

Proyecto de Investigación:

**Innovación Financiera e Información Asimétrica
en los Sistemas Financieros Latinoamericanos**

UAM-Grupo Santander
Centro de Estudios de América Latina (CEAL)

SEGUNDA ETAPA: Diagnóstico estratégico

El caso de Uruguay (Versión preliminar)

Universidad Católica del Uruguay – Ec. Adolfo Sarmiento¹

¹ Los contenidos del presente trabajo son responsabilidad del autor, no comprometiendo la opinión de las instituciones para las que trabaja.

INDICE

Consideraciones preliminares.....	3
I. El rol de los fondos de pensión en el mercado de valores uruguayo: oportunidades y amenazas	
I.1 El entorno de las reformas estructurales	4
I.2 La reforma previsional	8
I.3 Las inversiones de los fondos de pensión	11
I.4 El mercado de activos financieros denominados en Unidades Indexadas	14
II. Los cambios recientes en la red de seguridad del sistema bancario: fortalezas y debilidades	
II.1 El seguro de depósito	23
II.2 La red de seguridad	25
II.3 Los temas pendientes	26
III. La transparencia de la información y protección al inversor	
III. 1 La experiencia uruguaya	27
III.2 Futuros desafíos	27
IV. Evaluación y perspectivas	29
Bibliografía.....	30

Consideraciones preliminares

En la primer parte del presente trabajo se presentó la estructura del sistema financiero uruguayo, y analizando tanto sus principales desarrollos como la información que se brinda al cliente bancario y al inversor del sistema financiero. En esta segunda parte se aborda la temática de la innovación financiera desde una óptica de diagnóstico estratégico, lo que implica detectar las principales características de su dinámica que pueden ser interpretadas como amenazas y oportunidades, así como los cambios que han significado debilidades y fortalezas para su funcionamiento.

En lo que sigue el trabajo se organiza de la siguiente forma: la parte I pondrá su énfasis en el rol de los fondos de pensión como un factor dinamizador que ha representado oportunidades de cambios en el mercado de valores y nuevas tendencias así como las amenazas que aún subsisten en el mismo. En la parte II se presentan los cambios ocurridos en la industria bancaria luego de la crisis del año 2002, analizando cuales han sido los elementos de fortalecimiento del mismo y las debilidades que no se han resuelto. En la parte III se señalan los elementos de transparencia de la información y protección al inversor desde una perspectiva de acercamiento a estándares internacionales. Finalmente en el apartado IV se presenta una evaluación de la situación general y se señalan algunas novedades acerca de iniciativas que se están llevando adelante en el presente.

I. El rol de los fondos de pensión en el mercado de valores uruguayo: oportunidades y amenazas

I.1 El entorno de las reformas estructurales²

Uruguay ha sido uno de los primeros países de América Latina que se embarcó en la realización de reformas estructurales dando los primeros pasos hacia la liberalización del comercio de bienes y servicios y de la movilidad de capitales a mediados de la década de los años 70, estas reformas se completaron con otras relativas al sistema tributario y al sistema financiero, que se mostraron acorde a los objetivos generales de todas las reformas de primera generación: dar un rol preponderante a la economía de mercado a través del proceso de desregulación por parte del Estado.

No obstante este primer impulso reformista se vio frenado fuertemente luego de la fuerte crisis del año 1982 y es recién a mediados de los años 90 donde comienzan a sucederse un nuevo conjunto de reformas: la reforma de la seguridad social, la reforma del mercado de capitales y la reformulación del rol del estado con nuevos organismos reguladores en el marco de las reformas estructurales de segunda generación.

La década de los 80 estuvo pautada por la crisis de la deuda del año 1982, cuando se abandona el régimen cambiario vigente, y por fuertes cambios en el entorno macroeconómico. El déficit fiscal se torna muy alto, tanto por las consecuencias de la crisis financiera como por la reforma previsional de 1979, que instala un fuerte y creciente desequilibrio del Sistema de Seguridad Social.

² Una versión más amplia de las reformas estructurales en Uruguay puede verse en “Crecimiento y progreso social: el caso de Uruguay” Universidad Católica del Uruguay 2007 (mimeo)

Como consecuencia de estos factores, el déficit fiscal entre 1982 y 1983 aumentó a casi 13% del PBI.

La economía comienza a recuperarse a partir de 1985 y se profundiza el proceso de dolarización desatado por la crisis. La inestabilidad de la economía llevó a la implementación de un plan de estabilización en 1990 complementario al ya implementado anteriormente pero que planteaba un fuerte ajuste fiscal.

A mediados de la década de los 90 comienza a efectivizarse la segunda etapa de reformas. En esta oportunidad ya no se hacen presentes solamente las reformas de primera generación (como al reforma del sistema de seguridad social) que continúan pendientes sino que se realizan además reformas de segunda generación que hacen un fuerte hincapié en el carácter institucional, complementando a las reformas de primera generación: propiciar mercados financieros sanos y eficientes, fortalecer el ambiente regulatorio, elevar la calidad del sector público, etc.³

La primer reforma en ser aprobada es la desmonopolización de la actividad aseguradora, la cual desde el año 1911 recaía exclusivamente en manos del Estado. Esta reforma realizada en 1993 tuvo varias aristas, en primer lugar significó una salida alternativa a la imposibilidad de realizar privatizaciones. En este caso se abrió la actividad de seguros a la libre competencia pero el Estado, a través del Banco de Seguros del Estado continuaba en el mercado de seguros como un competidor más, con excepción del seguro de accidentes de trabajo, que permanecían bajo el monopolio de dicha institución.

³ “Sistema financiero latinoamericano: Reformas de segunda generación” Norberto Zúñiga y Eduardo Lizano Boletín de CEMLA abril-junio 2001.

En esta misma reforma se incorporaban diferentes aspectos relativos a las reformas de segunda generación: por una parte se realizaban los primeros pasos hacia un rediseño del sistema financiero dando la posibilidad a la creación de inversores institucionales especializados en la conformación de las reservas para las empresas aseguradoras, y por otra, la creación de un organismo regulador y supervisor de la actividad aseguradora (Superintendencia de seguros y reaseguros) que pertenece al Banco Central del Uruguay (donde ya se encontraba la Superintendencia de Bancos).

Este segundo aspecto da los primeros pasos hacia el rediseño institucional del rol del Estado, si bien existe el ímpetu liberalizador propio de la primera etapa, el papel del Estado no sólo se reduce sino que cambia, focalizado no ya en la producción del servicio sino en el funcionamiento eficiente de la actividad donde participa el sector privado.

La segunda reforma importante la constituye el mercado de capitales. El principal paso en tal sentido se dio en el año 1994 con la aprobación de la Ley de Mercado de Valores. Esta ley señalaba un marco muy genérico para la actividad de las bolsas e intermediarios de valores y profundizaba en la creación de un instrumentos de deuda para ser emitido en la oferta pública llamado obligaciones negociables.

El mercado de valores uruguayo funcionó por más de un siglo sin una ley marco que regulara la actividad de los agentes y sin que diera ningún trato especial a los valores que se transaban en su ámbito. La ley aprobada en 1994 establece los requisitos mínimos de funcionamiento y crea la autoridad reguladora y supervisora del mercado de valores, la que también se ubica en el Banco Central. Por otra parte, establece las características y derechos que se

generan de la emisión e inversión en obligaciones negociables como forma de fomentar la existencia de títulos de deuda de empresas, las que además obtienen beneficios fiscales si realizan estas emisiones.

Esta reforma se complementa con la aparición de inversores institucionales: las empresas aseguradoras ya mencionadas, las administradoras de fondos de inversión y las administradoras de fondos de pensión.

Las administradoras de fondos de inversión constituyen un nuevo inversor especializado en ofrecer productos del mercado de valores, cuya función es regulada y supervisada por la misma autoridad que se dedica a regular el mercado de valores, en la ley de Fondos de Inversión aprobada en 1996 se instrumentan diferentes tipos de fondos admitidos por la ley que se ofrecen como vehículos de inversión que permitan el financiamiento de proyectos concretos o la diversificación de los riesgos de los ahorristas a través de la creación de diferentes tipos de portafolios.

La aparición de estos agentes en el mercado de valores vuelve importante la creación de un marco propicio de información para los inversores con lo cual se regula la figura de los auxiliares del mercado de valores entre los que se encuentran las Calificadoras de Riesgo, que por primera vez deben registrarse en el Banco Central y cumplir con determinados estándares en cuanto a su actividad de calificación y divulgación de la información.

I.2 La reforma previsional

Una de las principales reformas de esta etapa corresponde a la implementada en el sistema de seguridad social. Como ya se señaló, el sistema de seguridad social se encontraba entre los elementos que obstaculizaban la mejora del resultado fiscal, en particular el déficit del Banco de Previsión Social, institución encargada de administrar el sistema de jubilaciones y pensiones, aumentó desde el 2.5% del PBI en 1991 hasta 6.3% del PBI en 1996.

Estas tendencias no solamente se basaban en la forma de ajuste de las pasividades votadas en la reforma de 1979⁴ sino también en elementos actuariales y de desincentivo a la contribución.

En relación a los elementos actuariales, el envejecimiento de la población uruguaya, con una pirámide de edad “invertida” fue deteriorando la relación activo pasivo desde cifras altas a principio del siglo XX (Uruguay fue uno de los pioneros en el establecimiento del sistema de solidaridad administrado por el estado) que se redujo a 3,4 activos por cada pasivo hacia 1970 hasta llegar a 1,3 activos por cada pasivo en 1995. En relación a los desincentivos a la aportación, el aumento de las tasas de aportes patronales y personales en una situación de reducción de fuentes de trabajo y salario se vio acompañado de una fuerte evasión y subdeclaración, erosionando aún más los aportes al sistema.

La reforma aprobada en 1995 promueve tres cambios fundamentales:

⁴ Que exigía un ajuste automático de las jubilaciones y pensiones en función de la evolución del IPC, a los efectos de salvaguardar el valor real de las mismas.

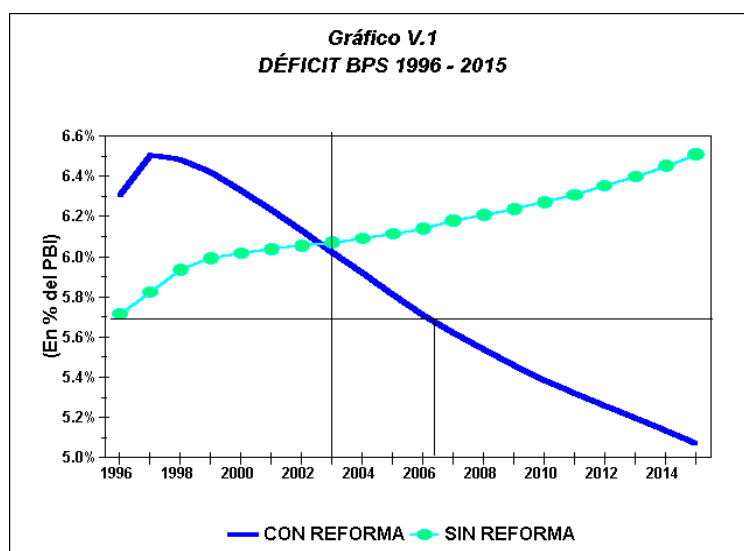
- 1) Ajuste de los elementos actuariales: reduciendo la tasa de reemplazo al relacionar el promedio jubilatorio, aumentando la edad de retiro para la mujer desde 55 años hasta 60 años y creando incentivos para permanecer en actividad más allá de la edad mínima.
- 2) Desincentivar la evasión y la subdeclaración: creando la historia laboral como registro válido para la pensión y aumentando el número de años computables para el cálculo de la pensión desde los últimos 3 años a los últimos 10 años, o los mejores 20 años;
- 3) Creación de Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional como instituciones especializadas en la inversión del ahorro obligatorio correspondiente al segundo pilar contributivo durante la etapa activa, las que luego pasarán el saldo de las cuentas de ahorro individual hacia empresas de seguros encargadas de servir los seguros de retiro correspondientes.

La organización de este sistema se alinea con las experiencias de reformas estructurales de los sistemas previsionales seguidas en otros países de América Latina bajo el modelo implementado en Chile. No obstante en el caso de Uruguay se realiza el cambio desde un sistema administrado por el estado hacia un sistema mixto con dos pilares: un pilar de solidaridad intergeneracional administrado por el Banco de Previsión Social (BPS), que continúa en la órbita pública, y un segundo pilar de ahorro individual en cuentas nominativas administradas por las AFAP (Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional).

En este aspecto la reforma previsional se relaciona con la del Mercado de Valores, en tanto las AFAP constituyen un inversor institucional, o sea, son entidades financieras especializadas cuyo objeto es administrar las cuentas

individuales e invertir los fondos ahorrados. Estas instituciones actúan en régimen de libre competencia pese a que existe una entidad estatal compitiendo desde su inicio, y a la postre se han transformado en los inversores institucionales por excelencia del mercado de capitales uruguayo.

Se espera que los efectos fiscales de la reforma se manifiesten en el largo plazo, ya que en el corto plazo el efecto de la reforma pasa a ser un mayor déficit fiscal en la medida que el fisco deja de recibir la mayor parte de los aportes, que ahora van a conformar el fondo de pensión del pilar de ahorro individual. No obstante, el efecto de largo plazo es la disminución del déficit causado por este sistema al quebrarse las tendencias estructurales vigentes hasta el momento de la reforma. Tal como lo muestran algunas estimaciones realizadas en torno a esta temática en el momento de implementación de las mismas (Borchardt, Rial y Sarmiento (1998)) bajo supuestos de steady state⁵, los efectos esperados se empiezan a observar a partir del año 2008.



⁵ Crecimiento del PBI de 2.5% anual, crecimiento del salario real de 2.0%, inflación internacional de 3.5% anual y un tipo de cambio real constante en todo el período.

Fuente: Borchardt, Rial y Sarmiento (1998)

Como se aprecia en el gráfico la tendencia creciente del déficit del BPS sin reforma en el período de proyección, confirma la necesidad de una reforma ante la situación que se hacía insostenible. Por su parte el *timing* de los beneficios de la reforma se corresponderán con la coyuntura y los demás cambios que se operen a nivel del empleo. Como un elemento adicional del diseño institucional de esta reforma que se considera de primera generación pero ya incorpora elementos de las reformas de segunda generación es la creación del organismo regulador y supervisor de la actividad de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional en la órbita del Banco Central del Uruguay, instituto que a la postre culmina concentrando la supervisión del nuevo mapa del sistema financiero uruguayo que termina de armarse luego de esta reforma.

Asimismo aún se discuten la asignación de mayores potestades a organismos que encaran la defensa del consumidor como mecanismos que llevan a la redefinición de los roles que debe asumir el estado ante la sociedad y la profundización de la propia reforma del Estado.

I.3 Las inversiones de los fondos de pensión

Desde el inicio de la actividad de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional en junio de 1996, su importancia como inversor institucional ha crecido en forma constante por al menos dos razones: En primer lugar las características de los fondos que manejan (los ahorros previsionales) los

transforman en un inversor institucional muy específico que debe sopesar la maximización de la utilidad con la seguridad de estos fondos y en segundo lugar el nivel de acumulación alcanzado al presente y su tendencia creciente en el mediano plazo lo han transformado en un importante demandante potencial tanto para emisores públicos como privados.

Estos elementos por si solos justifican la relevancia que las AFAP han adquirido en el mercado de valores, sin embargo un aspecto fundamental de la importancia que el mercado de valores de nuestro país le ha asignado, ha sido su rol como regulador de los precios de los valores.

Entendiéndose aquí esta función de regulador de los precios de los valores como la consecuencia de tres factores:

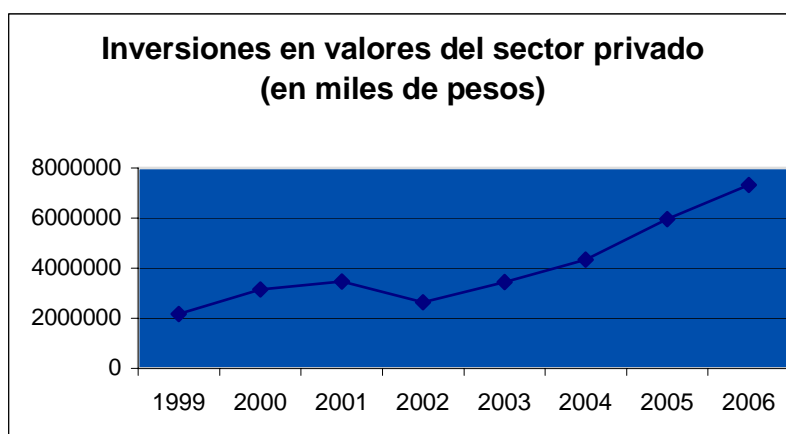
- la obligatoriedad de realizar la compra-venta de valores en los mercados formales locales,
- la valuación de los fondos administrados en función de los precios verificados en dichos mercados, elemento en base al cual se calcula la rentabilidad
- las restricciones legales y normativas establecidas para la composición de los portafolios.

En principio la comprensión de estos tres elementos y sus implicancias sobre el rol asumido por las Administradoras necesita conocer la forma en que se desarrolló su actividad y evaluar como el mercado de valores se vio modificado por la misma.

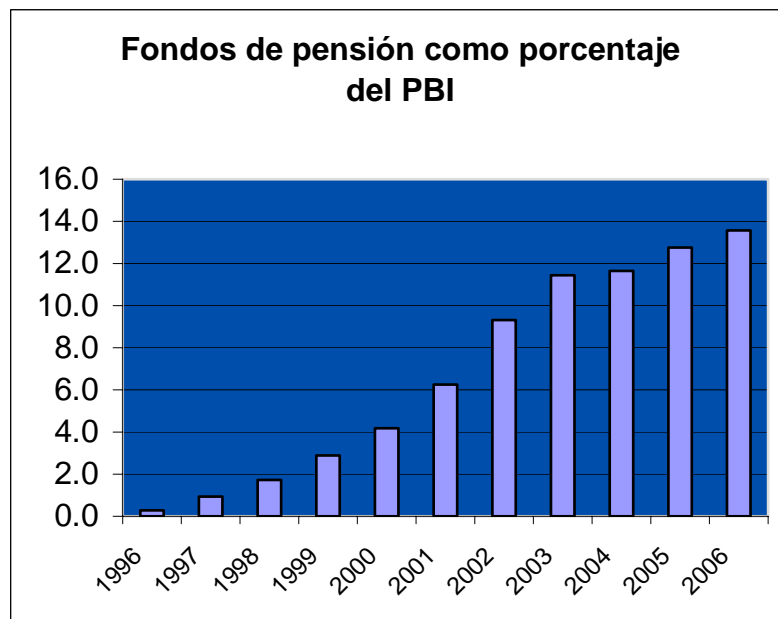
Uno de los factores a destacar es la concomitancia de la reforma con la ley del mercado de valores, en ese sentido las reformas se complementaron pues mientras la primera preveía que al menos en los primeros años la mayor parte

de los fondos de pensión se podía invertir en valores emitidos por el estado a lo largo de los años se ponía un tope máximo a tales inversiones con lo cual era fundamental el desarrollo de instrumentos de origen privado lo cual se impulsaba a través de la nueva regulación del mercado de capitales.

Tal como se muestra en el gráfico que sigue la inversión en valores del sector privado no se ha detenido hasta el presente.



Este aspecto debe evaluarse como un dinamizador de la inversión y el mercado de capitales dado que si bien en los primeros años los fondos de pensión coexisten con fondos de inversión privados muy activos, esta modalidad se desvanece con la crisis del 2002 momento en el cual muchos fondos invertidos en el país salen al exterior. Por tal razón los fondos de pensión se convierten en los inversores institucionales de mayor cuantía, la que se espera que siga creciendo hasta el año 2018, momento en el que se estima que alcanzarán su etapa de madurez financiero-actuarial. Este crecimiento permanente puede apreciarse en el siguiente gráfico que describe su relación respecto al producto.



Asimismo los requisitos de invertir en valores de oferta pública y con calificación de riesgo dentro de las categorías del grado de inversor tornaron más transparente la información para todo el mercado constituyendo a las administradoras de fondos de pensión en líderes en cuanto a la inversión en nuevos instrumentos, las que son seguidas por otros inversores en busca de diversificación. Uno de los desafíos más recientes para los fondos de pensión ha sido el enfrentamiento a la crisis financiera de 2002 y su reacción frente a las nuevas posibilidades de inversión, particularmente en lo referente a instrumentos denominados en moneda nacional pero indexados a la inflación.

I.4 El mercado de activos financieros denominados en Unidades Indexadas

Como una de las propuestas para enfrentar la fuerte crisis sufrida por Uruguay durante el año 2002 se planteó la vía de la desdolarización como una de las estrategias posibles para fortalecer la economía uruguaya, alejándola de una fuerte fragilidad financiera. El diagnóstico de los perjuicios que sufría una

economía altamente dolarizada como la uruguayana (Licandro y Licandro, 2003) promovía el fortalecimiento de la red de seguridad del sistema financiero y la creación de un mercado de activos financieros denominados en unidades indexadas a la inflación. Con tal fin se creó la Unidad Indexada (UI) como un índice diario calculado mensualmente en función de la variación del Índice de Precios al Consumo (IPC) del mes anterior.

a) El período inicial

Si bien la unidad indexada es creada en junio de 2002,⁶ los primeros intentos de colocación de deuda indexada se realizaron a partir de agosto y los llamados a interés del gobierno fueron prácticamente infructuosos. En la primera licitación lanzada en agosto de 2002 mientras se ofrecía una tasa real del 8% para Letras de Tesorería denominadas en UI a 3 años de plazo, los demandantes presentaron propuestas que duplicaban esta tasa llegando incluso al 40% real, ante este panorama el gobierno declaró desierta la licitación. Varios elementos se coadyuvaron para impedir que se concretara la colocación de esta deuda, la incertidumbre acerca de la situación de la economía era muy grande, luego del abandono de la pauta cambiaria en junio se sucedió la crisis bancaria a fines de julio, asimismo la iliquidez era tan importante que las pocas inversiones que se realizaban en moneda nacional era por plazos muy cortos y a tasas que no verificaban ninguna relación de arbitraje con otras opciones. En setiembre de 2002 se intentó una nueva licitación a igual plazo pero ofreciendo una tasa del 10% anual, en esa oportunidad las propuestas presentadas le permitieron

⁶ Decreto Nro 210/002 de 12/6/02.

colocar la casi totalidad del monto deseado (45,5 millones de UI) con una tasa máxima del 13.3%. No obstante, la utilización de instrumentos en UI se discontinuó hasta fines de noviembre de 2002, cuando el gobierno concreta una operación de canje voluntario de deuda con las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, en la que recibe deuda denominada en moneda extranjera de vencimiento cercano y divisas mientras entrega deuda denominada en Unidades Indexadas a 10 años de plazo con una tasa del 7% anual⁷. La mencionada operación configura un cambio sustancial en la etapa inicial de la oferta de instrumentos en Unidades Indexadas por múltiples razones: en primer lugar se trata de una emisión importante de títulos en Unidades Indexadas que comienzan a cambiar el perfil de la deuda pública, en segundo lugar se convalida un premio por riesgo para títulos indexados a la inflación menor a la que se desprendía de las demandas planteadas en las licitaciones antes mencionadas (la rentabilidad del instrumento estimado a partir de la valuación de los portafolios de los fondos de pensión superaba levemente el 9% anual), finalmente se marcaba una senda para el canje de la deuda pública, como antesala de la operación de canje más importante que se realizaría en el mes de mayo de 2003.

Posteriormente se colocan, en forma espaciada, distintos instrumentos de deuda indexada, los que si bien han adquirido mayor volumen no logran desplazar a aquellos denominados en moneda extranjera.

El Gobierno Central emite Letras denominadas en Unidades Indexadas a 180 días de plazo a un retorno real del 23% en promedio, mientras que en la misma

⁷ Mayor detalle de esta operación se encuentra en “El manejo de la deuda pública y el acuerdo realizado con las AFAP”, Adolfo Sarmiento Revista de Economía del Banco Central del Uruguay, Vol.11, Nro. 2, Segunda Epoca, Noviembre de 2004

época el gobierno emite Letras de Tesorería denominadas en dólares a corto plazo (entre 30 y 90 días) a tasas que en promedio alcanzan el 6% anual en dólares. Las tasas de las licitaciones en unidades indexadas fueron descendiendo paulatinamente mientras acompañaban unas expectativas más estables sobre el valor de la moneda extranjera. En abril de 2003 el Banco Central comenzó a emitir Letras de Regulación Monetaria denominadas en Unidades Indexadas a 3 años de plazo con retornos del orden del 13% real, desde ese momento en forma alternativa con el Gobierno Central se emitió deuda denominada en Unidades Indexadas a plazos de 1, 3 y 5 años. Las retornos de estas licitaciones oscilaron entre el 8% y el 13% real durante el año 2003, aunque no puede considerarse un período de estabilización en el mercado de instrumentos en Unidades Indexadas. A la incertidumbre y falta de conocimiento sobre estos instrumentos se le añaden dos hechos fundamentales: el canje general de la deuda pública en mayo de 2003 y la primera emisión internacional de títulos denominados en Unidades Indexadas realizada en julio de 2004. En mayo de 2003 el gobierno realiza un canje general de deuda pública emitida en moneda extranjera con tenedores locales e internacionales, en el que principalmente se renegocia el plazo y la tasa pero no la moneda. Finalmente en octubre de 2003 se plantea la primera emisión internacional de deuda pública uruguaya denominada en moneda local e indexada a la inflación, mediante un Bono Global a tres años de plazo a tasa fija por un monto equivalente a 200 millones de dólares USA, y cuyo circulante se amplía por el equivalente a 100 millones de dólares USA en marzo de 2004. Estos hechos pautan lo que se puede considerar la etapa de implantación de la deuda indexada a la inflación, la que fue profundizándose, a pesar del alto

costo que ello representaba en el corto plazo. Observando la evolución de las tasas internas de retorno de las notas denominadas en unidades indexadas, en esta primer etapa se presenta un promedio del 10% con extremos que superan el 14%. Por su parte la deuda global del gobierno denominada en pesos aumenta en este período desde un 4% respecto al total de la deuda emitida hasta un 7% al finalizar el segundo semestre del año 2004, lo que muestra el inicio de un cambio en la denominación de la deuda pública que no dejó de modificarse hasta el presente.

b) El período de profundización

Entre julio del 2004 y noviembre de 2005 se observa una consolidación del mercado de títulos denominados en unidades indexadas. Este período está pautado por varios elementos: se estiran los plazos promedios pues se comienzan a emitir títulos a 10 años de plazo. Las tasas descienden durante todo el período, desde niveles del 12% hasta alcanzar una tasa interna de retorno del 5% a fines de 2005. Esta etapa de consolidación enfrenta el período de elecciones nacionales en octubre de 2004 y los cambios que supone el ingreso del nuevo gobierno en marzo de 2005. La incertidumbre planteada por el ciclo electoral se tradujo en oscilaciones en los rendimientos observados, no obstante la tendencia se ratificó, a medida que se cumplían los anuncios de nuevo equipo económico, este período concluye con las proyecciones presentadas a fines de 2005 sobre el descenso de la inflación y la metas para el año 2006 en un entorno del 4,5% al 6%.

c) El período de consolidación

Desde el año 2006 se presenta un período de estabilización en los precios de los instrumentos y una profundización en las colocaciones del exterior, donde se realizan dos nuevas emisiones en Unidades Indexadas en octubre de 2006 a 12 años de plazo y en abril de 2007 a 20 años de plazo. El período ha presentado una tasa interna de rendimiento promedio de 4% real y la deuda en moneda nacional sobre el total de deuda del sector público alcanzó el 27% a fines del año 2006.

Como señala Eduardo Walker para el caso chileno deben existir ciertas condiciones necesarias para el desarrollo de un mercado en unidades indexadas a la inflación: 1) La unidad tiene que ser creíble, esto es calculada en forma sostenible y consistente por una institución reconocida. Este elemento se cumple en el caso uruguayo en tanto la unidad es calculada por el Instituto Nacional de Estadística que en forma pública y accesible divulga el valor diario de la unidad en función del índice de Precios al Consumo observado en el mes anterior al de cálculo de la unidad. 2) La unidad debe ser convalidada legalmente. En el caso de Uruguay la unidad fue creada por el Decreto 210/002 de 12 de junio de 2002 3) La existencia de un mercado profundo de deuda pública indexada que tenga diversidad de plazos a los cuales realizar colocaciones. 4) la existencia de un sistema tributario consistente con la indexación que no torne inconveniente la denominación de deuda u otros contratos en términos de unidades indexadas. Este elemento se cumple en el caso uruguayo en tanto muchos parámetros reconocen el ajuste por la inflación y paulatinamente se está utilizando la denominación en unidades indexadas

para la determinación de topes o pagos de deudas. Si bien nos se ha consolidado un mercado de deuda privada denominada en Unidades indexadas, las mismas han ido incrementándose aunque permanecen aún escasas, por su parte los bancos han comenzado a captar depósitos en Unidades indexadas y a dar préstamos denominados en esta unidad como los préstamos hipotecarios.

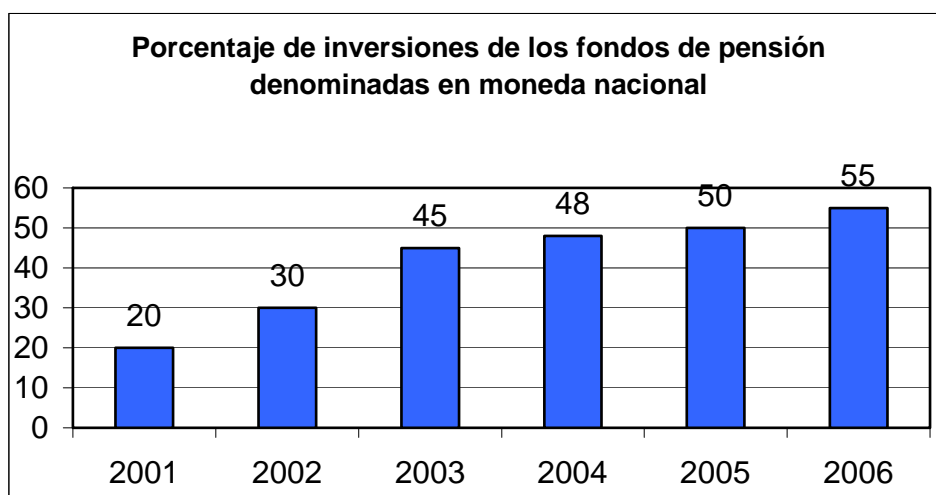
En tanto estos factores reseñados son condiciones necesarias pero no suficientes para el desarrollo de un mercado financiero en unidades indexadas, los restantes elementos deben analizarse desde el lado de la demanda de estos instrumentos.

d) El comportamiento de los inversores institucionales

El comportamiento de los inversores institucionales respecto a la adquisición de instrumentos denominados en unidades indexadas ha estado pautado por una aceptación creciente de títulos a plazos cada vez mayores y con tasas que comenzaron en niveles muy altos y luego se fueron adecuando a condiciones de mercado.

Uno de los inversores a destacar son las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAPs) que han incorporado títulos indexados a su portafolio en forma creciente, cambiando totalmente la composición por monedas de los mismos. A fines del año 2002 el Banco Central del Uruguay impuso una diversificación por monedas de las inversiones que en forma obligatoria llevaba a la “desdolarización” del portafolio de los fondos de pensiones. Tal medida

establecía que a fin del año 2003 como máximo el 60 % de las inversiones podrían estar denominadas en moneda extranjera. Si bien en esa primera etapa el cambio de composición respondió a esta medida administrativa, tal cambio no se detuvo en los valores establecidos, profundizándose el proceso de incorporación de instrumentos denominados en Unidades indexadas.



Tal como se muestra en el gráfico el porcentaje de títulos denominados en moneda nacional ha evolucionado desde el 20% a diciembre del año 2001, hasta alcanzar el 55% del total de fondos invertidos en diciembre de 2006, cambio que se extendió mucho más allá de los límites planificados por la normativa.

Posiblemente esta decisión de las AFAPs, esté guiada tanto por la rentabilidad que brindaron estos instrumentos durante el período de imposición de los mismos en relación al dólar estadounidense, ya que luego de la depreciación inicial el tipo de cambio fue descendiendo, perjudicando los resultados de la rentabilidad para portafolios altamente dolarizados. Cabe recordar que se bien

los fondos de pensión tienen un horizonte de inversión de largo plazo, su estrategia está condicionada por incentivos para competir por la rentabilidad de corto plazo. Asimismo, tanto la ley que regula su actividad como la de las jubilaciones que se paguen a partir del ahorro generado en los fondos de pensión une tales ahorros a la evolución de la Unidad Reajutable y no a la de la Unidad Indexada, tal regulación no se ha modificado y en la medida que los fondos se acerquen a su etapa de maduración, puede afectar fuertemente las decisiones de inversión. Por lo tanto sería recomendable revisar la unidad de expresión y medición de este componente si se desea hacer consistente esta composición del portafolio con los objetivos de largo plazo de los fondos de pensión.

Por otra parte debe destacarse el rol de líderes que han adoptado los fondos de pensión en tanto instituciones especializadas en la realización de inversiones, lo que ha llevado que otros inversores imiten su comportamiento respecto a la adquisición de este tipo de instrumentos. No obstante el proceso de cambios en la toma de decisiones de los restantes inversores se ha mostrado más lento si consideramos la forma en que han evolucionado los depósitos en Unidades Indexadas o directamente el crecimiento del grado de monetización de la economía, los que acompañan la misma tendencia pero a menor ritmo.

II. Los cambios recientes en la red de seguridad del sistema bancario: fortalezas y debilidades

II.1 El seguro de depósito

Como se señalara en la descripción de las regulaciones que protegen al cliente bancario, uno de los principales cambios fue operado en diciembre de 2002 y en respuesta a la aguda crisis desatada en ese año que se promulga la Ley 17.613 de Protección al Ahorro Bancario:

La mencionada ley crea la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario, como dependencia desconcentrada del Banco Central del Uruguay, cuyo cometido es garantizar el reintegro de los depósitos en Bancos y cooperativas de intermediación Financiera.

Para ello la nueva Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario administrará el Fondo de Garantía de Depósitos que es un patrimonio de afectación independiente, independiente del Banco Central y de los aportantes e inembargable.

La situación previa en Uruguay en cuanto a problemas bancarios estuvo signada por un “seguro implícito” en el cual el Estado asumía de hecho las responsabilidades de actuar como un fondo de garantía en caso de presentarse una crisis. Lo costoso de esta figura no solo se reflejaba en los costos que esto podía ser para la sociedad sino que provocaba un mecanismo de funcionamiento ad hoc que generalmente conspira contra la estabilidad del sistema. Si no existe una institucionalidad explícita los agentes

asumen que es Estado cubrirá el 100% de las obligaciones emergentes de una crisis (usualmente capitalizando el banco y tomando la dirección del mismo). El cambio operado está regido por lo que las buenas prácticas de un seguro de depósito establece:

- Formarse por aportes de las instituciones participantes en el mercado.
- No cubrir totalmente a los depositantes para generar incentivos correctos de diversificación y medición de riesgos asociados a la elección del banco
- Transparencia en la información a brindar a los ahorristas
- Primas de seguro en función de los riesgos asumidos por las instituciones.

Todos estos principios se recogen en el caso de Uruguay, el Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios se formará con el aporte que realizarán los Bancos y cooperativas de intermediación financiera en relación al promedio anual de los depósitos garantizados del sector no financiero de cada institución bancaria o cooperativa de intermediación financiera comprendida en la garantía en función del rango de los distintos riesgos a que esté expuesta cada una de ellas. El referido fondo será invertido y su rentabilidad será volcada al mismo.

Con dichos recursos se reintegrarán los depósitos en caso de liquidación de una entidad bancaria hasta ciertos montos máximos establecidos para la ejecución de la garantía de depósitos. Los montos máximos se establecerán por persona acreedora, por institución deudora y por moneda adeudada según sea nacional o cualquiera extranjera.

Todos estos elementos aseguran el buen funcionamiento de fondo al tener claramente determinado la fuente de los recursos y su utilización, mecanismo

que ha sido ya utilizado en Uruguay con éxito en una de las cooperativas de ahorro y crédito que se encontraba en situación de insolvencia luego de la crisis del año 2002.

II.2 La red se seguridad

No obstante esto no completa la red de seguridad sino que la misma requirió de dos elementos adicionales:

- a) el cambio de óptica de la supervisión bancaria hacia un modelo de supervisión basado en riesgo y la adopción de los estándares de Basilea II como elementos necesarios para la correcta identificación de los bancos en problemas.

En particular esto se reflejó en cambios en la regulación sobre el riesgo de crédito (la correcta clasificación de los créditos y el tratamiento de las garantías) y la inclusión de la alta dolarización del sistema financiero como elemento de diseño para la composición de activos y pasivos en la hoja de balance del banco y de sus clientes.

- b) las potestades otorgadas al Banco Central del Uruguay para actuar como liquidador de sociedades de intermediación financiera al amparo de la Ley 17613, como forma de resolver los reclamos y litigios que surgirían a partir de la liquidación de los tres bancos quebrados. Este aspecto junto con el fondo de Garantía de Depósito consistirían las dos principales vías para dotar al sistema financiero de una salida ordenada y una recuperación genuina de los negocios bancarios.

II.3 Los temas pendientes

En torno a los cambios señalados de la red de seguridad cuyo diseño y funcionamiento debe señalarse como una fortaleza del sistema bancario deben señalarse temas pendientes que aún constituyen debilidades a superar por el sistema uruguayo se relacionan al debate en torno a la supervisión del sistema bancario en particular y del sistema financiero en general cuya institucionalidad (realizada por el Banco Central del Uruguay) ha seguido hasta el presente la mera agregación en el mismo sin un análisis de optimización en su funcionamiento. Habiendo transcurrido más de una década en la instrumentación de las reformas estructurales más importantes del sistema financiero y superada la crisis del año 2002 en la actualidad se está en la discusión de este tema lo que se ha plasmado en el envío al parlamento de la nación un proyecto de ley que reforma la carta orgánica del Banco Central del Uruguay donde se modifican esencialmente dos puntos: el primero corresponde al gobierno corporativo del directorio de Banco Central y el segundo a la unificación de todos los organismos de supervisión (bancos, seguros, valores y fondos de pensión) en un único supervisor dentro del Banco Central.

Este tema, actualmente en discusión, puede considerarse una de las debilidades que aún quedan por superar para dotar al sistema financiero de un conjunto de reglas transparentes y actualizadas en el cual se pueda desenvolver adecuadamente.

III. La transparencia de la información y la protección al inversor

III.1 La experiencia uruguaya

Una de las principales consecuencias de la reforma del sistema financiero ha sido la difusión de la información de los valores de oferta pública, la necesidad de dictámenes de calificación de los diferentes instrumentos financieros como condición de elegibilidad de los mismos para integrar las carteras de los fondos de pensión y el rol asignado a los administradores que se han ido tornando cada vez más profesionales.

En particular la dinámica de los fondos de pensión ha provocado la necesidad de tener información actualizada sobre las emisiones de oferta pública que cuentan con grado de inversión (dos condiciones necesarias para integrar los portafolios), asimismo la obligatoriedad de valuación diaria de estos fondos ha llevado a elaborara un vector de precios con todas las operaciones realizadas en el ámbito de las dos bolsas de valores que operan en el país, el que a su vez está siendo utilizado en el presente como precio de referencia al inicio de la jornada de las propias bolsas de valores.

III.2 Futuros desafíos

No obstante estos avances, las características de las empresas uruguayas: cerradas y de origen familiar y la fuerte presencia de la intermediación bancaria han llevada a una tradición de escasa divulgación de la información que lentamente se ha ido superando. El principal tema pendiente consiste en la educación al inversor, que excede a la difusión de la información e implica la

formación en temas financieros de cara a la toma de decisiones de inversión. Si bien se ha avanzado en la profesionalización de los agentes son recientes los proyectos de matriculación y formación permanente para poder actuar en el mercado de valores o para asesorar sobre productos financieros a los clientes bancarios.

Asimismo se ha señalado la preocupación por la mejora a nivel del gobierno corporativo de los emisores lo que aún se encuentra en la etapa de proyecto de ley.

En cuanto a estos avances el modelo de España ha sido en muchos casos seguidos por Uruguay no solamente por sus similitudes en cuanto a régimen legal y organización sino en tanto España ha ido ganando un lugar de referencia en temas relacionados con la formación del inversor.

IV. Evaluación y perspectivas

De los elementos presentados sobre el mercado financiero uruguayo deben destacarse, frente a una situación de escaso desarrollo y a la fuerte crisis vivida en el año 2002, el impulso que los fondos de pensión han dado al mercado de valores uruguayo y la implementación de una red de seguridad importante como medio de protección al cliente. Con estas perspectivas puede considerarse que las particularidades del mercado financiero uruguayo como un mercado principalmente bancario y con un mercado de capitales poco desarrollado se están modificando y se mueven en un sentido de fortalecimiento del mercado de capitales como un medio alternativo y complementario al mercado tradicional de créditos.

En particular esta salida ha modificado fuertemente la situación del cliente bancario delimitando en forma más clara sus derechos y riesgos. En cuanto al inversor se ha notado un fuerte avance en lo que refiere a requisitos de información y su difusión para la toma de decisiones, quedando pendiente abordar la problemática relacionada a la formación y educación al inversor.

En la actual etapa de redefinición de la estructura del sistema financiero aún se encuentra en discusión la nueva carta orgánica del Banco Central del Uruguay que definirá el diseño del supervisor complementando las reformas que se han implementado en la última década.

Bibliografía

Bergara Mario sobre “El marco institucional, el proceso económico y los servicios públicos” Universidad ORT. 1999.

Borchardt Michael, Isabel Rial y Adolfo Sarmiento. Sostenibilidad de la Política Fiscal en Uruguay. BID. Ofician del Economista Jefe, Documento de trabajo R-320. 1998

Lora Eduardo. “Que se ha reformado y como medirlo” BID Documento de trabajo Nro 348. 1997

Licandro JA y Licandro G compiladores. Una Agenda de Reformas del sistema financiero uruguayo. Universidad para la Paz, 2004.

Vazquez, Silvia, y otros “Crecimiento y progreso social: el caso de Uruguay”

Universidad Católica del Uruguay 2007 (mimeo)

Zúñiga Norberto y Eduardo Lizano. “Sistema financiero latinoamericano: Reformas de segunda generación” Boletín de CEMLA abril-junio 2001