por tanto, constituyen activos específicos para los bancos. La externalización de estas tareas no está planteada, siendo consistente con el marco analítico sugerido por este trabajo.

Por último, el análisis econométrico confirma las principales proposiciones hechas en el campo conceptual. Las empresas que más han tendido a tercerizar sus actividades son aquellas que se dedican primordialmente a tareas que requieren una menor especificidad de activos. La tercerización es predominante en las instituciones que han incrementado su participación en el crédito al menudeo y a servicios que son publicitados masivamente. Adicionalmente confirma la influencia de aspectos institucionales en la magnitud de las actividades tercerizadas, mostrando que las instituciones oficiales y las cooperativas de ahorro y crédito poseen una disposición menor a tercerizar determinados servicios. Constatándose un comportamiento heterogéneo de las instituciones financieras y considerando el alto grado de extranjerización de la banca uruguaya es posible incluir una nueva línea de investigación en este tipo de trabajos. Ello estará referido a la idea de que el grado de externalización de tareas no sea independiente de las consideraciones que tengan las casas matrices de los bancos extranjeros, y por tanto respondan a una lógica de funcionamiento transnacional. Nuevas investigaciones al respecto deberán también avanzar en esta línea de razonamiento.

La continuidad lógica de este trabajo implicaría el estudio de cuál es el impacto de la tercerización sobre la rentabilidad de las instituciones. En una primera aproximación no es clara la correlación entre la magnitud de las tercerizaciones y la rentabilidad neta de las firmas analizadas; no obstante, este aspecto debe ser analizado de manera aguda. El período que se estudia se caracterizó por cambios relevantes en los aspectos principales del negocio bancario: tecnología, mercados, marco macroeconómico, relaciones laborales, etc. Todos ellos afectaron sustancialmente la rentabilidad de los bancos, por lo que se hace imprescindible tener un marco básico que modele la performance de las instituciones en su conjunto, para, de esa manera, poder evaluar el impacto específico del cambio en las formas contractuales de adquisición de servicios sobre los resultados económico-financieros. Esta modelización excede largamente los objetivos del presente estudio.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alchian, A. y H. Demsetz (1972):** “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *American Economic Review*, 62.
- Bardhan, P. (1988):** “Some Reflections on the Use of the Concept of Power in Economics”, University of California, Berkeley, mimeo.
- Barnard, C. (1938):** *The Functions of the Executive*, Cambridge, Harvard University Press.
- Coase, R. (1937):** “The Nature of the Firm”, *Economica*, 4.
- Hayek, F. (1945):** “The Use of Knowledge in Society”, *American Economic Review*, 35.
- Langlois, R. y P. Robertson (1995):** *Firms, Markets and Economic Change*, Routledge.
- Levinthal, D. y M. Fichman (1988):** “Dynamics of Interorganizational Attachments: Auditor-Client Relationships”, mimeo.
- Libonatti, H. (1999):** “La tercerización en el sistema bancario uruguayo: un enfoque institucional”. Trabajo monográfico, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración.
- Marginson, P. (1993)** “Power and Efficiency in the Firm: Understanding the Employment Relationship”, en *Transaction Costs, Markets and Hierarchies*, C. Pitelis Editor, Blackwell.
- Marglin, S. (1974):** “What Do Bosses Do”, *Review of Radical Political Economics*, 6.
- Simon, H. (1957):** “A Formal Theory of the Employment Relationship”, *Econometrica*, 19.
- Stolovich, L, Gonzalez Yamandú (1998):** *La Tercerización: ¿ Puerta al siglo XXI o retroceso al siglo XIX ?*, CIEDUR – FESUR.
- Williamson, O. (1975):** *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, New York.
- Williamson, O. (1985):** *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, New York.

Williamson, O. (1996): *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press.

Williamson, O., M. Wachter y J. Harris (1975): “Understanding the Employment Relation”, *Bell Journal of Economics*, 6.

ANEXO I

A continuación se presentan los principales resultados de una encuesta realizada a las Comisiones Representativas de veintidós Bancos Privados y dos Bancos Oficiales y una Cooperativa de Ahorro y Crédito de la Asociación de Bancarios del Uruguay.

El diseño de la misma fue producto de un análisis previo para determinar cuáles eran las principales actividades que eran tercerizadas en los bancos. Para poder determinar las mismas, se efectuó una pequeña encuesta informal a seis Comisiones Representativas. Dos de ellas representaban a los bancos que están rankeados en las primeras posiciones de acuerdo al manejo total de activos, otras dos representaban a los Bancos con una participación media y los dos restantes representaban a bancos con una participación marginal. Contemplando los resultados obtenidos se confeccionó la encuesta final. La misma recoge cuatro puntos.

En el primero se pregunta si las actividades que se establecen son realizadas por personal bancario o si se realizan por la modalidad de contratos con terceras empresas. Asimismo se pregunta si alguna de dichas tareas es efectuada en forma compartida por funcionarios bancarios y por empresas terceras y, en caso de serlo, cuál era el porcentaje estimado de las mismas realizaba el personal propio de los bancos. Fue relativamente sencillo establecer las tareas que eran compartidas; no obstante, el porcentaje de las tareas que era realizada por el personal bancario fue en general difícil de estimar por parte de los encuestados. El segundo punto trata de obtener información acerca de los propietarios de las terceras empresas; concretamente, si son o no propiedad de personas físicas o jurídicas vinculadas a los bancos o a su personal jerárquico. A los efectos de obtener algún indicador del poder relativo de los agentes, se pregunta en el tercer punto cuál es el nivel de sindicalización de cada institución, medido éste como la cantidad de personal afiliado a la Asociación de Bancarios del Uruguay sobre la cantidad de personal total de las empresas. El último punto trata de recoger algunos comentarios cualitativos relevantes que los encuestados quisieran realizar.

La metodología consistió en entregar a cada una de las Comisiones Representativas el formulario para ser respondido. Adicionalmente se obtuvo una entrevista personal con cinco de ellas que aportaron elementos importantes que se vierten en el capítulo correspondiente a la descripción

de las tercerizaciones en el sistema bancario. La encuesta fue realizada entre junio y diciembre de 1998.

ACTIVIDADES	EMPLEADOS	CONTRATOS	COMPARTIDO	NO CORRESP.
Limpieza	0	21	2	
Seguridad	0	21	2	
Servicios de contabilidad	21	1	1	
Servicios profesionales	3	12	8	
Informática	8	6	9	
Meriendas	0	0	0	
Promoción y ventas	2	8	2	11
Información a terceros	16	0	7	
Mantenimiento edilicio	0	20	3	
Diseño de marketing	7	14	2	
Propaganda y publicidad	0	0	0	
Mensajería	5	10	8	
Conteo de dinero	13	4	6	
Microfilmación y archivo	4	16	1	2
Mantenimiento de informática	5	7	11	
Transporte de valores	2	20	1	
Servicios médicos	1	20	0	
Tasadores	1	5	0	17
Ensobrados	15	7	1	
Magnetización de cheques	22	1	0	
Sobrestantes	1	0	0	22
Imprenta	1	0	0	22

ANEXO II

CUADRO N° 1

		TOTAL TERCERIZACIÓN											
		1,989	1,990	1,991	1,992	1,993	1,994	1,995	1,996	1,997	1,998		
Bancos Oficiales	ND	ND	8,598,937	8,377,116	10,524,316	13,027,854	16,339,569	15,958,293	18,303,471	17,646,709			
Bancos Privados	11,205,576	12,587,484	16,913,598	22,255,945	25,922,874	30,197,126	36,150,549	39,760,745	43,927,672	51,996,968			
Casas Financieras	789,881	966,100	1,000,102	1,432,127	1,730,611	2,378,281	1,937,141	2,366,478	3,005,863	3,112,761			
Cooperativas	ND	ND	1,036,758	1,897,455	2,746,338	3,596,857	4,455,524	4,746,416	6,286,186	7,090,917			
TOTAL	ND	ND	27,549,394	33,962,643	40,924,139	49,200,118	58,882,783	62,831,933	71,523,191	79,847,354			

CUADRO N° 3

	TERCERIZACIÓN/PORCENTAJE DE VARIACIÓN ANUAL									
	1,989	1,990	1,991	1,992	1,993	1,994	1,995	1,996	1,997	1,998
Bancos Oficiales	ND	ND	ND	-3%	26%	24%	25%	-2%	15%	-4%
Bancos Privados	ND	ND	ND	32%	16%	16%	20%	10%	10%	18%
Cajas Financieras	ND	ND	ND	43%	2,1%	37%	-1,9%	22%	2,7%	4%
Cooperativas	ND	ND	ND	83%	45%	31%	24%	7%	32%	13%

CUADRO N° 4

	TERCERIZACIÓN/FUNCIONARIO											
	1,989	1,990	1,991	1,992	1,993	1,994	1,995	1,996	1,997	1,998		
Bancos Oficiales	ND	ND	1,145	1,098	1,368	1,742	2,245	2,290	2,734	2,792		
Bancos Privados	1,832	2,221	3,121	4,391	5,275	6,155	7,397	8,124	8,758	10,272		
Casas Financieras	2,669	3,127	3,718	5,918	7,181	9,513	10,762	13,221	17,682	19,701		
Cooperativas	ND	ND	1,245	1,909	2,545	3,226	3,818	4,009	5,140	5,484		
Total	ND	ND	1,963	2,438	2,938	3,578	4,358	4,750	5,459	6,222		

ACTIVIDADES TERCERIZADAS (EN DÓLARES CORRIENTES)										
Actividades	1989*	1990*	1,991	1,992	1,993	1,994	1,995	1,996	1,997	1,998
Honorarios Profesionales	1,615,703	2,161,841	3,642,907	6,089,194	6,813,897	9,048,980	9,585,159	11,528,794	13,913,466	16,849,357
Locomoción y Transporte	1,180,984	1,792,315	6,611,270	5,391,827	6,844,603	7,253,887	8,389,794	7,946,385	8,633,323	8,922,215
Vigilancia y Custodia	3,376,770	2,711,591	5,588,572	6,640,290	8,999,053	10,994,684	12,779,223	13,909,306	15,613,177	16,899,156
Procesamiento de Datos	3,471,031	4,155,010	5,527,612	7,937,970	8,396,127	10,385,401	14,768,646	14,940,118	17,979,147	21,666,734
Higiene de Locales	846,650	890,252	2,202,415	2,810,015	3,541,921	4,570,741	5,249,193	5,643,352	6,230,155	6,555,854
Conserv.Bienes Muebles	1,504,318	1,842,574	3,976,619	5,093,347	6,328,538	6,946,426	8,110,768	8,863,977	9,153,923	8,954,037
	11,995,456	13,553,584	27,549,394	33,962,643	40,924,139	49,200,118	58,882,783	62,831,933	71,523,191	79,847,354

* No incluye Bancos Oficiales y Cooperativas

CUADRO N° 5

PARTICIPACIÓN RELATIVA POR ACTIVIDAD TERCERIZADA										
	1989*	1990*	1,991	1,992	1,993	1,994	1,995	1,996	1,997	1,998
Honorarios Profesionales	13%	16%	13%	18%	17%	18%	16%	18%	19%	21%
Locomoción y Transporte	10%	13%	24%	16%	17%	15%	14%	13%	12%	11%
Vigilancia y Custodia	28%	20%	20%	20%	22%	22%	22%	22%	22%	21%
Procesamiento de Datos	29%	31%	20%	23%	21%	21%	25%	24%	25%	27%
Higiene de Locales	7%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	8%
Conserv.Bienes Muebles	13%	14%	14%	15%	15%	14%	14%	14%	13%	11%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

* No incluye Bancos Oficiales y Cooperativas