

Capítulo 4

El sistema financiero uruguayo y la integración financiera en el MERCOSUR*

Diego Aboal (CINVE)
Bibiana Lanzilotta (CINVE)
Marcelo Perera (CINVE)♦

Con la colaboración de
Fedora carvajal (CINVE) y
Cecilia Velásquez (CINVE)

I. INTRODUCCIÓN

El sistema financiero uruguayo está subdesarrollado y presenta problemas de eficiencia para los estándares internacionales (Aboal, Lanzilotta y Perera, 2007). Si bien este no es un fenómeno exclusivamente uruguayo, sino que es un problema compartido al menos con los demás socios del MERCOSUR, no por ello deja de ser importante. Un adecuado desarrollo del sistema financiero puede ayudar a suavizar las fluctuaciones de la economía y generar condiciones propicias para un crecimiento sostenido.

Si bien no hay dudas de que mucho se puede hacer en el frente interno para resolver algunos de los problemas de (y generados por) la arquitectura financiera uruguaya, otros requieren pensar en un ámbito más amplio. En particular, una mayor integración financiera con la región podría ser la respuesta para algunas de las restricciones

* Este trabajo ha sido desarrollado en el marco del proyecto “Economic Growth, Institutions, and Financial Integration Policies in MERCOSUR” desarrollado por la red de investigaciones económicas del MERCOSUR, con el apoyo del *International Development Research Centre* (IDRC-Canadá). Este artículo junto con el titulado “Integración Financiera en el Mercosur” conforman el informe final elaborado por CINVE para este proyecto. Agradecemos a Néstor Gandelman y Bruno Gili por proporcionarnos sus bases de datos de empresas.

♦ Contacto con los autores: aboal@cinve.org.uy, bibiana@cinve.org.uy, perera@cinve.org.uy.

impuestas a la economía uruguaya por su sistema financiero y por su particular dependencia a los mercados internacionales de capital.

En este contexto, este trabajo apunta a evaluar la situación actual del sistema financiero uruguayo con el objetivo último de extraer conclusiones sobre las condiciones en que éste se encuentra para su integración financiera en el MERCOSUR, y el posible impacto que ésta integración puede tener en la economía uruguaya.

En lo que sigue, en la sección II se realiza una breve descripción del sistema financiero uruguayo y se caracteriza al sistema bancario, el que representa la mayor parte del sistema financiero uruguayo. En la sección III se describe el mercado de valores y se abordan algunas de las explicaciones de su extremo subdesarrollo. La sección IV muestra el formato que ha tenido la inserción financiera del país en los mercados internacionales. Finalmente en la sección V se presentan algunas reflexiones finales sobre el posible impacto de una mayor integración financiera en el MERCOSUR.

II. EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO

El sistema financiero uruguayo está basado en la banca y no en el mercado de valores. El tamaño relativo del sistema bancario (medido como depósitos en el sistema en proporción al PBI) más que duplica el de los restantes socios comerciales del MERCOSUR tomados en forma individual (véase gráfico II.1).¹ En parte esto se debe a que Uruguay ha cumplido un papel de plaza financiera regional, al percibirse más estable que otros países del bloque. Esto ha llevado a que el país capte depósitos provenientes de la región, especialmente de Argentina. A efectos ilustrativos, los depósitos extranjeros representaban a noviembre de 2006 el 20% de los depósitos en moneda extranjera de los bancos comerciales uruguayos (si se suman las instituciones financieras externas, que operan únicamente *offshore*, alcanzan al 28%).

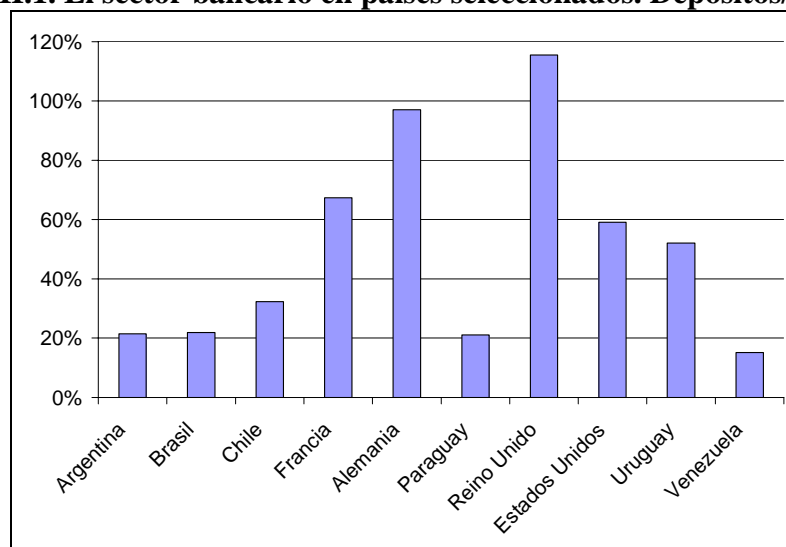
Los bancos comerciales uruguayos concentran el 67% del total de activos del sistema financiero, otros intermediarios financieros un 19%, los fondos de pensión un 11% y las compañías de seguro el restante 3%, véase cuadro III.1.

¹ Como dato útil para futuras referencias, el PBI de Uruguay del año 2005 fue de 16800 millones de dólares y el del año 2006 18000 millones.

Cuatro son los rasgos fundamentales que caracterizan al sistema bancario en Uruguay: su alta concentración, una elevada dolarización, una importante participación de la banca pública, y por último, la inexistencia de banca privada nacional.

El sistema bancario Uruguayo está altamente concentrado, los tres mayores bancos del país concentran más del 60% de los activos bancarios, y el banco público BROU 43% del mismo (29% del sistema financiero). Si bien en la comparación regional estos valores son altos, los demás países del MERCOSUR también presentan niveles de concentración importantes, los que están cercanos al 50%, véase gráfico III.2.

Gráfico II.1. El sector bancario en países seleccionados. Depósitos/PBI, 2005



Nota: los valores graficados corresponden a los depósitos en bancos en el año 2005 como proporción del PBI.

Fuente: Banco Mundial. *Financial structure database*. Revisión 2006.

Cuadro II.1. Estructura del sistema financiero uruguayo a diciembre de 2005

	Cantidad	Activos (en millones USD)	% del Total de Activos
Bancos Comerciales	15	12951	67
<i>Bancos Públicos</i>	3	7885	41
BROU	1	5540	29
BHU	1	1318	7
Nuevo Banco Comercial	1	1027	5
<i>Bancos Privados Nacionales</i>	0	0	0
<i>Bancos Extranjeros</i>	12	5066	26
Otros Intermediarios	15	3546	19
<i>Cooperativas</i>	3	211	1
<i>Casas Financieras</i>	3	157	1
<i>Instituciones Financieras Externas</i>	6	3178	17
Fondos de Pensión	4	2164	11
Compañías de Seguro	15	619	3
TOTAL INSTITUCIONES FINANCIERAS	49	19280	100

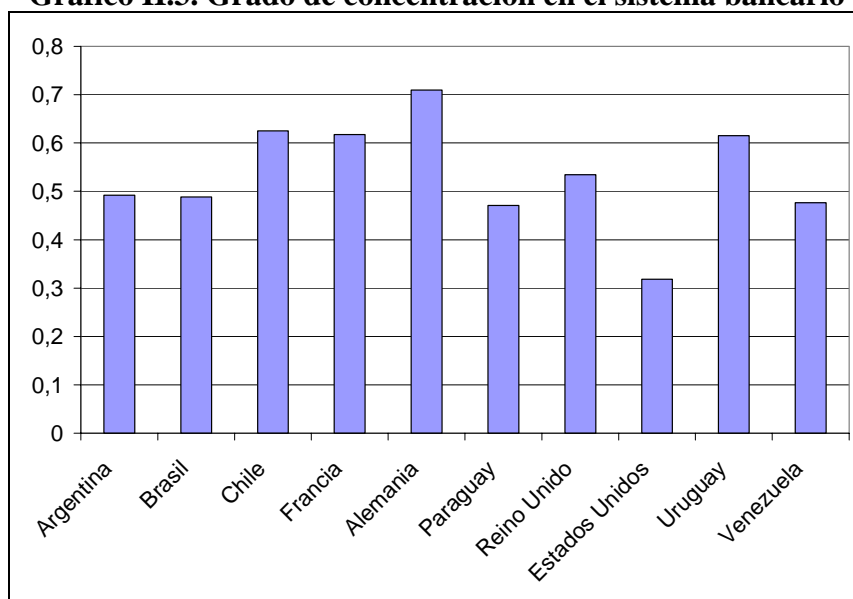
Fuente: FMI (2006) en base a datos del Banco Central del Uruguay.

Una característica adicional del sistema financiero, y particularmente del sistema bancario, es su elevada dolarización. A noviembre de 2006 el 84% de los depósitos en los bancos estaba nominado en moneda extranjera (básicamente dólares). Si bien la economía está en un proceso de desdolarización, este proceso es aún incipiente.

El tercer rasgo característico es la elevada participación de la banca pública. Esta concentra el 61% de los activos del total del sistema bancario. Entre ellos, el banco

público BROU, capta casi el 71% de los activos de los bancos públicos. A su vez, el país no cuenta con bancos privados nacionales, los 3 existentes en el año 2001 colapsaron en la crisis financiera de 2002 y uno de ellos, el Banco Comercial, paso a la orbita estatal. Actualmente los bancos extranjeros concentran el 39% de los activos del sistema bancario y 26% del sistema financiero en su conjunto.

Gráfico II.3. Grado de concentración en el sistema bancario



Nota: los valores graficados corresponden a el valor de los activos de los tres bancos más grandes del país con respecto al total de activos del sistema.

Fuente: Banco Mundial. *Financial structure database*. Revisión 2006.

Actualmente, y como consecuencia de la crisis de 2002, el sistema bancario presenta vulnerabilidades y no cumple plenamente su misión de intermediación de los recursos financieros. La resolución de las falencias e insuficiencias que aún persisten en los regímenes de supervisión y control son aspectos claves para generar confianza en los agentes económicos y contribuir a la profundización financiera.

A continuación se presenta con mayor detalle la estructura del mercado y su grado de competencia, y se analizan algunos indicadores que pautan el funcionamiento del sector en cuanto a su grado de eficiencia y gestión de riesgos. Previamente, se realiza una breve síntesis de la evolución del sistema desde la década de los setenta, conjuntamente con la de su regulación, con el objetivo de identificar algunos elementos que ayuden a la comprensión de la configuración y características actuales del sistema.

II.1 Los cambios en la regulación del sistema: respuestas a las crisis

La historia de la regulación financiera y en especial la regulación bancaria, está fuertemente ligada a los períodos de crisis del sistema financiero. Tal como señala Polgar (2004), “los mayores y más importantes cambios en la regulación bancaria uruguaya se han registrado principalmente como reacción a crisis bancarias. ... [L]a nueva regulación que surgió luego de la crisis fue, a su vez, señalada entre las causas o propagadores de la siguiente crisis”.

De hecho, el proceso de liberalización financiera que se inició en Uruguay a partir de mediados de los setentas se contrapuso a un período de fuerte regulación que se había implementado luego de la última crisis de 1965. El sistema financiero se liberalizó e internacionalizó. Como consecuencia de la liberalización, se logró la recomposición de los niveles de intermediación financiera prevalecientes antes de la inflación de la década del cincuenta.

No obstante, la ausencia de regulación prudencial junto con los choques externos adversos recibidos por la economía y errores e inconsistencias en las políticas macroeconómicas, dieron lugar a una crisis financiera (a partir de 1981 y 1982, asociada al abandono de la política de estabilización basada en pautas cambiarias preanunciadas conocida como “la Tablita”) que llevó prácticamente a la insolvencia del sistema. El Estado decidió tomar medidas de asistencia a los intermediarios financieros y rescató a los bancos insolventes, afirmando así la percepción de que el Estado intervendría en casos de crisis, garantizando los depósitos del sistema.²

La intervención del Estado en los bancos “gestionados” evitó el cierre de instituciones, permitió que los depositantes recuperaran sus depósitos, que los trabajadores bancarios mantuvieran su fuente laboral y facilitó la refinanciación de los deudores. No obstante, no se atacaron los problemas estructurales de dichas instituciones, los bancos gestionados (que funcionaron con tolerancia regulatoria), continuaron experimentando pérdidas sin que se verificaran modificaciones importantes.

² Este seguro implícito y gratuito permitió, en definitiva, que instituciones percibidas por el público como problemáticas no sólo no sufrieran corridas de depósitos sino que aumentaran su captación, debilitando así la disciplina de mercado.

Recién en el año 1989 se instrumentan los principales cambios regulatorios apoyados en las “buenas prácticas” del Acuerdo de Basilea en respuesta a esta crisis bancaria, dado que la desregulación fue señalada como una de las principales razones que indujeron a los bancos a tomar excesivos riesgos. Los objetivos básicos de ese proceso fueron el fortalecimiento de poderes y la modernización de la supervisión del BCU, la racionalización de la política de encajes y la homogeneización del tratamiento de la banca pública respecto a la privada.

En los años comprendidos entre 1993 y 1996, se confirieron al BCU un conjunto de potestades regulatorias sobre cuatro nuevos mercados: seguros, administradoras de fondos de ahorro previsionales, valores y fondos de inversión, lo que transformó al BCU en el “megacontrolador de la actividad financiera” uruguaya (Gianelli, 2003). A su vez, en 1995, se aprueba la Carta Orgánica del BCU, con la intención de saldar algunas de las falencias que la crisis de 1982-1987 había dejado en evidencia, avanzando así en el diseño de la red de seguridad.³ La Carta Orgánica otorgó status legal a la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF), y limitó la capacidad del BCU como prestamista de última instancia, prohibiendo la asistencia a instituciones insolventes.

La última crisis financiera del año 2002 tuvo ciertos rasgos distintivos respecto de las anteriores. El principal fue que los bancos que quebraron fueron finalmente liquidados.⁴ A su vez, en esta oportunidad los depositantes no residentes retiraron sus depósitos del sistema uruguayo. Sin embargo, lo que la última crisis mostró fueron los límites que tiene Estado como garante de los depósitos pero no necesariamente cuestionó su vocación como tal (Polgar, 2004).

En medio de la crisis de 2002 se intentaría dar un marco legal apropiado para la actuación en casos de crisis bancarias, mediante la creación del Fondo de Fortalecimiento del Sistema Bancario (FFSB) como un fondo de garantía de depósitos

³ Cabe recordar que el BCU había sido creado en el año 1967. De acuerdo a Gianelli (2003), hasta 1995 el BCU operaba conforme a lo que se dio en denominar la “Carta Orgánica Invisible”, un conjunto de disposiciones y reglamentaciones bajo las que funcionaba.

⁴ Asimismo, el Nuevo Banco Comercial (banco de propiedad estatal regido por el derecho privado creado a partir de los tres bancos liquidados) no contó con tolerancia regulatoria.

con aporte estatal. Sin embargo, más allá de los avances que se han logrado en los últimos dos años en la supervisión y el funcionamiento del sistema financiero, persisten algunos aspectos en la institucionalidad de supervisión vigente, que directa e indirectamente limitan la efectividad de la regulación y supervisión del sistema.

Dichas deficiencias refieren a las condiciones de autonomía externa e interna de los supervisores y reguladores del sistema. El BCU es un Ente Autónomo y goza, de acuerdo a la Constitución, de autonomía externa respecto del poder ejecutivo. Está calificado como un servicio del dominio comercial del Estado, lo que incluso le otorga mayor autonomía presupuestaria que otros organismos. La Carta Orgánica del BCU refuerza esta idea al establecer que cuenta con autonomía técnica, administrativa y financiera, es decir que posee autonomía para organizar y gestionar su funcionamiento y disponer de sus recursos. Sin embargo, en la actualidad el poder ejecutivo tiene la potestad de sustituir total o parcialmente a los directorios de los entes autónomos, lo cual limita la autonomía institucional del BCU. Un elemento adicional que se debe tener presente, es la forma de designación del directorio (utilizando criterios políticos) y la sincronización de su designación con el ciclo político.

En lo referente a la organización interna, el BCU posee una estructura jerárquica que centraliza las decisiones en el Directorio, conviviendo un conjunto de órganos de regulación y supervisión del sistema financiero BCU con disparidades en cuanto a sus potestades y autonomía. Por un lado, las Superintendencias son órganos desconcentrados que poseen autonomía técnica y operativa y las Divisiones y Áreas (como la División de Control de Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP's) y el Área de Mercado de Valores) actúan únicamente por delegación del Directorio y carecen de autonomía interna.

Actualmente se encuentra en discusión en el Parlamento uruguayo un proyecto de ley que introduce modificaciones a la Carta orgánica del BCU y que modifica muchas de las condicionantes comentadas, apuntando a dotar de mayor autonomía al regulador. Por un lado, en lo concerniente a la autonomía externa del BCU, se propone una ampliación del número de directores a 5 miembros (actualmente 3), y una extensión del plazo de su mandato hasta 8 años. Estos directores, serían renovados en forma escalonada, y de manera no sincronizada al período de gobierno. Por otro lado, en lo referente a la

autonomía interna y coordinación de los órganos de supervisión al interior del BCU, el proyecto de ley propone la unificación en un solo organismo de la supervisión y la regulación de todos los componentes del sistema financiero como bancos, seguros, AFAP, mercados de valores, casas de cambio.

II.2 Estructura de mercado y grado de competencia bancaria

Actualmente el sistema financiero formal uruguayo está compuesto por dos bancos públicos, uno con funciones tanto de banco comercial como de banco de fomento (BROU), y otro de fomento a la vivienda (Banco Hipotecario), 14 bancos comerciales privados, 2 cooperativas de ahorro y crédito, 6 casas financieras y 5 instituciones financieras externas.⁵

La crisis financiera de 2002, al igual que su precedente (la de 1982) supuso un serio reajuste en la composición del sistema financiero. La composición y el número de intermediarios financieros variaron notablemente a partir de entonces. Tal como se observa en el cuadro II.2, luego de la crisis desaparecieron más de un tercio de los intermediarios financieros existentes en 2001. La cantidad de bancos se redujo en dicha proporción, mientras que las casas financieras se mantuvieron prácticamente en número y las cooperativas de intermediación financieras quedaron reducidas a la mitad.⁶ En términos generales, la crisis del sistema llevó a la desaparición de los principales intermediarios financieros privados, relativamente más especializados en la atención a micro-empresas (créditos pequeños), lo cual indirectamente, provocó el aumento de la participación de la banca pública.

Cuadro II.2. Número de intermediarios financieros según tipo de institución. 2000-2005 (valores al final de cada año)

Tipo de institución	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 a/
Bancos Públicos	2	2	2	2	2	2	2
Bancos Privados	20	20	21	16 b/	13	13	14
Casas Financieras	8	7	7	6	6	6	6
Coop. de Interm. Financiera	6	6	6	4	4	3	2
Instituciones Financieras Externas	9	12	8	6	6	6	5

Notas: a/ Datos a Noviembre de 2006. b/ Incluye el Banco de Galicia con actividad suspendida.

Fuente: BCU.

⁵ Los datos corresponden a noviembre de 2006.

El efecto de la crisis financiera de 2002 fue aun mayor si se tiene en cuenta la disminución de la cantidad de sucursales y del número de empleados del sistema; ambos se redujeron casi un 40% (véase Cuadro II.3).

Cuadro II.3. Red física de las instituciones de intermediación financiera privada y número de personal ocupado. Valores al final de cada año.

	Nº de sucursales	Nº de empleados
2005	213	3902
2004	217	3915
2003	222	4066
2002	n/d	n/d
2001	355	6398
2000	349	6548

Fuente: BCU.

II.2.1 Elevada participación de la banca pública

La importancia de la banca pública en la intermediación financiera es clara, si se observa tanto su participación en el total de depósitos del sistema como en los créditos. Los bancos públicos concentran actualmente el 50% de los depósitos totales y su participación es aún mayor en los depósitos en moneda nacional. Esta característica del sistema se exacerbó luego de la crisis (véase Gráfico II.4).

Cuadro II.4. Depósitos del sector no financiero en el total de sistema bancario uruguayo. Porcentaje de participación según tipo de entidad a/

	Banca Pública			Banca Privada			Cooperativas y Casas Financieras		
	MN	ME	Total	MN	ME	Total	MN	ME	Total
Prom. 2000	55%	35%	40%	39%	59%	53%	6%	6%	7%
Prom. 2001	51%	33%	38%	42%	62%	57%	7%	5%	6%
Prom. 2002	53%	42%	35%	40%	54%	60%	7%	4%	5%
Prom. 2003	58%	49%	43%	33%	48%	53%	9%	3%	4%
Prom. 2004	61%	47%	50%	31%	50%	47%	8%	3%	3%
Prom. 2005	62%	47%	49%	33%	51%	48%	5%	2%	3%
Prom.2006 b/	56%	45%	49%	43%	54%	49%	1%	1%	1%

Nota: a/ No incluye IFEs. b/Promedio a Noviembre de 2006. Las cifras pueden no sumar 100 debido a redondeos. MN= Moneda Nacional, ME=Moneda Extranjera

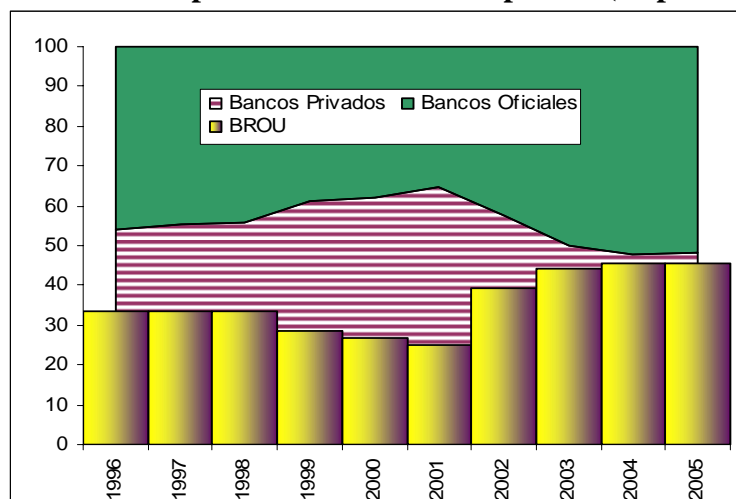
Fuente: Superintendencia de Instituciones Financieras BCU.

No obstante, en los últimos años, en un contexto de incremento de los depósitos del sistema (véase gráfico II.5), la banca privada ha recuperado fondos a tasas mayores que la pública. Aún así el sistema se encuentra lejos de alcanzar el nivel de depósitos

⁶ En 2006, una de las cooperativas de intermediación financiera pasó a la condición de banco.

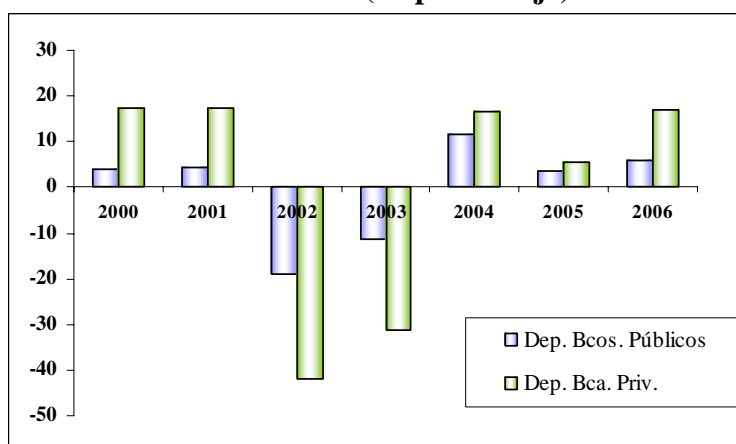
existente en 2001. La caída de los depósitos a raíz de la crisis fue de casi 50%, mientras que al momento sólo se han recuperado algo menos del 15% de los mismos.

Gráfico II.4. Participación en el total de depósitos (en porcentaje)



Fuente: en base a datos de BCU.

Gráfico II.5. Variación anual promedio de los depósitos totales según sector institucional (en porcentaje)



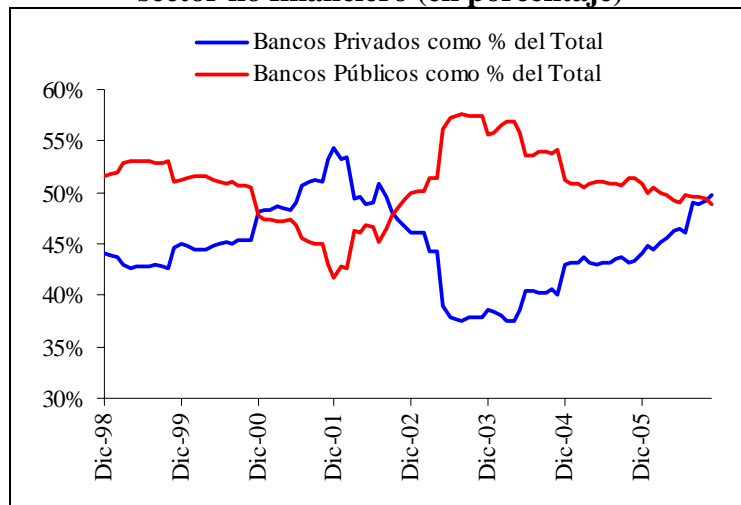
Nota: El año 2006 incluye datos hasta 11/06.

Fuente: Elaborado en base a datos de BCU.

Por otra parte, la participación de los bancos públicos en el total de créditos concedidos (vigentes o vencidos) es de 50% (Gráfico II.6). La banca privada, explica casi la totalidad del restante 50%, dado que la porción de mercado que atienden las cooperativas de intermediación financiera y las casas financieras es muy pequeña.

A partir de 2002 el monto del crédito concedido se vio fuertemente reducido. Medido como porcentaje del PIB, el crédito global se encuentra en los niveles más bajos de las últimas dos décadas.

Gráfico II.6. Participación de los Bancos Públicos y Privados en el crédito total al sector no financiero (en porcentaje)



Fuente: BCU.

Si se discrimina por deudor y por moneda, la participación de cada tipo de entidad en el mercado de crédito, cambia (cuadro II.5). Los bancos públicos poseen más de la mitad del crédito otorgado al sector residente (que en la actualidad representa 95% del total del crédito concedido) y prácticamente no otorgan crédito a no residentes. Si se considera exclusivamente el crédito en moneda nacional, la participación de la banca pública alcanza el 80%. Cabe mencionar así mismo que casi dos tercios del crédito (no financiero) en moneda nacional se dirigen a las familias.

Por el contrario el mercado de crédito (al sector público no financiero) en moneda extranjera es atendido predominantemente por la banca privada y su destino es básicamente la industria manufacturera y el sector agropecuario.

Cuadro II.5. Participación de cada tipo de entidad en el crédito total al sector no financiero residente (promedios anuales) a/

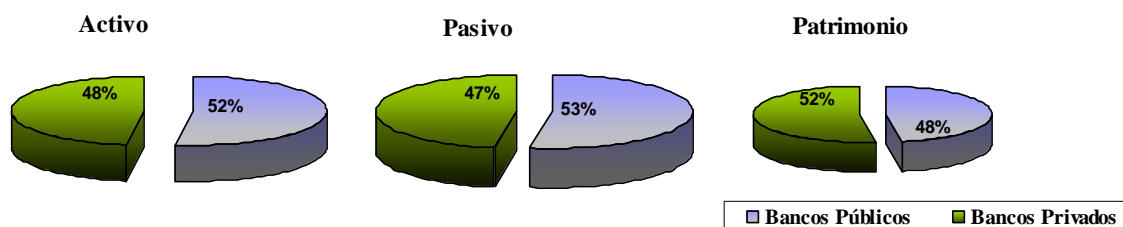
	Bancos Públicos			Bancos Privados		
	Total	MN	ME	Total	MN	ME
2000	58%	80%	44%	39%	17%	53%
2001	57%	80%	43%	43%	21%	54%
2002	53%	75%	42%	44%	18%	52%
2003	52%	78%	44%	37%	14%	44%
2004	58%	82%	51%	38%	11%	48%
2005	57%	85%	45%	42%	15%	55%
2006 b/	53%	80%	39%	46%	17%	61%

Nota: a/ No incluye IFEs, y comprende créditos vigentes y vencidos. b/ Promedio a Noviembre de 2006. Los porcentajes no suman 100 al no considerarse las cooperativas ni casas financieras, dado que su participación en la actualidad es poco significativa.

Fuente: Elaboración en base a datos de la Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

Si se tiene en cuenta el conjunto de activos y pasivos de sistema bancario, la participación de los bancos públicos es superior al 50% en ambos casos.

Gráfico II.7. Estructura de participación de los bancos públicos y privados en el activo, pasivo y patrimonio del sistema. Datos al 30 de septiembre de 2006



Fuente: Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

En el cuadro IV.6 se resumen un conjunto de indicadores de participación en el mercado financiero por tipo de institución e instrumento, para los años 2005 y 2006.

Cuadro II.6. Participación de cada tipo de institución según instrumento financiero. Años 2005 y 2006 a/b/

Instituciones	Bancos Públicos		Bancos Privados		Coop. y Casas Financieras	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Créditos c/						
Residentes	53%	51%	42%	46%	5%	3%
Moneda nacional	80%	80%	15%	17%	5%	3%
Moneda extranjera	39%	33%	55%	63%	6%	3%
No residentes	0%	4%	84%	80%	16%	16%
Total	51%	50%	43%	47%	3%	3%
Depósitos						
Moneda nacional	62%	56%	33%	43%	5%	1%
A la vista	50%	55%	46%	44%	4%	1%
Plazo fijo	73%	68%	17%	27%	10%	5%
Moneda extranjera	47%	45%	51%	54%	2%	1%
A la vista	42%	43%	56%	57%	1%	1%
Plazo fijo	52%	52%	44%	46%	4%	3%
Residentes	53%	52%	45%	47%	2%	1%
No residentes	19%	19%	78%	77%	3%	3%
Total	49%	47%	49%	52%	3%	1%

Nota: a/ No incluye IFEs. b/Promedio a Noviembre de 2006. c/Incluye créditos vigentes y vencidos.

Fuente: Elaboración en base a datos de la Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

II.2.2 Inexistencia de una banca privada nacional

Uno de los rasgos característicos del sistema financiero en la actualidad es la virtual desaparición de los bancos privados nacionales como corolario de la última crisis financiera.⁷

De esta forma, la participación extranjera en la banca privada es predominante, su peso en el sistema financiero se identifica con el de la banca privada antes reseñado. Adicionalmente, si a esa participación en el sector de bancos se le agrega la cuotaparte en las casas financieras y la (totalidad) de las instituciones financieras externas (IFE), el predominio es aún mayor. Las IFEs que operan únicamente *offshore* concentran aproximadamente el 10% de los depósitos en moneda extranjera si se considera la operativa global del sistema. Su participación en el crédito es marginal (3%) y se concentra en el segmento de moneda extranjera.⁸

II.2.3 Alto grado de concentración

El tercer rasgo característico del sistema bancario es el alto grado de concentración que incluso se ha acrecentado en los últimos años según distintas medidas del mismo. La concentración es alta en términos comparados tanto respecto de la región como internacionalmente.

Los indicadores de concentración considerados aquí son el índice de Herfindhal (H) y el ratio de concentración C3. El primero se define como la sumatoria de los cuadrados de las participaciones de las partes de mercado de cada firma, es decir responde a la siguiente expresión:

$$H = \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i}{x} \right)^2,$$

siendo i cada uno de los individuos considerados (en este caso bancos). Este índice, mediante algunas transformaciones algebraicas es posible expresarlo como:

$$H = (c^2 + 1)n,$$

⁷ En rigor el Nuevo Banco Comercial SA (NBC, ex Banco Comercial hasta agosto de 2002 cuando fuera suspendido) se encontraba en la condición de banco gestionado por el gobierno hasta 2005. Este banco, en el año 2005 (en promedio) captaba aproximadamente 15% de los depósitos de la banca privada y 20% de los créditos.

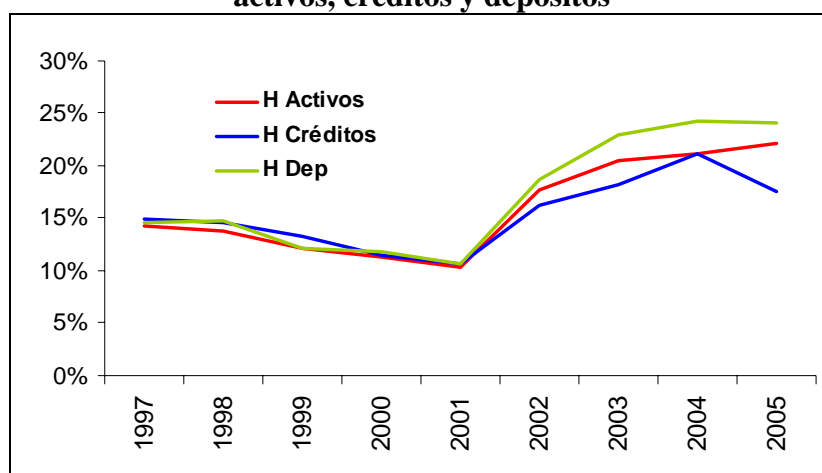
⁸ Prácticamente todo perteneciente a las casas financieras.

siendo c el coeficiente de variación del tamaño de la firma, esto es el cociente entre el desvío estándar y la media del tamaño de la firma). Esta última expresión denota que el índice depende tanto de la desigualdad en las cuotas de mercado medida a través de c^2 como del número de empresas (n), tomando un valor máximo de 1 en caso de monopolio y un valor mínimo que tiende a 0 cuando el número de empresas es suficientemente grande (tiende a infinito).

El segundo indicador, el C3, se define como la suma de las partes de mercado de los tres mayores bancos. El índice H, al definirse en función de cuadrado de las cuotas de mercado, concede más importancia a las empresas más grandes. Si bien aquí se calculan las dos medidas de concentración, se debe tener en cuenta que el C3 posee algunas limitaciones metodológicas (Amarante, 1998).

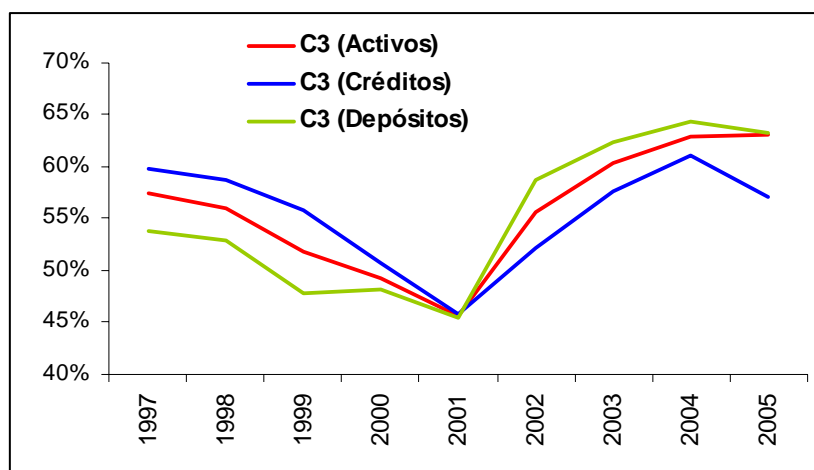
Los gráficos II.8 y II.9 muestran la evolución de ambos indicadores entre 1997 y 2005, referidos a créditos vigentes, a depósitos y al total del activo, calculados para el sector bancario. Ambos gráficos dan cuenta del elevado grado de concentración del sistema bancario. Adicionalmente, el índice Herfindhal muestra una evolución descendente hasta el año previo a las crisis (2001) cuando alcanza en los tres indicadores utilizados el 11%. En 2002 y los dos años posteriores, crece significativamente, llegando a más que duplicar el mínimo de 2001. Se puede apreciar, asimismo, que el mercado de créditos parece estar levemente más desconcentrado que el de depósitos.

Gráfico II.8. Índice de Herfindhal para el total de bancos públicos y privados, en activos, créditos y depósitos



Fuente: Elaborado en base a información de Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

Gráfico II.9. Participación de los tres mayores bancos (índice C3) en el total de activos, créditos y depósitos. Banca pública y privada



Fuente: Elaborado en base a información de Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

En principio, el alto grado de concentración que caracteriza al sistema financiero uruguayo puede verse como consecuencia de ventajas otorgadas, en términos de la regulación y supervisión del sistema, a la banca pública. Esta afirmación debería ser relativizada ya que la mayor concentración puede ser producto del desarrollo y sofisticación de las operaciones bancarias, sin embargo esto es más difícil de constatar.

II.3 El funcionamiento del sector bancario

En el presente apartado se describe el funcionamiento de sistema financiero teniendo en cuenta los siguientes aspectos: el grado de dolarización, la estructura de plazos, el nivel y determinantes de los márgenes brutos del sector, su gestión de riesgos y el nivel de eficiencia técnica.

II.3.1 Elevada dolarización y predominancia de los depósitos de corto plazo

La elevada dolarización del sistema se expresa tanto en los depósitos como en los créditos concedidos. Los gráficos II.10 y II.11, dan evidencia de ello.

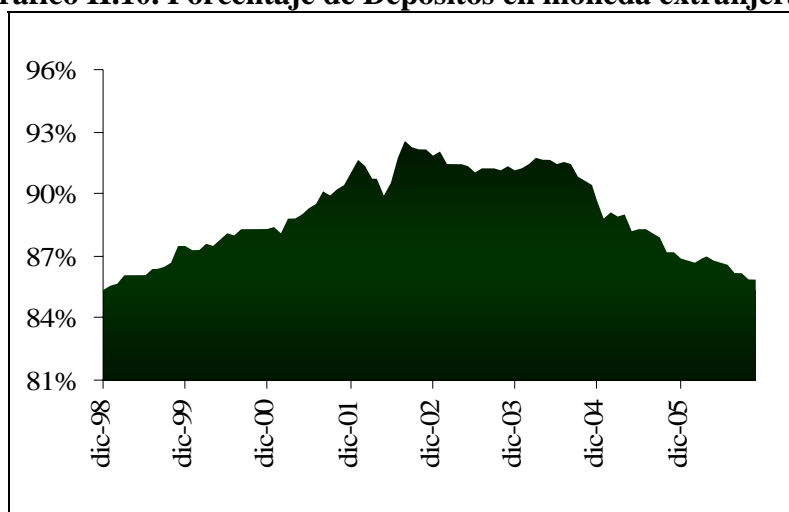
Si bien puede conjeturarse que los altos niveles de inflación son los responsables del alto grado de dolarización de depósitos y créditos, la estabilización de los precios en la década de los noventa no operó en sentido contrario. Por tanto, la estructura de

depósitos en las diferentes monedas no experimentó cambios sustantivos cuando la inflación descendió, tal como lo evidencian los gráficos.

Si bien en los últimos años se ha reducido el grado dolarización y se ha observado cierta recuperación de la moneda nacional como medio de acumulación, los depósitos en moneda nacional continúan representando una porción reducida (alrededor de 15%).

Esta estructura de los depósitos evidencia importantes vulnerabilidades y constituye una limitación al canal crediticio restringiendo la expansión del crédito en moneda nacional. No obstante, la dolarización en los créditos no es tan acentuada como en los depósitos. Se debe tener en cuenta que más de la mitad del crédito en moneda nacional está dirigido al financiamiento de las familias, y que en este segmento de mercado la participación de la banca pública es muy significativa.

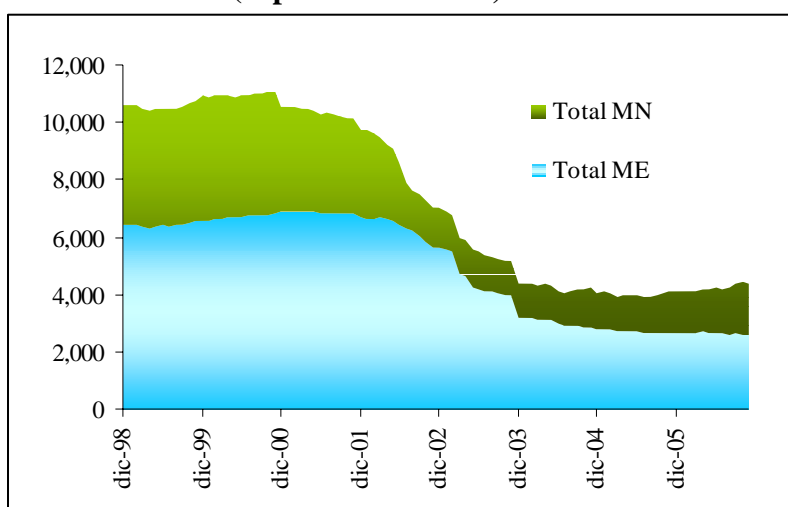
Gráfico II.10. Porcentaje de Depósitos en moneda extranjera a/



Nota: a/ No incluye IFEs. Datos a Nov.2006.

Fuente: Elaboración en base a datos de la SIIF, BCU.

Gráfico II.11. Crédito total al Sector No Financiero por monedas (expresado en USD) a/



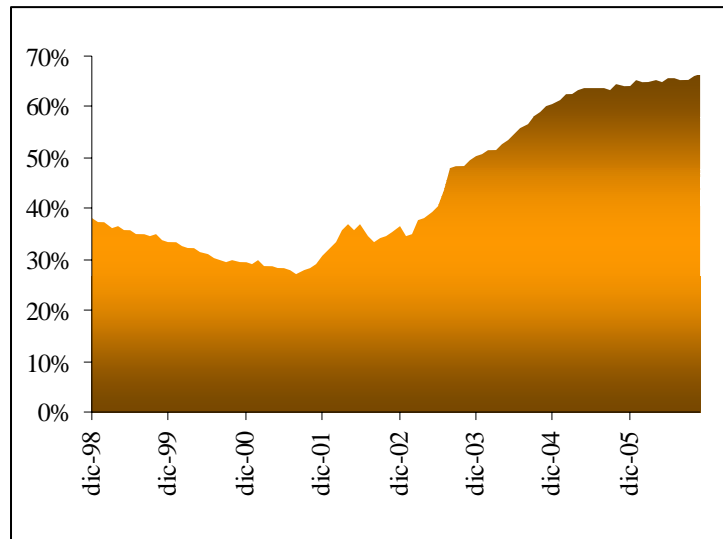
Nota: a/ No incluye IFEs. Datos a Nov.2006.

Fuente: Elaboración en base a datos de la SIIF, BCU.

Por otra parte, el elevado grado de dolarización limita el rol del Banco Central como prestamista en última instancia del sistema ante problemas de liquidez. Por lo tanto, el tímido proceso de desdolarización observado en la actualidad contribuirá a disminuir la vulnerabilidad del sistema bancario ante cambios bruscos en los en el valor de la moneda doméstica.

Por otra parte, y en forma más acentuada después de la crisis de 2002, se evidenció una mayor preferencia por parte del público hacia activos bancarios líquidos. Esto ha llevado a una elevada proporción de depósitos a la vista como porcentaje del total, de lo que da cuenta el gráfico II.12. Esta situación supone una mayor vulnerabilidad, ya que genera descalce de plazos de activos y pasivos del sistema, al tiempo que obliga a los bancos a mantener mayores niveles de liquidez debilitando las posibilidades de otorgar crédito. Es importante señalar que a diferencia de lo que ocurre con la composición por monedas, la estructura por plazos no ha mejorado en los últimos años.

Gráfico II.12. Porcentaje de Depósitos a la vista a/



Nota: a/ No incluye IFEs. Datos a Nov.2006.

Fuente: Elaboración en base a datos de la SIIF, BCU.

Licandro y Licandro (2004) señalan: “la crisis financiera que Uruguay vivió en 2002, detrás de su legado de devastación económica y social, dejó bien en claro, como lo hiciera antes la crisis de la deuda de los años ochenta, el tipo de fragilidad que la dolarización le impone a la economía”. Estos autores señalan además otro aspecto de esta fragilidad, aquel asociado a la condición de prestamista en última instancia del Banco Central: el costo de proveer liquidez a los bancos es más alto en dólares que en pesos por el simple hecho de que el Banco Central sólo puede imprimir moneda nacional. Esto ata de manos, y quita instrumentos a las autoridades a la hora de estabilizar la economía ante situaciones de *shocks*.

En suma, la combinación de alto grado de dolarización y de elevada liquidez de los depósitos dificulta significativamente la capacidad del sistema para generar y mantener la oferta de crédito, ya que impone grandes dificultades en el manejo del “descalce” de plazos, al tiempo que aumenta el riesgo cambiario.

II.3.2 Eficiencia y costos operativos

Diversos estudios han caracterizado los costos operativos de la banca y sus conclusiones no siempre son coincidentes. Por ejemplo, Croce y Macedo (1999) analizan el período 1991-1997 y concluyen que existen problemas de economías de escala y de alcance en el sistema. Para un período similar, Tansini y Triunfo (2000) constatan la existencia de

retornos decrecientes a escala para el conjunto de bancos comerciales, y de retornos crecientes para los bancos privados. Encuentran que la eficiencia técnica no varía significativamente al excluir de la muestra al mayor banco (BROU).

A su vez, Croce *et al.* (2000) encuentran economías de escala y complementariedad entre los préstamos a las familias y el crédito corporativo y una fuerte elasticidad de sustitución entre los insumos trabajo y capital físico.

Por último, Ponce y Tansini (2001), quienes evalúan el nivel de eficiencia de 20 bancos privados que tuvieron actividad ininterrumpida entre 1992-1999, arriban a la conclusión de que existen economías de escala crecientes. Los resultados indican que la tendencia decreciente de la eficiencia técnica en el período 1992-1999, se asocia a la operativa de crédito con mayor nivel de dispersión, tanto en clientes como en montos. Por el contrario, la escala operativa de los bancos, así como la capacidad de diferenciar productos, incidirían positivamente sobre la eficiencia técnica promedio de los bancos privados.

No obstante, todos los trabajos disponibles coinciden en marcar que los costos operativos son elevados y tienen una importancia crucial en la determinación de los márgenes bancarios en Uruguay. Sin bien existe controversia en cuanto a la causalidad, debe tenerse en cuenta la existencia de los altos costos salariales originados en la presencia de una fuerte organización sindical en el sector bancario uruguayo, así como en las cargas sociales asociadas a estas remuneraciones.

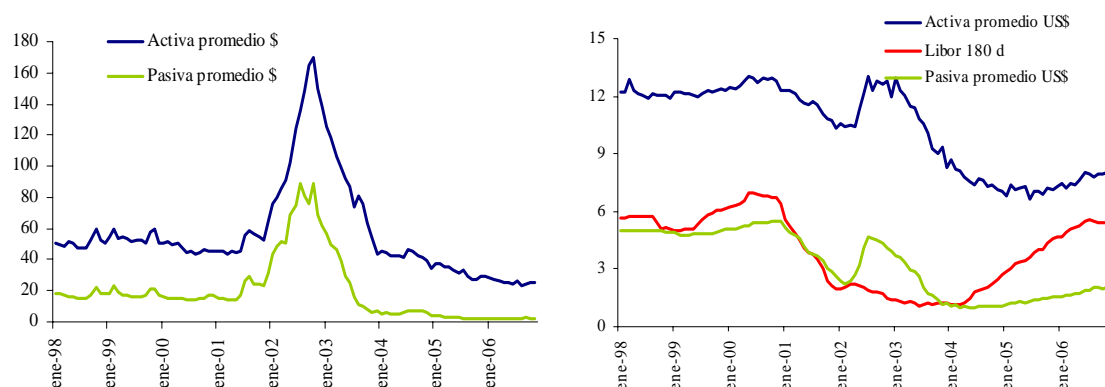
II.3.3 Márgenes y tasas de interés

El análisis de las tasas de interés bancarias basado en la utilización de modelos contables básicos revela la importancia cuantitativa de los márgenes de intermediación para explicar el nivel de las tasas de interés activas de la economía uruguaya.

En particular, el *spread* marginal bruto (gráfico II.13), indica la diferencia entre la tasa de las nuevas colocaciones y las tasas a las que el banco capta nuevos recursos en un determinado momento del tiempo.⁹

Importa entonces preguntarse de qué dependen dichos márgenes en el largo plazo, dado que constituyen un determinante relevante del comportamiento de largo plazo de las tasas de interés. Esta discusión no es independiente de las condiciones de mercado y de funcionamiento del sector analizadas previamente, en el sentido de que las causas de los elevados márgenes en el sistema bancario están estrechamente ligadas a la estructura de mercado del negocio bancario. Dependiendo de cuál sea la caracterización del mismo, se atribuirán las causas de la existencia de beneficios extraordinarios (si el mercado fuera no competitivo) o se pondrá el acento en los altos costos que enfrenta el sistema bancario.

Gráfico II.13. Tasas activas y pasivas promedio, en moneda nacional (izquierda) y en dólares (derecha)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Lorenzo y Tolosa (2000) partiendo de la comprobación de que los márgenes de intermediación bancaria constituyen el único determinante relevante del comportamiento de largo plazo de las tasas de interés en moneda nacional, analizan sus determinantes, concluyendo que éstos dependen negativamente de la inflación y del nivel de depósitos bancarios en el largo plazo, y se asocian positivamente con el nivel

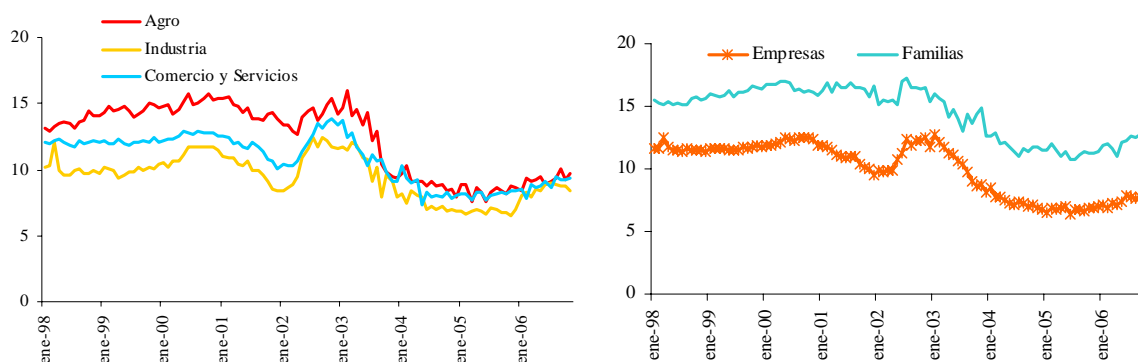
⁹ Se debe distinguir entre el concepto de *spread* marginal y medio. Este último supone considerar la diferencia entre las tasas promedio de todas las operaciones pasivas y activas vigentes, mientras que el primero es una medida de la utilización de una unidad adicional de recursos. La caracterización de neto o bruto, deriva de la consideración o no de los costos de inmovilización de los encajes obligatorios. Como señalan Lorenzo y Tolosa (2000), cada una de las definiciones posee fines específicos y no ofrecen una descripción acabada del funcionamiento del sistema bancario.

de dolarización. Descartan, a su vez, que los salarios del sector y el margen del Banco República tengan un efecto significativo en el largo plazo sobre los márgenes de intermediación financiera, contradiciendo la creencia de que los altos costos derivados de las cargas salariales o la propia dinámica del mayor banco de plaza determinarían estos márgenes.

La inflación tiene efectos contrapuestos sobre la operativa bancaria. Por un lado, influye positivamente en la medida en que los depósitos a la vista pagan un interés muy reducido o nulo, provocando que los bancos “recauden” impuesto inflacionario sobre sus depósitos, y de que en un contexto inflacionario pierden peso relativo los depósitos a plazo fijo a favor de los depósitos en caja de ahorro y a la vista, lo que origina un descenso de la tasa pasiva promedio, generando una mejora del resultado financiero de los bancos. Como contrapartida, la elevada inflación genera un mayor costo financiero para los bancos por los encajes inmovilizados que deben mantener obligatoriamente en moneda nacional, al tiempo que genera un entorno económico más inestable, que redundaría en un incremento del riesgo de las inversiones y genera un incentivo de los bancos al aumento de los márgenes para cubrirse de dicho riesgo. Respecto al efecto neto de la inflación sobre la rentabilidad existe cierto consenso de que es negativo, como lo evidencian Lorenzo y Tolosa (2000).

Por su parte, la elevada dolarización de las carteras influye positivamente sobre los márgenes bancarios. Dado que el margen operativo en moneda nacional es claramente superior al correspondiente en moneda extranjera, la dolarización de las carteras bancarias provocó una baja de la rentabilidad del sector, que afectó los resultados financieros de los bancos. Esto generó un incentivo a que éstos incrementen sus márgenes operativos. Cabe señalar, que si bien los altos niveles de inflación contribuyeron a explicar el alto grado de dolarización en la década de los 80, el descenso de la inflación ocurrido en los 90 no tuvo el efecto contrario (debido a la asimetría del comportamiento del público respecto a sus tenencias en moneda nacional en función de la evolución de la inflación). Como consecuencia, la estructura de depósitos en las diferentes monedas no experimentó cambios sustantivos cuando la inflación descendió y, por lo tanto, no mejoró el margen promedio.

Gráfico II.14. Tasas activas promedio en dólares, según sectores de actividad (izquierda) y mercados (derecha)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

El hecho de que los márgenes de intermediación financiera (y por ende las tasas de interés) estén estrechamente ligados a los niveles de inflación, indica que la política de estabilización llevada adelante en los 90 se tradujo en una elevación del nivel de equilibrio de los márgenes y de la tasa de interés activa en moneda nacional. La reducción de la inflación no se ha reflejado en un menor costo del crédito en moneda nacional, ni ha influido por esta vía positivamente en la inversión. Paralelamente, el desincentivo hacia la expansión de las colocaciones en moneda nacional (que se deriva de los elevados márgenes), actuó negativamente sobre la remonetización de la economía. A su vez, el comportamiento no lineal del público respecto de sus tenencias en moneda nacional dada la evolución de la inflación, implicó que a pesar de la estabilización de la inflación, no se haya verificado una reducción de los márgenes de intermediación, y por tanto de las tasas de interés de las colocaciones, afectando el grado de monetización de la economía.

II.3.4 Indicadores financieros de los bancos

La revisión de algunos indicadores financieros usuales, permite dar cuenta de la dependencia del desempeño del sistema bancario respecto de las condiciones macroeconómicas y del ciclo de actividad en particular, contribuyendo a profundizar (en lugar de mitigar) sus fluctuaciones.

En el cuadro II.15, se presenta la evolución entre 1996 y 2005 de dos indicadores financieros usualmente utilizados en la literatura: el ratio entre obligaciones y

patrimonio, y el de obligaciones y créditos vigentes.¹⁰ La información se presenta discriminadamente según se trate de instituciones bancarias privadas o públicas, dado el peso relativo de estas últimas en el sistema. En los diez años analizados la economía atraviesa una primera fase de expansión que tiene su punto máximo en el año 1998. Desde entonces se produce una desaceleración de la actividad y, a partir de año 2001, la economía ingresa en una fase recesiva cuyo mínimo se ubica en el año 2002. Luego comienza la recuperación y en el año 2005 la economía ya se encuentra por encima de la tendencia de largo plazo.

La evolución que se presenta en el cuadro permite percibir el fuerte empeoramiento de los indicadores financieros a partir del año 2001. La banca privada, comienza mostrar estos signos antes que la pública, a quien la crisis afecta recién a partir del año 2002. Téngase en cuenta, además, como ya se mencionó, que a la mayor debilidad del sistema bancario, se agregó su reducción, tanto en número de instituciones como en la extensión de su red física.

Cuadro II.15 Indicadores financieros del sistema bancario. Años 1996 a 2005

Bancos Oficiales	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>leverage=oblig/patrimonio</i>										
promedio	2.4	2.8	3.0	3.1	4.9	8.0	10.4	40.5	9.3	18.2
promedio ponderado	3.2	3.7	4.2	4.1	6.1	8.3	16.2	22.1	12.1	13.7
desvío estándar	2.4	2.8	3.1	3.0	4.0	1.2	9.6	33.3	5.2	8.6
<i>ratio=oblig/créditos vigentes</i>										
promedio	1.0	1.1	1.0	1.1	1.5	2.0	1.8	2.7	2.9	3.3
promedio ponderado	1.3	1.3	1.3	1.3	1.6	2.0	2.7	3.5	3.2	3.8
desvío estándar	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.2	1.4	1.4	0.6	0.9
Bancos Privados	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>leverage=oblig/patrimonio</i>										
promedio	17.2	18.3	18.6	13.1	13.0	12.3	9.0	11.0	9.8	8.9
promedio ponderado	19.3	19.5	26.8	15.5	14.2	11.2	6.2	13.4	11.0	10.3
desvío estándar	25.3	31.6	34.2	11.8	6.5	7.5	9.2	12.7	5.7	4.5
<i>ratio=oblig/créditos vigentes</i>										
promedio	2.0	2.2	2.0	2.1	2.6	2.8	2.6	3.3	3.1	2.9
promedio ponderado	1.8	1.7	1.6	1.7	1.9	1.8	2.6	4.0	3.2	3.0
desvío estándar	1.2	2.7	2.0	2.1	12.2	1.9	1.5	1.3	1.4	1.6

Nota: el promedio ponderado se realizó en función de su participación en el mercado correspondiente.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Como se aprecia en el cuadro, los indicadores promedio simple son persistentemente peores que los respectivos ponderados. Esta discrepancia revela que en su conjunto las instituciones con menor incidencia relativa en los mercados correspondientes, poseen peores índices financieros que las de mayor participación.

¹⁰ Estos indicadores pretenden dar cuenta de la proporción de los activos que ha sido financiada con

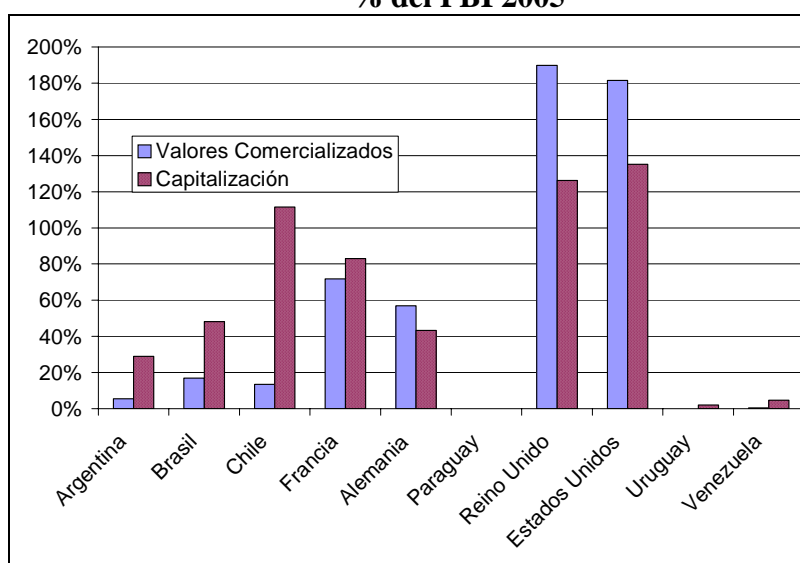
Al empeoramiento de los índices, a partir de la crisis, se sumó el aumento de su dispersión, lo cual se puede percibir a través del indicador de desviación estándar, que se eleva significativamente entre los años 2001 a 2003, a pesar de que el número de instituciones se reduce notablemente, desapareciendo, literalmente las de peor desempeño. A partir del año 2004, se produce, en particular en la banca privada, una apreciable mejoría de los indicadores financieros, que en el caso de la banca pública es menos evidente.

En suma, la evolución que evidencian los indicadores financieros de los bancos revela que la debilidad del sistema ha impedido que ejerciera un rol de proveedor de financiamiento del crecimiento. Por el contrario éste ha contribuido a acentuar las fuertes fluctuaciones de la economía uruguaya, siendo un destino de recursos públicos, más que una fuente de fondos en las épocas de crisis.

III. EL SUBDESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES

A Uruguay se lo puede considerar como un país virtualmente sin mercado de valores, al igual que sus socios del MERCOSUR Paraguay y Venezuela (véase gráfico III.3). Los valores privados (acciones) transados en el mercado de valores uruguayo en el año 2005 son insignificante en relación al PBI, mientras la capitalización del mercado alcanza el 2% del PBI.

Gráfico III.1. El mercado de valores en países seleccionados, % del PBI 2005



Nota: los valores graficados corresponden a los valores comercializados (en acciones) en el año 2005 en el Mercado de Valores como proporción del PBI y la capitalización como proporción del PBI. El valor comercializado para Uruguay es 0,0001%, para Paraguay 0,047% y para Venezuela 0,45%. No hay dato de capitalización del mercado para Paraguay.

Fuente: Banco Mundial. *Financial structure database*. Revisión 2006.

El mercado está organizado entorno a dos bolsas de valores, la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y la Bolsa Electrónica de Valores S.A (BEVSA). Según información del Banco Central del Uruguay, a fines de diciembre de 2006, solo 14 compañías están registradas para cotizar acciones en la BVM (la única que opera con acciones). Por otro lado, 26 son las compañías que participan en el mercado de deuda privada, ofreciendo títulos de deuda, pero 11 se encuentran suspendidas. Por su parte, existen 16 certificados de depósitos emitidos por bancos comerciales. Estos datos dan una idea clara del escaso desarrollo del mercado de valores.

A continuación se aborda la discusión del subdesarrollo del mercado de valores uruguayo en base a tres trabajos recientes (Banco Mundial, 2006, De Brum *et al.*, 2006 y Oddone *et al.*, 2006).

III.1 El Mercado de valores uruguayo

Los siguientes cuadros brindan un panorama general sobre la dimensión del mercado de valores uruguayo y su estructura. La primera conclusión, que ya habíamos adelantado oportunamente, es que el mercado de valores está subdesarrollado, aún para los estándares latinoamericanos. Las empresas no financieras que han realizado nuevas emisiones de valores en el mercado de capitales han oscilado entre 3 y 5 desde el año 2000, y el máximo monto emitido en estos años por dichas empresas no supera los 85 millones de dólares. Aún considerando a todas las empresas y la última década, encontramos que el máximo monto de emisión se encuentra en 211,7 millones de dólares, en el año 1997, lo que representa apenas el 1% del PBI de dicho año.

Si bien en el cuadro III.1 no se realiza una desagregación por tipo de moneda, en general más del 90% del monto total emitido es en dólares estadounidenses. Lo que nuevamente muestra el alto grado de dolarización de la economía uruguayo.

El cuadro III.2 da una visión global sobre la operativa del mercado de valores, tanto en el mercado primario como en el secundario. La principal conclusión es que la operativa está mayoritariamente concentrada en valores del sector público, a excepción de la operativa de la BEVSA. El hecho de que la operativa de la BEVSA este concentrada en papeles privados se debe en parte a un factor coyuntural y posterior a la crisis del 2002: la operativa con certificados de depósito. La retención temporal de depósitos en el BROU y la habilitación a canjearlos por certificados de depósito dio un empuje muy importante a las transacciones de estos valores. Si se excluyen los certificados de depósito, la (reducida) operativa en el mercado primario en la BEVSA está nuevamente concentrada en papeles públicos.

Cuadro III.1. Nuevas emisiones realizadas en el mercado de valores 1997-2006

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
No de Emisiones	30	10	18	15	13	7	9	9	6	4
No de Empresas Emisoras	27	8	12	6	6	4	5	5	4	4
Empresas financieras	4	2	2	1	1	0	1	1	0	1
Empresas extranjeras	3	0	2	1	0	0	0	0	0	0
Empresas no financieras	20	6	8	4	5	4	4	4	4	3
Total emitido/PBI	1,0%	0,2%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,8%	1,6%	0,2%	0,3%
Total emitido (1+2+3+4) (millones de US\$)	211,7	55,1	169,2	108,2	76,1	37,0	87,1	209,8	32,7	63,5
1. Acciones (emp. no finan.)	0,0	10,3	14,3	0,0	17,1	0,0	34,0	0,0	0,0	0,0
2. Fideicomiso (emp. no finan.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,2	0,0
3. Bonos corporativos	211,7	24,8	132,4	30,2	29,0	11,0	15,8	22,5	7,5	63,5
Empresas financieras	42,0	6,9	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	48,5
Empresas extranjeras	65,0	0,0	50,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas no financieras	104,7	17,9	72,4	25,2	29,0	11,0	15,8	22,5	7,5	15,0
4. Otros valores	0,0	20,0	22,6	78,0	30,0	26,0	37,4	187,4	0,0	0,0
Empresas financieras	0,0	20,0	22,6	78,0	30,0	0,0	2,4	161,9	0,0	0,0
Empresas no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,0	35,0	25,5	0,0	0,0

Nota: se utilizaron estimaciones del PIB para el año 2006.

Fuente: Datos del BCU hasta el 30 de noviembre de 2006, se agrega emisión de Central Lanera en diciembre de 2006 por US\$ 3 millones, fuente: pagina web de la Bolsa de Valores de Montevideo.

Cuadro III.2. Volumen de operaciones en el Mercado de Valores (cifras en millones de USD)

	2003	2004	2005	2006 (a)
OPERATIVA DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA	4791	4503	4757	5234
1. MERCADO PRIMARIO	3799	3244	3420	4585
1.1 BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO (BVM)	6	36	16	10
Sector Público	0	25	0	0
Sector Privado	6	11	16	10
1.2 BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES SA (BEVSA)	359	811	1128	2799
Sector Público	1	91	31	43
Sector Privado	358	720	1097	2757
Certificados de depósito	345	711	1095	2757
Otros	13	9	2	0
1.3 EMISIONES FUERA DE BOLSA	3434	2398	2277	1776
Sector Público	3365	2394	2261	1776
Sector Privado	70	4	15	0
2. MERCADO SECUNDARIO	992	1259	1337	650
2.1 BVM	566	639	584	266
Sector Público	547	597	529	223
Sector Privado	5	28	26	12
Valores Soberanos Extranjeros	14	15	30	30
2.2 BEVSA	427	619	753	384
Sector Público	412	613	753	381
Sector Privado	15	6	0	3
CIRCULANTE DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA (b)	6599	7572	8894	7024
Sector Público	6156	6972	8183	6716
Sector Privado	443	600	711	307

Notas: (a) enero-noviembre de 2006, (b) promedio en el año.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central del Uruguay.

Observando ahora sólo papeles de deuda, la información del cuadro III.3 reafirma la conclusión de que gran parte de la operativa en el mercado de valores gira entorno a papeles emitidos por el gobierno. A excepción de los años 2000 y 2001, las operaciones en el mercado secundario de deuda están virtualmente monopolizadas por las transacciones de deuda pública, las que en promedio han representado el 95% del total de transacciones.

Cuadro III.3. Transacciones en el mercado secundario de deuda (millones de USD)

Año	Deuda del Sector Público				Deuda del S. Privado		Total	S. Púb./ Total
	Deuda del Gobierno (incl. BCU) según jurisdicción de la emisión				Total	Total		
	Uruguay	Extranjero	Subtotal	Otros	S. Público	S. Privado		
1998	741,4	1041,1	1782,5	6,2	1788,7	107,2	1895,9	94%
1999	358,7	190,7	549,4	10,0	559,4	144,4	703,8	79%
2000	308,2	281,9	590,1	8,5	598,6	195,8	794,4	75%
2001	473,0	802,7	1275,7	30,9	1306,6	102,4	1409,0	93%
2002	450,1	539,3	989,4	12,1	1001,5	82,3	1083,8	92%
2003	329,4	592,2	921,6	0,0	921,6	30,3	951,9	97%
2004	468,1	705,7	1173,8	36,0	1209,8	48,7	1258,5	96%
2005	543,2	724,4	1267,6	14,3	1281,9	55,2	1337,1	96%

Fuente: De Brum et al. (2006), cuadro 2.1.

III.2 Posibles causas del subdesarrollo del mercado de valores

III.2.1 Problemas de escala

Según datos proporcionados por Banco Mundial (2006)¹¹ el país contaba en el año 2003 con solo 427 empresas grandes (de más de 100 empleados) y con 2.298 empresas medianas (de entre 21 y 100 trabajadores). Estos números son importantes, ya que en Uruguay solo las empresas medianas o grandes emiten títulos de deuda en la bolsa de valores, como surge de los datos presentados en el cuadro III.5.

Una característica adicional de las empresas uruguayas es que el 75% de las mismas son empresas familiares, lo que genera, como veremos más adelante, algunas dificultades para la participación en el mercado de valores.

¹¹ Datos basados en la Encuesta de Actividad Económica 2003 del Instituto Nacional de Estadísticas de Uruguay

**Cuadro III.4. Cantidad de empresas en Uruguay según tamaño, 2003
(N= número de empleados)**

Micro (N<6)	Pequeña (5<N<21)	Mediana (20<N<101)	Grande (N>100)	Todas
129.074	11.663	2.298	427	143.462
90,0%	8,1%	1,6%	0,3%	100%

Fuente: Banco Mundial (2006).

Cuadro III.5. Tamaño de las empresas no financieras emisoras de deuda en Uruguay, 2006

Empresa	Fecha	No. de Ocupados
BALUMA	30/06/2006	1369
FANAPEL	30/11/2005	422
DIVINO	30/06/2005	353
PAPELERA MERCEDES SA	31/12/2005	345
FIBRATEX	31/03/2006	327
ALUMINIOS DEL URUGUAY	30/06/2006	210
INDUSTRIA SULFÜRICA SA	30/06/2005	162
COMPAÑÍA SALUS	30/06/2006	109
PINTURAS INDUSTRIALES SA	30/09/2005	73
GRALADO SA	31/10/2005	55
CITRICOLA SALTEÑA SA	30/06/2006	48

Fuente: Oddone et al. (2006).

El que sólo empresas medianas y grandes participen en el mercado de valores es consecuencia, al menos en parte, de los costos asociados a las emisiones de deuda. Como se puede observar en el cuadro III.6, los costos asociados a una emisión de bonos corporativos son decrecientes con el tamaño de la emisión. Por tanto, las empresas más grandes son las que tienen mejores condiciones para emitir deuda en el mercado de valores, y probablemente son las únicas que pueden emitir a un costo menor que el de otras fuentes alternativas de financiamiento. Esta hipótesis parece tener confirmación en datos generados por De Brum *et al.* (2006) (los que se muestran en la próxima sección).

Sin embargo, no se puede afirmar que los costos de emisión de bonos corporativos en Uruguay sean excesivos en términos comparativos con otros países Latinoamericanos con mayor grado de desarrollo en el mercado de capitales, tal como lo deja en evidencia los datos presentados en el cuadro III.7.

Cuadro III.6. Costo de la emisión de un bono corporativo estándar en Uruguay

	Emisión (millones de USD)				
	1,5	3	10	20	50
Costos Totales (miles de dólares)	66,75	118,5	360	690	1440
Costos como % de la emisión	4,5%	4,0%	3,6%	3,5%	2,9%

Fuente: De Brum et al. (2006).

Cuadro III.7. Costo de la emisión de un bono corporativo estándar en países Latinoamericanos

	Emisión (millones de USD)		
	10	20	50
Brasil	n.d.	4,2%	2,8%
Chile	4,8%	4,2%	2,9%
México	n.d.	2,0%	1,6%
Uruguay	3,6%	3,5%	2,9%

Fuente: De Brum et al. (2006).

Cabe asimismo señalar que aún cuando el tamaño de las empresas puede ser un factor importante a la hora de la participación en el mercado de valores, claramente no es suficiente para explicarla, ya que aún restringiendo el universo de los potenciales participantes a las empresas más grandes, estas son 427, y como hemos visto, el número de las empresas con participación activa en la bolsa de valores es menor a 20.

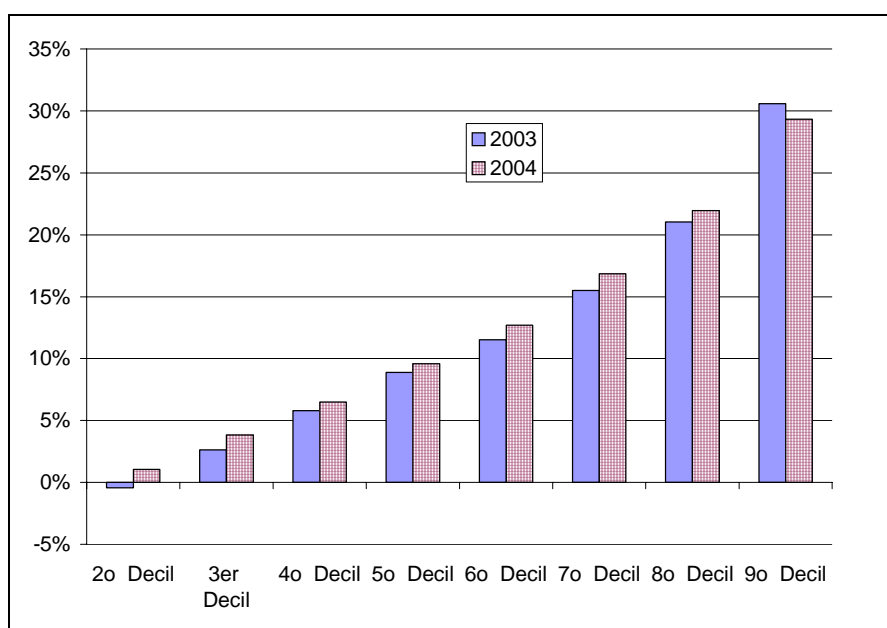
III.2.2 Baja rentabilidad de los proyectos de inversión y ventajas de fuentes alternativas de financiamiento

La mediana de la rentabilidad de las empresas uruguayas¹² es relativamente baja, Gili e Ignatov (2006) reportan una tasa mediana del 9,6% para el año 2004 (véase gráfico III.2), mientras que De Brum et al. (2006) reportan un 6,5% para el mismo año.¹³ En cualquier caso, la rentabilidad de la empresa que está en la mitad de la distribución, parece relativamente baja, si se la compara con el costo financiero del endeudamiento.

¹² Definida como resultado operativo/activos.

¹³ No está claro como Gili e Ignatov (2006) definen la muestra, pero sí se sabe que ésta está compuesta por empresas de tamaño medio y grandes. De Brum et al. (2006) trabajan con datos de una encuesta realizada a empresas de más de 50 trabajadores, es decir, medianas y grandes.

Gráfico III.2. Rentabilidad de las empresas uruguayas



Nota: La Rentabilidad se define como Resultado Operativo/Activos.

Fuente: Gili e Ignatov (2006).

Como marco de referencia, la tasa promedio de préstamos bancarios en dólares a empresas, a un año de plazo, fue de 6,8% y de más de un año de plazo de 9,2%, en el año 2004. Por su parte, las empresas que emitieron bonos corporativos en el año 2004, pagaron tasas de interés que oscilaron entre un 5,3% (a un año) y el 7% a plazos mayores en dólares (en algunos casos con tasas variables). A estas cifras hay que sumarle los costos de las emisiones que como vimos en el cuadro III.6 están en el entorno del 4% para montos menores de 10 millones de dólares, por lo cual tendríamos un costo final del financiamiento vía bonos del orden del 9% al 11% en dólares. Por su parte, Lecueder (2006) estima que los eventuales inversores en acciones pretenden una rentabilidad de al menos 12%.

Por tanto, la baja rentabilidad de las empresas uruguayas en términos relativos a los costos del financiamiento puede ser un factor adicional que explica la no participación en el mercado de valores. Esto parece ser particularmente válido para aquellas que tienen una escala suficiente como para acceder al mercado de valores, es decir las de tamaño medio y grande.

Datos de la encuesta realizada por De Brum *et al.* (2006) a empresas de tamaño medio y grande indican que estas prefieren financiarse con créditos de proveedores antes que recurrir al mercado de valores y al sistema bancario (véase cuadro III.7).

Cuadro III.7. La mejor alternativa financiera acorde a diferentes criterios

	Créditos de pro- veedores	Fuera de		Total	
		En Uruguay	Uruguay		
	Bancos	Bonos	Bancos	Bonos	
Costos relacionados a la divulgación de información	77	8	1	1	13 100
Costos adicionales	72	9	2	2	14 100
Tasa de interés	68	12	2	3	15 100
Posibilidad de renegociación	68	9	1	1	21 100
Tratamiento impositivo	58	19	7	2	14 100
Prestamos en moneda nacional	56	29	1	0	14 100
Alternativas de indexación	53	29	6	1	11 100
Tamaño del mercado potencial relativo a las necesidades financieras de la empresa	38	31	6	9	16 100
Prestamos de largo plazo	15	42	20	12	10 100

Nota: la suma de las columnas puede no totalizar 100 por efecto del redondeo.

Fuente: De Brum *et al.* (2006).

Expuestos a 5 alternativas de financiamiento según distintas propiedades de estas, surge claramente que los costos de financiamiento son uno de los principales factores que lleva a las empresas a financiarse con créditos de proveedores. El que el crédito de proveedores sea más barato que los alternativos puede tener que ver con la falta de transparencia en la información sobre las empresas en Uruguay, sobre la cual volveremos más abajo. Ante esta realidad, los proveedores tienen una ventaja informativa sobre otros agentes en el mercado (pueden inferir por ejemplo los niveles de venta) lo que les permite evaluar con mayor certeza el riesgo asociado a la inversión.

El financiamiento mediante crédito de proveedores también tiene ventajas en casi todas las otras dimensiones, a excepción del plazo al que se otorgan. Esto explica porque el endeudamiento medio con proveedores alcanza casi el 28% del pasivo de las empresas en la muestra utilizada en De Brum *et al.* (2006).

Los préstamos bancarios obtenidos en Uruguay son claramente preferidos a los bonos emitidos en Uruguay (prácticamente ninguna empresa uruguaya tiene la posibilidad de emitir bonos en el exterior) tal como surge del cuadro III.7. Los primeros parecen ser mejores en todas las dimensiones consideradas allí. Esta evaluación favorable hacia las

deudas bancarias es seguramente uno de los factores que explica porque en la muestra de De Brum *et al.* (2006), en promedio, el 26% de los pasivos de las empresas están referidos a deudas bancarias, mientras que solo el 0,6% esta referido a la emisión de bonos. Dicho de otra forma, explica la baja participación de las empresas como emisoras en el mercado de valores.

III.2.3 Efecto desplazamiento de la deuda pública

Al inicio de esta sección veíamos la importancia que tiene la deuda pública en las transacciones del mercado de valores. Esto plantea la interrogante sobre el posible papel de esta en el subdesarrollo del mercado, a través de un efecto desplazamiento del crédito al sector privado.

Sin embargo, como bien señalan De Brum *et al.* (2006), el efecto potencial es ambiguo. Por una parte, es claro que si los recursos financieros excedentes son escasos, mayores emisiones de deuda deberían impactar sobre el costo del capital para el sector privado, pero por otro lado, tiene efectos positivos al representar un punto de referencia para las emisiones de títulos privados. Evidencia presentada por De Brum *et al.* (2006) indica que los empresarios evalúan como neutral la participación del sector público en el mercado de valores, considerando que esta intervención no tiene efectos ni positivos ni negativos.

III.2.4 Problemas de información sobre el mercado e instrumentos

Según datos de una encuesta reciente a empresarios, diseñada por De Brum *et al.* (2006), la mayor parte de ellos no tienen conocimiento suficiente de cómo es la operativa con Bonos y Fideicomisos (73% y 77% respectivamente). El grado de desconocimiento no es homogéneo a través de los distintos sectores de actividad, pero en cualquier caso las empresas que no tienen conocimiento suficiente, siempre superan el 55% del sector. Por su parte, las empresas con participación de capital extranjero parecen estar más informadas sobre la operativa con este tipo de instrumentos.

Cuadro III.8. Conocimiento de los instrumentos del mercado de valores

	Bonos (ON)		Fideicomisos	
	Casos	% del total	Casos	% del total
<i>Suficiente</i>	125	27	105	23
Algo	184	40	197	42
Nada	154	33	161	35
Total	463	100	463	100

Fuente: De Brum *et al.* (2006)

La falta de información puede provenir tanto del lado de la demanda como del lado de la oferta. Del lado de la demanda, existe un escaso nivel de profesionalización de los mandos directivos de las empresas, en parte debido a la característica familiar de la mayor parte de las empresas uruguayas. Del lado de la oferta, las bolsas de valores uruguayas no tienen programas de divulgación y formación destinados a empresarios y otros agentes relevantes del mercado. Sin dudas, en este aspecto tanto el Estado como las principales instituciones del mercado (en especial las bolsas de valores) tienen un papel clave a cumplir.

Un punto interesante a resaltar, es que el grado de desconocimiento sobre el mercado financiero parece estar correlacionado con el grado de transparencia que las empresas están dispuestas a tener en la divulgación de la información corporativa. Sin embargo, la causalidad no está clara. Por una parte puede suceder que el deseo de mantener información reservada, aleje a determinadas empresas del mercado de valores, y de aquí su desconocimiento sobre instrumentos específicos. También es posible que el desconocimiento y la no participación en el mercado de valores hagan innecesaria la mayor divulgación de información. En la próxima sección volveremos sobre el tema de la transparencia en la divulgación de la información de las empresas uruguayas, el que parece ser clave para explicar el subdesarrollo del mercado de valores.

Cuadro III.9. Conocimiento de los instrumentos por sector de actividad y origen del capital

	Conocimiento sobre					
	Bonos (ON)			Fideicomisos		
	Suficiente	Algo	Nada	Suficiente	Algo	Nada
Manufactura	34	37	29	22	46	32
Construcción	0	100	0	0	100	0
Comercio	27	33	40	20	40	40
Restoranes y Hoteles	45	18	36	36	9	55
Transporte y Comunicaciones	22	50	28	19	56	25

	Conocimiento sobre					
	Bonos (ON)			Fideicomisos		
	Suficiente	Algo	Nada	Suficiente	Algo	Nada
Estado (real) y otros	17	40	43	10	48	43
Servicios educativos	7	37	56	7	35	57
Servicios de salud	21	54	25	40	44	16
Origen del capital						
Nacional	25	41	34	22	43	35
Extranjero (+ del 20%)	39	32	28	27	38	35

Fuente: De Brum et al. (2006)

Cuadro III.10. Predisposición a publicar información en base a conocimiento de los instrumentos

Conocimiento/ Predisposición	Suficiente	Algo	Nada	Total
Si, seguro	51	31	21	33
Si, probablemente	26	35	30	31
No, probablemente	19	26	29	25
No, seguro	5	8	20	11
Total	100	100	100	100

Fuente: De Brum y et al. (2006).

III.2.5 Problemas de gobierno corporativo

En un reciente estudio del Banco Mundial (2006) se evalúa en qué grado el Uruguay cumple con los principios de buen gobierno corporativo¹⁴ de la OCDE, los resultados se resumen en el siguiente cuadro junto a los resultados de 4 estudios anteriores (Banco Mundial, 2003a, 2003b, 2003c y 2004), para Chile, México, Perú y Colombia. Cada principio es evaluado en la siguiente escala: observado (5), mayoritariamente observado (4), parcialmente observado (3), mayoritariamente no observado (2) y no observado (1). A efectos de poder sintetizar la información en un único índice hemos introducido el código numérico señalado entre paréntesis.

El primer punto a destacar es que Uruguay aún teniendo entre 2 y 3 años de “ventaja” con respecto a los otros países latinoamericanos contra los cuales se lo compara (el informe para Uruguay fue realizado en el año 2006, mientras que para los otros países

¹⁴Los principios de gobierno corporativo se definen como el conjunto de reglas y prácticas que gobiernan la relación entre los administradores y los accionistas de las corporaciones, así como con grupos de interés como los empleados o acreedores (OCDE 2004).

en los años 2003 y 2004), califica por debajo de estos en materia de principios de buen gobierno corporativo (si tomamos en cuenta el índice general). Aún tomando en cuenta los ítems 1-5 en forma separada, Uruguay continúa calificando último en los principios 1 y 3-5, solo presenta una mejora en el ranking en el principio de tratamiento equitativo de los accionistas, ocupando en este caso el tercer lugar, por detrás de Chile y México.

Los problemas más agudos se presentan en los principios 1 y 5, de garantías de los derechos de los accionistas y en las responsabilidades de la junta directiva, donde el juicio global se encuentra entre mayoritariamente no observado y parcialmente observado. Esto significa que los derechos de los accionistas no están bien definidos y las responsabilidades que deberían tener las juntas directivas no han sido correctamente especificadas.

Es interesante observar que el 40% de las puntuaciones con valor 2 (principio mayoritariamente no observado), están en principios referidos a la transparencia y divulgación de la información, véanse los puntos 1.4, 2.2, 3.4 y 4.1. Es más, el principio general de transparencia y divulgación de la información (principio 4) ha sido calificado con 2,8, lo que significa que en promedio no llega a ser parcialmente observado.

Las causas de esta falta de transparencia pueden encontrarse en diversos factores, tal como lo señala Oddone *et al.* (2006, p.21), entre ellos están: 1. escasos requerimientos de información para empresas no emisoras y la poca predisposición de las empresas a entregarla; 2. el desigual cumplimiento con los requisitos por parte de las empresas emisoras; 3. la debilidad institucional de los órganos fiscalizadores; 4. la falta de exigencia de la difusión de información de los intermediarios, 5. así como debilidades relativas a los procesos de supervisión de éstos.”

Cuadro III.11. Grado de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo de la OCDE

Principios	Chile	México	Perú	Colombia	Uruguay
PROMEDIO DE LOS PRINCIPIOS (1)	3,6	3,5	3,0	2,8	2,5
1. Derechos de los accionistas (2)	4,0	3,0	3,3	2,5	2,5
1.1 Derechos básicos de los accionistas	4	4	4	4	3
1.2 Derecho de participar en decisiones fundamentales	5	3	4	3	3
1.3 Derechos en las reuniones anuales	4	3	3	3	3
1.4 Control desproporcionado en la divulgación de información	3	3	3	2	2

1.5 Condiciones de control para la normal operativa	4	4	3	2	2
1.6 Costo/beneficio de votar	4	1	3	1	2
2. Tratamiento equitativo de los accionistas	3,7	3,3	2,3	2,0	2,7
2.1 Todos los accionistas deben ser tratados igual	4	3	3	3	3
2.2 Prohibir el abuso de información	3	4	2	2	2
2.3 La Junta y los Administradores divulgan sus intereses particulares	4	3	2	1	3
3. Rol de los grupos de interés (3) en el gobierno corporativo (4)	4,0	4,3	3,8	4,3	3,0
3.1 Respeto a los derechos de los grupos de interés	4	4	4	5	3
3.2 Reparar la violación de derechos	3	4	4	3	4
3.3 Mejora del funcionamiento	4	4	3	4	3
3.4 Acceso a la información	5	5	4	5	2
4. Divulgación de información y transparencia (4)	3,3	3,8	2,8	3,0	2,8
4.1 Estándares de divulgación	3	4	3	3	2
4.2 Estándares de rendición de cuentas y auditoria	3	3	3	2	3
4.3 Auditoria anual independiente	3	3	2	2	3
4.4 Justa y oportuna divulgación	4	5	3	5	3
5. Responsabilidades de la Junta Directiva	3,3	3,5	2,8	3,0	2,4
5.1 Actuar con diligencia y cuidado	3	3	3	3	3
5.2 Tratar justamente a todos los accionistas	3	3	2	2	2
5.3 Asegurar el cumplimiento de la ley (5)	4	4	4	4	2
5.4 La Junta debería realizar ciertas funciones clave	3	3	3	2	2
5.5 La Junta debería ser capaz de ejercer un juicio objetivo	3	3	2	2	2
5.6 Acceso a la información	4	5	3	5	3

Notas: (1) Promedio de los 23 subítems. El orden de los países no se altera si se hace el promedio de los ítems 1, 2, 3, 4 y 5, los valores serían en este caso: 3,7, 3,6, 3,0, 3,0 y 2,7.

(2) En el formulario del año 2006 se incluye una categoría más en este concepto.

(3) *Stakeholders*: personas o grupos de personas con intereses directos o indirectos en la empresa, como ser sindicatos, acreedores, etc.

(4) En el formulario 2006 se incluyen 2 categorías adicionales en este concepto.

(5) En el formulario 2006 es cumplir con los mayores estándares éticos (no solo con la ley).

Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial (2003a,b,c), Banco Mundial (2004) y Banco Mundial (2006).

Para finalizar esta subsección creemos interesante reproducir el juicio que hace el Banco Mundial (2006) sobre el mercado de capitales de Uruguay y los problemas de gobierno corporativo:

La debilidad en materia de gobierno corporativo ha sido una de las causas del funcionamiento pobre e inestable del mercado de capitales. Buena parte de la culpa de la crisis financiera del año 2002 ha sido atribuida a la insuficiencia de controles internos de los bancos comerciales y a la [falta] de transparencia de las empresas y los bancos, que permitieron que los accionistas mayoritarios pudieran actuar sin control. Como resultado, son muy pocas las acciones listadas [en la bolsa de valores], dado que los inversores son muy cautos, las familias son reacias a la pérdida de control de las empresas [familiares]¹⁵ y que los activos se consideran subvaluados. ... Algunos factores claves de gobierno corporativo a mejorar son: la divulgación y la transparencia de la información, la regulación de la intermediación financiera, el marco conceptual contable y de auditoria y las políticas de divulgación de las ventajas y costos de las buenas practicas de gobierno

¹⁵ Se estima que alrededor del 75% de las empresas uruguayas son empresas bajo control familiar.

corporativo, aún entre las juntas directivas y directores de las empresas. Banco Mundial (2006, p.3), traducción propia.

III.2.6 Problemas institucionales

El Área de Mercado de Valores y Control de AFAPS (AMV), perteneciente al organigrama del Banco Central del Uruguay (BCU), es quién tiene la responsabilidad por la regulación y supervisión del mercado de valores. Sin embargo, como se reporta en el informe del Banco Mundial (2006) existen una serie de problemas para que esta división del BCU cumpla adecuadamente sus cometidos, lo que compromete la transparencia del mercado.

El Banco Mundial (2006) identifica al menos 5 puntos críticos: 1. la ley no permite que la AMV imponga multas a los emisores de valores; 2. la autoridad y jurisdicción del AMV se superpone con aquellas de las autorreguladas bolsas de valores, como consecuencia, por ejemplo, las sanciones del AMV sobre los corredores o agentes de bolsa, son aplazadas o inoperantes; 3. el AMV tiene acceso limitado a los estados contables y otros registros de los emisores de valores, lo que restringe los poderes de investigación de la misma; 4. el AMV no tiene poderes para resolver disputas entre accionistas, lo que podría simplificar los actuales mecanismos de resolución de disputas en la justicia; y 5. el AMV tiene recursos muy limitados, en términos de personal, capacitación y presupuesto. Además podríamos agregar: 6. la dependencia del AMV del BCU puede causar ciertos conflictos de intereses con los otros roles del BCU, como por ejemplo el de agente financiero del gobierno.

Otro problema importante, es que los corredores de bolsa se encuentran regulados por las bolsas de valores, pero estos son socios de las bolsas de valores, por lo que puede haber nuevamente conflictos de interés.

Tal como lo señala Banco Mundial (2006) en Uruguay no existe un órgano supervisor de las empresas. Existen dos organismos que en teoría deberían cumplir alguna función en esta dirección pero que en la práctica no lo hacen o lo hacen con muchas limitaciones. Estos son la Contaduría Interna de la Nación (CIN) y el Registro Nacional de Comercio (RNC), ambos en la órbita del poder ejecutivo, siendo el primero autónomo.

Ante la CIN las empresas (mayores a cierto tamaño) deben presentar sus balances, pero no todas las empresas parecen cumplir con esta obligación. Si bien la CIN tiene poderes para sancionar e inspeccionar a las empresas que no cumplan con la normativa, por diversos motivos, entre ellos la falta de funcionarios, no lo hace. Por su parte el RNC prácticamente no cuenta con más información que el nombre y la dirección de las empresas, tal como lo señala Banco Mundial (2006). Esto lleva a que el grado de transparencia en la información en el ámbito de las empresas sea aún más pobre, al no tenerse detalles sobre su operativa.

Cuadro III.12. Duración y costo de lo procesos judiciales

País/ Región	Posición en el ranking de países	Nro. de procesos en la corte para hacer cumplir un contrato	Tiempo (en días)	Costo (% de la deuda)
Uruguay	119	39	655	16
Argentina	68	33	520	15
Brasil	120	42	616	16
Paraguay	147	46	478	40
Venezuela	129	41	435	29
Chile	73	33	480	16
América Latina y el Caribe		39	642	23
Europa y Asia Central		32	409	15
OCDE		22	351	11

Fuente: *Doing Business 2007*, Banco Mundial.

Finalmente, también existen problemas para resolver las controversias entre accionistas de las empresas, al igual que en la región, ya que la justicia no cuenta con un área especializada y capacitada en resolver problemas corporativos (justicia comercial) y no existen tribunales de arbitraje que puedan acelerar la resolución de conflictos. Esto no solo implica períodos largos para la resolución de los conflictos, sino también costos elevados.

III.2.7 Inversores institucionales y nuevos instrumentos

Los fondos de pensión (AFAPs) se han convertido en un importante agente en el sistema financiero uruguayo ya que manejan recursos que están en el entorno del 12% del PBI. Sin embargo invierten solo el 0,1% del capital en el mercado de acciones, esto tiene que ver en parte con las estrictas regulaciones que existen y que limitan esta posibilidad de inversión. Como hemos visto en el cuadro III.2 el nivel de inversión en

acciones de estas instituciones esta entre los más bajos de América Latina y el Caribe. Igualmente, acá hay que ser cuidadoso, ya que es posible que exista una causalidad revertida, es decir, el subdesarrollo del mercado de valores y el riesgo percibido en la inversión en papeles corporativos, hace que no existan inversiones interesantes para realizar, y esto explicaría la baja participación de las AFAPS. Esta hipótesis parece confirmarse en una encuesta realizada por De Brum *et al.* (2006) a las AFAPS.

También existen asimetrías impositivas que penalizan a determinados instrumentos financieros, por ejemplos los fideicomisos, con respecto al endeudamiento bancario (Oddone *et al.*, 2006).

III.2.8 La visión de una empresa que participa en el mercado de valores

En una exposición realizada en el VI Seminario Internacional sobre Mercado de Valores llevado a cabo en el BCU, una de las empresas que cotiza en la bolsa de valores, Gralado SA, presento su visión sobre las dificultades para listar en el mercado de valores uruguayo (Lecueder, 2006). En esa presentación, se abordan tres dimensiones, las dificultades que surgen al interior de la empresa, las dificultades relacionadas a la demanda y las relacionadas al regulador.

Según Lecueder (2006), existe una resistencia interna a las empresas para cotizar en la bolsa, que tienen que ver con: 1. la necesidad de abrir información al mercado, 2. la pérdida del control accionario, 3. la exposición a los medios de comunicación y 4. limitación a la movilidad y manejo de la empresa. Esto es consistente con el análisis que hemos hecho anteriormente donde se muestra claramente una preferencia por no divulgar información por parte de las empresas, en el entendido de que esto proporciona alguna ventaja de mercado, y la característica de empresas familiares y cerradas de la mayoría de las empresas uruguayas y el deseo de que permanezcan como tal por parte de sus propietarios.

Lecueder (2006), menciona como factores negativos asociados a la demanda o al mercado: 1. la elevada tasa de retorno requerida por parte de inversores (12% en dólares para empresas consolidadas), 2. la mayor preocupación por dividendos que por futura valorización de la empresa, 3. la baja profundidad y liquidez del mercado, 4. la falta de

habito (¿conocimiento, información?) para encarar este tipo de inversiones, 5. la dificultad para obtener buenas calificaciones de riesgo dada la iliquidez del mercado y 6. la dificultad para atraer inversores institucionales.

Por otro lado, los problemas asociados al regulador (el BCU) se resumen como: 1. elevadas y estrictas exigencias formales, plazos cortos y sanciones sobredimensionadas, 2. exigencia de calificación de acciones (para inversión de las AFAPs) y 3. el regulador es el que emite la mayoría de los valores del mercado (los papeles públicos en su rol de agente financiero del gobierno), por lo cual puede haber conflictos de interés y también un efecto desplazamiento. Cabe señalar, que el primer factor parece estar referido a las diferentes exigencias que existen para empresas que cotizan en la bolsa (en general más estrictas) en términos relativos a aquellas que no lo hacen.

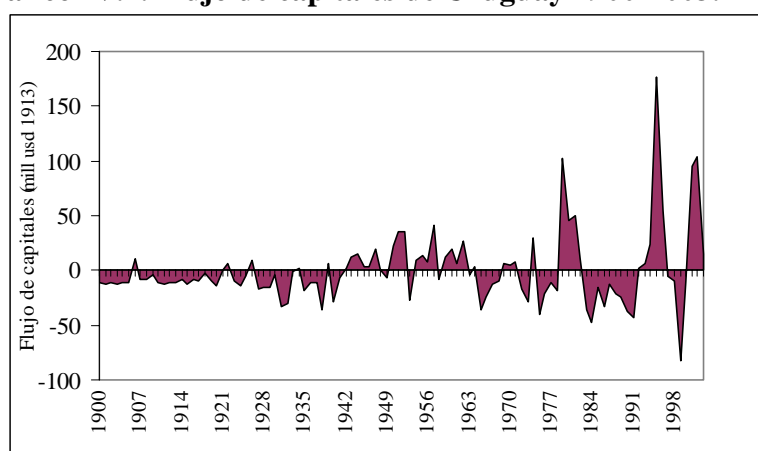
III.2.9 Análisis econométrico

Por último, en base a una encuesta realizada a una muestra representativa del universo de empresas medianas y grandes en Uruguay en el año 2005 (De Brum *et al.* 2006) se realizó una aproximación a la identificación de los factores que se asocian con la decisión de participación en el mercado de valores. Los resultados obtenidos indican que el mayor conocimiento sobre los bonos y fideicomisos, la mayor disposición a divulgar información a calificadoras de riesgo y el mayor tamaño de la empresa (número de empleados) están significativamente asociadas con la participación en el mercado. La magnitud de los efectos marginales estimados indica que si la empresa conoce el mercado de valores, es 11,5% más probable que participe en él, mientras que si está dispuesta a brindar información es 3,7% más probable su participación. Finalmente, empresas más grandes tienen mayor probabilidad de participar en el mercado, un empleado adicional (nuestra medida de tamaño) aumenta en 0,004% la probabilidad de recurrir al mercado de valores.¹⁶

IV. URUGUAY Y EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

En Uruguay, al igual que en los demás países de la región, los flujos de capitales presentan comportamientos cíclicos, generando períodos de restricciones de liquidez y crisis de balanza de pago recurrentes. Los flujos de capitales han tenido un comportamiento procíclico respecto del PIB, adelantándolo entre uno y dos años. La elevada volatilidad de los flujos se puede comprobar en la evolución de la serie que se presenta en el gráfico IV.1.

Gráfico IV.1. Flujo de capitales de Uruguay 1900-2003.



Fuente: Elaboración en base a datos de Donnángelo y Millán (2006).¹⁷

Las fluctuaciones que presentan los flujos de capitales, reafirma que la economía no ha contado con un aporte de capitales que haya permitido financiar sostenidamente el déficit de cuenta corriente. A su vez, su prociclicidad parece indicar que éstos no han actuado suavizando la restricción externa de la economía, si no que por el contrario la han acentuado.

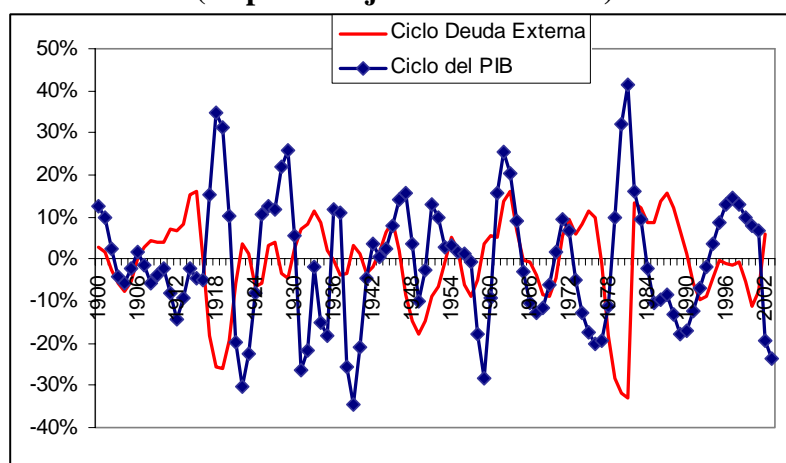
¹⁶ No obstante, las estimaciones deben tomarse con cierta precaución ante la posible endogeneidad de los regresores y la falta de instrumentos adecuados para su tratamiento. Estas estimaciones están disponibles bajo solicitud a los autores.

¹⁷ Donnángelo y Millán (2006) construyen una serie de flujos de capital desde 1870 cuyos componentes principales son el endeudamiento externo y la evolución de la inversión extranjera directa. Más precisamente, la serie se compone de: la variación anual de deuda externa, variación anual de activos externos del país con el exterior, flujo anual de inversión extranjera directa (entrada y salida), renta de la inversión (pagada y cobrada) la cual incluye intereses y dividendos, transferencias corrientes privadas (pagadas y cobradas), garantías de ferrocarriles y errores y omisiones.

El endeudamiento externo ha tenido sus fases de mayor crecimiento en los períodos de mayor apertura económica del país y de abundancia de capitales en los mercados financieros internacionales (Donnángelo y Millán, 2006).

En el gráfico IV.2 se pueden comparar los componentes cíclicos de la deuda externa uruguaya y del PIB entre 1900 y 2003. La deuda externa se ha comportado en forma contracíclica, en tanto que el estudio de las correlaciones cruzadas entre ambas variables indica que éstas sincronizan. La evolución cíclica de la deuda externa total denota una menor volatilidad relativa (en comparación con el PIB). Lo propio sucede con la deuda externa pública analizada a partir de la segunda mitad del siglo XX; su comportamiento también es contracíclico respecto del producto (aunque lo anticipa 2 años).

Gráfico IV.2. Ciclo de la deuda externa y del PIB de Uruguay. 1900-2003 (en porcentaje de la tendencia)

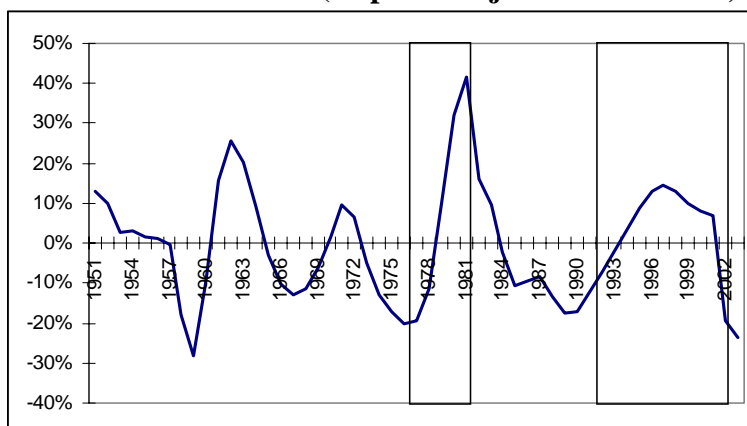


Fuente: Elaboración propia en base a datos de IMF y Donnángelo y Millán (2006) (Deuda Ext.).

En cuanto a la inversión extranjera directa (IED), tanto durante el período de crecimiento hacia fuera (hasta el año 1930) como a partir de los 70s, la misma se concentró en las actividades líderes del momento, en general sectores altamente exportadores y con base agropecuaria, lo que contribuyó favorablemente al saldo en balanza comercial. Sin embargo, en el período de crecimiento hacia adentro (entre 1930 y 1970), la IED se orientó hacia los sectores dedicados al mercado interno y altamente demandantes de insumos importados lo que impactó negativamente sobre el saldo comercial. Los períodos que aparecen sombreados en el gráfico IV.3, son aquellos en donde se verificó una mayor afluencia de capitales con destino a la inversión directa.

Como se puede observar, estos períodos coinciden con las fases expansivas del nivel de actividad.

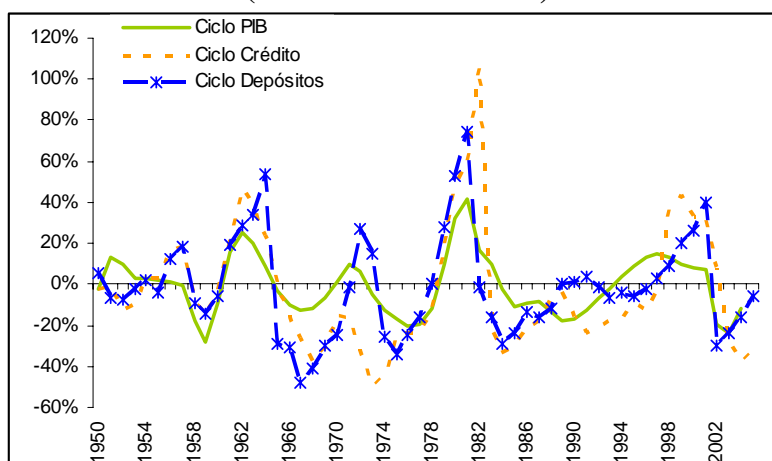
Gráfico IV.3. Ciclo del PIB (en porcentaje de la tendencia) e IED



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IMF, y Donnángelo y Millán (2006) (IED).

La prociclicidad de los flujos de capital hacia la economía uruguaya, y en particular de los flujos de IED, es corroborada por Bittencourt (2001) respecto del Mercosur en general. Además de constatar ciertas regularidades empíricas (su tendencia a crecer y sus fuertes fluctuaciones) Bittencourt (2001) también encuentra que estos están estrechamente vinculados al nivel de actividad en la región (medido a través del PBI).

Gráfico IV.4. Ciclo del PIB uruguayo, de créditos y depósitos, 1950 a 2004 (en % de la tendencia)



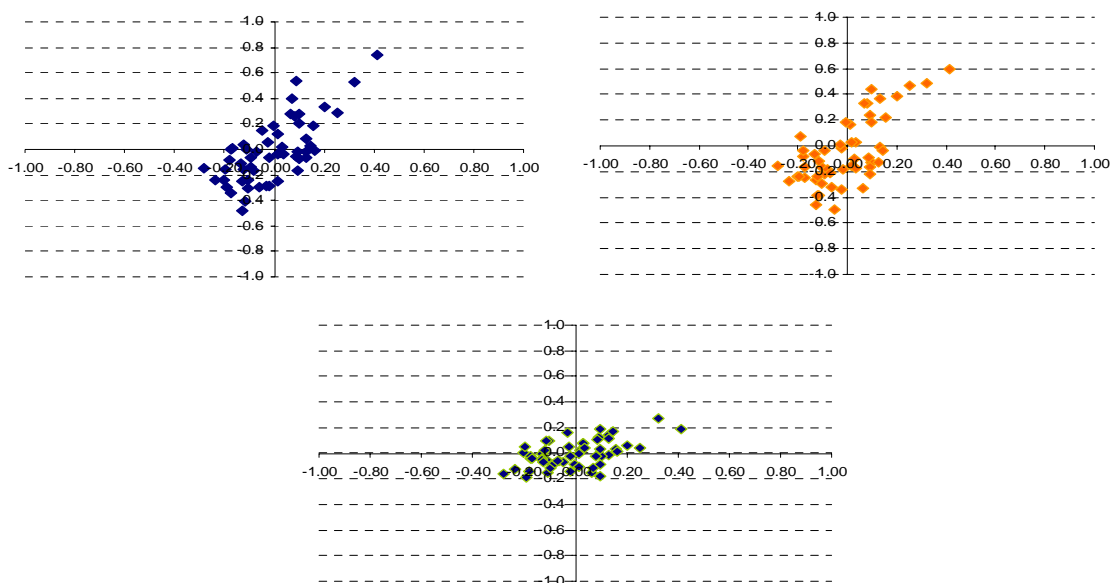
Fuente: Elaboración en base a datos de IMF.

Finalmente, cabe señalar, la elevada prociclicidad de las variables financieras respecto de los ciclos de actividad económica en Uruguay. El gráfico IV.4, en donde se representan

los componentes cíclicos de depósitos (que refleja la capacidad del sistema para otorgar préstamos), de créditos otorgados al sector no financiero y del PIB, da cuenta de ello.

A su vez, los ciclos de las variables financieras de referencia muestran elevada volatilidad, superior incluso a la del propio PIB. Si se compara la desviación estándar de los componentes cíclicos de las variables financieras consideradas con la del PIB, se verifica que prácticamente la duplican (alcanzan a 0.30 y 0.25, crédito y depósitos respectivamente, mientras que la del PIB es 0.14). A su vez, la dispersión que evidencian los ciclos de estas variables financieras (depósitos y créditos) es claramente superior a la del ciclo de las exportaciones (véase gráfico IV.5). Todo lo anterior evidencia que el sistema financiero ha sido fuente de volatilidad adicional para nuestra economía.

Gráfico IV.5. Volatilidad del ciclo de los depósitos (izquierda), de los créditos (derecha) y de las exportaciones (debajo) con relación al ciclo del PIB (1950-2004)



Fuente: Elaboración en base a datos de IMF.

Sin embargo, el análisis econométrico realizado parece indicar que el crédito al sector no financiero de la economía no ha jugado un rol importante en el crecimiento a largo plazo. A través de la estimación de un modelo VECM (Vectores Autorregresivos con Mecanismo de Corrección de Error) para el período 1950 a 2004 se identificó la existencia de una relación de equilibrio entre el nivel de actividad de Uruguay (medido a través del PIB), los Términos de Intercambio (TI) y el nivel de actividad de Argentina

(PIBAr). Estas dos últimas variables parecen ser los determinantes en el largo plazo del crecimiento de nuestra economía. La inclusión de la variable que representa el financiamiento de los sectores productivos y de las familias dentro del modelo no resultó significativa en el largo plazo (no obstante ello, se pudo comprobar su influencia –positiva- en el corto plazo).¹⁸

V. EL SISTEMA FINANCIERA URUGUAYO Y LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR

V. 1 El sistema financiero uruguayo: síntesis

La trayectoria de largo plazo de la economía uruguaya ha mostrado un magro crecimiento y marcadas fluctuaciones cíclicas, en este contexto, el subdesarrollo del mercado financiero no solo no ha jugado un papel determinante en el crecimiento en el largo plazo, ni permitido suavizar las fluctuaciones macroeconómicas sino que, por el contrario ha actuado como una fuente de volatilidad adicional.

El sistema financiero está basado casi exclusivamente en la banca, que se encuentra altamente concentrada y con un elevado peso de sector público, y el mercado de capitales es prácticamente inexistente. Las principales vulnerabilidades del sistema bancario son su elevada dolarización, consecuencia de los altos niveles de inflación del pasado, y una fuerte concentración en depósitos de corto plazo (consecuencia directa de la crisis de 2002). A su vez, los elevados costos operativos, que tienen una importancia crucial en la determinación de los elevados márgenes bancarios, afectan el costo del crédito.

Ello ha llevado a que el sistema no esté cumpliendo adecuadamente con su misión de intermediación de los recursos financieros. Si bien los avances en la supervisión han sido importantes, la resolución de algunas falencias e insuficiencias que aún persisten en los regímenes de supervisión y control serán un aspecto clave para contribuir a generar confianza en los agentes económicos y contribuir a la profundización financiera.

¹⁸ Cabe señalar que se trabajó con una muestra pequeña y que por tanto están presentes todos los

Con respecto al mercado de valores, distintos problemas, que generan mayores riesgos o menor rentabilidad de la inversión, explican su subdesarrollo (y casi inexistencia). Entre estas dificultades se encuentran: problemas de escala en términos de números de empresas con dimensiones adecuadas para participar en el mercado, lo que en parte explica la baja profundidad y liquidez del mercado; graves problemas de gobierno corporativo y de inadecuación de los requerimiento de divulgación de información de las empresas; legislación que discrimina contra las inversiones en el mercado de valores; no identificación clara de quien es el regulador del mercado e inadecuada regulación, y otros riesgos idiosincrásicos (por ejemplo, es difícil cubrir riesgos por moneda y plazos en el mercado uruguayo).

V.2 La integración financiera

Si se observan las inversiones de portafolio transfronterizas en el MERCOSUR se evidencia el escaso grado de integración financiera entre las economías del bloque. Por ejemplo, en 2004 menos del 9% de las inversiones de portafolio internacionales de Argentina, Brasil y Uruguay tuvieron como destino alguna de las economías de los socios más viejos de bloque. La región resulta un destino de poca importancia particularmente para los inversores residentes en las dos economías más grandes, y no así para los inversores de Uruguay (véase Cuadro V.1). Obsérvese que aproximadamente el 67% de las inversiones internacionales de cartera de Uruguay tuvieron como destino Argentina y Brasil, siendo este último el principal destino (47,6%).

Cuadro V.1. Inversiones de Portafolio Internacionales. Porcentajes por país de residencia del emisor (deudor). Argentina, Brasil y Uruguay, año 2004.

Acreedor	Deudor						Inversión en Mill. USD
	Argentina	Brasil	Uruguay	Paraguay	Otros	Total	
Argentina	-	2.2	0.004	0.002	97.8	100	14,741
Brasil	1.5	-	1.8	0.087	96.6	100	4,857
Uruguay	9.2	47.6	-	0.000	43.1	100	1,858
<i>Total</i>	<i>1.4</i>	<i>6.9</i>	<i>0.4</i>	<i>0.021</i>	<i>91.2</i>	<i>100</i>	<i>21,456</i>

Fuente: IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

En la cuadro V.2 se presenta la distribución de la posición de activos frente a no residentes en las inversiones de portafolio de Uruguay según el sector institucional

problemas asociados a la misma. Las estimaciones están disponibles bajo solicitud a los autores.

inversor. Se observa que el sesgo regional (fundamentalmente hacia Brasil) está dado fundamentalmente por los bancos que destinaron el 70% de sus inversiones extranjeras de cartera hacia emisores residentes en Brasil. Por su parte las inversiones extranjeras del sector no financiero tuvieron como destino EEUU en un 31%, Argentina en un 24% y Brasil en un 11%.

Tabla V.2. Inversiones de Portafolio Internacionales. Porcentajes por país de residencia del emisor según sector institucional residente. Uruguay, 2005.

Destino	Total	Autoridad Monetaria	Bancos	Sector No financiero	
Argentina	9	0	0	1	24
Brasil	48	0	70	0	11
Venezuela	1	0	0	0	3
Chile	0	0	0	0	0
EEUU	22	100	0	15	31
UK	4	0	0	0	10
Otros	16	0	0	14	21
Total	100	100	100	100	100

Fuente: BCU – Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera

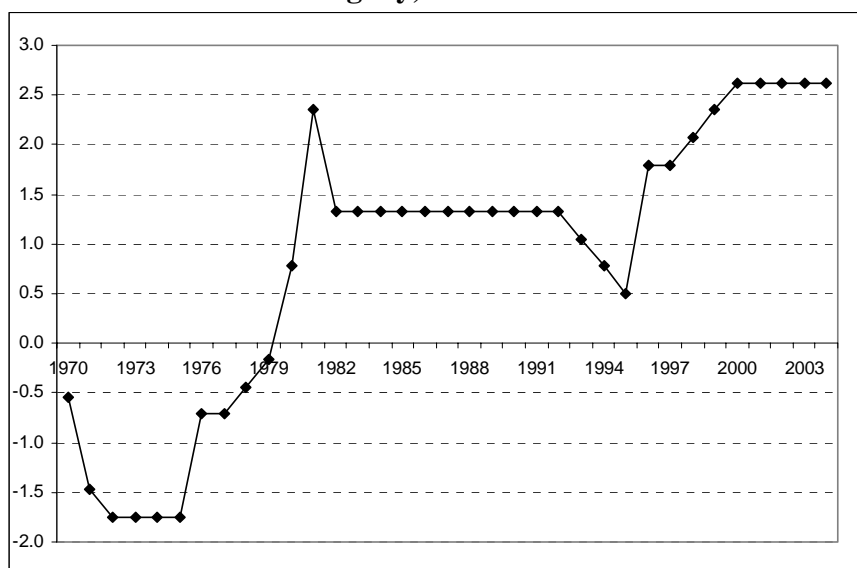
Desde este punto de vista la economía uruguaya presenta un elevado grado de integración con la región, siendo esta el principal destino de las inversiones internacionales de portafolio. No obstante el peso de la economía en los flujos financieros regionales es muy pequeño, por ejemplo las inversiones internacionales de portafolio de Uruguay en 2004 representaban tan sólo el 9% del total de la inversión de cartera de los países de la región.¹⁹

El gráfico V.1 muestra la evolución del índice de apertura financiera de Chinn e Ito que sintetiza información sobre la presencia de tipos de cambio múltiples y restricciones en la cuenta corriente y cuenta de capital, constituyendo por lo tanto un indicador *de jure* de integración financiera. Entre la segunda mitad de los '70 y principios de los '80 se verifica el principal proceso de apertura financiera de Uruguay. Se observa que, salvo períodos puntuales, el grado de apertura financiera no ha tenido importantes retrocesos, particularmente durante la última crisis financiera, de hecho en la actualidad se verifican los niveles más altos del índice en todo el período.

El gráfico V.3 muestra el grado de apertura financiera de Uruguay definido como la suma de los activos y los pasivos externos en relación al producto (Lane y Milesi-

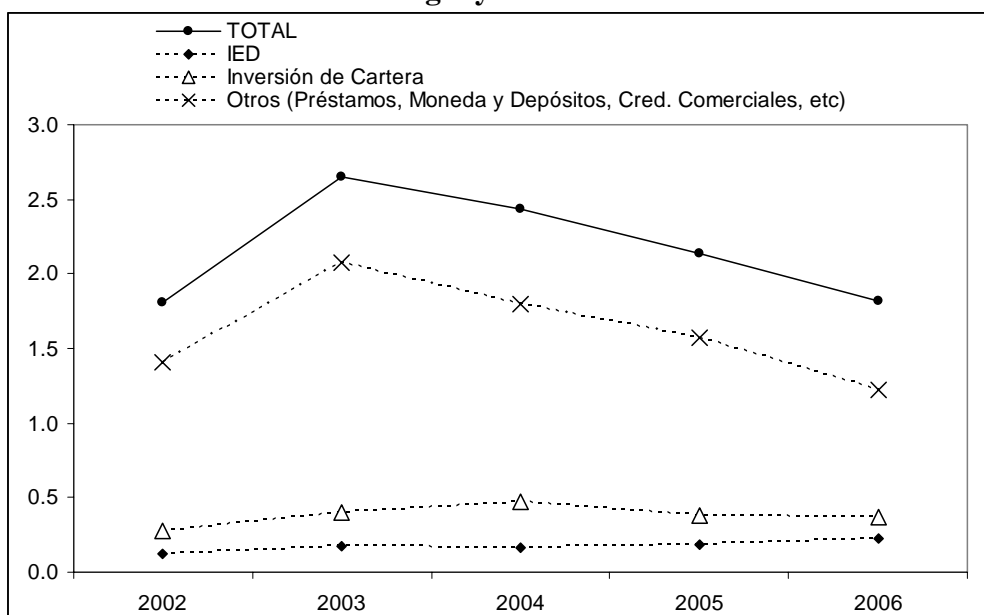
Ferretti, 2006) en los últimos años. La tendencia a la baja de este indicador a partir de 2003 está explicada fundamentalmente por la reducción del peso de la deuda pública a partir de entonces. Distinta tendencia se observa en la inversión de cartera y fundamentalmente en la IED que presenta una leve tendencia al alza en los últimos años.

**Gráfico V.1. Índice de apertura financiera *de jure*
Uruguay, 1970 a 2004**



Fuente: Chinn e Ito, 2006

**Gráfico V.2. Apertura Financiera (Activos + Pasivos externos/PIB).
Uruguay 2002-2006**



Fuente: Elaboración en base a datos de BCU

¹⁹ Considerando Argentina, Brasil y Uruguay.

En síntesis, a pesar de que los flujos de cartera dentro de la región son limitados, la integración regional de Uruguay en el ámbito financiero ha sido mayor a la de sus socios comerciales, operando hasta cierto punto como un centro *off-shore*. Entre los factores que explican la mayor integración de la banca uruguaya con la región se encuentra en primer lugar la importante presencia de bancos extranjeros con estrechos vínculos con instituciones financieras regionales. En segundo lugar, dada la pequeña escala de las inversiones internacionales de portafolio del país, las inversiones en la región tienen ventajas en términos de costos de transacción respecto a las restantes. Finalmente, Uruguay es la economía financieramente más abierta de la región, tomando en cuenta el índice propuesto por Chinn e Ito (2006).

No obstante, los bancos uruguayos han desempeñado más el papel de facilitadores del tránsito que de destino final de las inversiones de cartera de inversores regionales. La capacidad de Uruguay para convertirse en un centro financiero regional más importante presenta cierta limitación por la escasa diversificación de productos y los problemas para alcanzar economías de escala en comparación con otros centros bancarios *off-shore*.

V.3 El sistema financiero uruguayo en un mercado financiero regional integrado

Si bien es difícil concluir sobre los impactos de una hipotética profundización de la integración financiera regional (y con características no definidas) sobre el sistema financiero local, es posible realizar algunas reflexiones muy generales.

Uruguay y su sistema financiero presentan algunas características diferenciales con respecto a sus socios del MERCOSUR. En particular Uruguay tiene un alto índice de apertura financiera que lo sitúa entre los países más abiertos del mundo (véase Aboal, Lanzilotta y Perera, 2007). Adicionalmente, su sistema bancario en comparación con el de sus socios, es uno de los más grandes en términos relativos, tiene un mayor nivel de actividad y está entre los más eficientes de la región. Por otro lado ha mostrado relativa estabilidad aún en condiciones externas muy demandantes para la economía uruguaya.

Por tanto, el sistema bancario uruguayo presenta algunas ventajas en la comparación regional a pesar de las limitaciones antes señaladas. Esto lo sitúa en una posición

ventajosa en el punto de partida hacia un sistema financiero más integrado. De esta manera, en una eventual profundización de la integración financiera regional, Uruguay podría tener ventajas comparativas para transformarse en una suerte de centro financiero regional, al menos en algunos tipos de servicios financieros, probablemente en aquellos relacionados a la operativa *off shore*, y servicios bancarios especializados.

Desde el punto de vista del mercado de valores la integración financiera también podría ser positiva. Es probable que un mercado de valores más integrado regionalmente permita superar el subdesarrollo actual del mercado de valores uruguayo. En particular, con un mercado integrado desaparecen los problemas profundidad y liquidez, aumenta la posibilidad de diversificar riesgos idiosincrásicos y podría generarse un espacio para un mercado de bonos de alto riesgo.

Un marco común para los mercados de valores, junto con reglas comunes que impongan e incentiven buenos comportamientos corporativos podrían beneficiar al mercado de capitales uruguayo, dado que ahí es donde este presenta mayores dificultades.

Si bien no se puede desconocer que una mayor integración financiera regional puede traer algunos costos asociados, como un mayor riesgo a contagio de crisis financieras regionales (riesgo del que no se esta exento aún sin integración), creemos que los beneficios serían superiores a los costos. Los beneficios en términos macroeconómicos consistirían en la posibilidad de suavizar ciclos que han sido amplificadas por algunas de las características idiosincrásicas del sistema financiero local, así como un impacto positivo en términos de crecimiento al levantar algunas restricciones al financiamiento de inversiones de empresas locales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aboal, D., B. Lanzilotta y M. Perera (2007), “Integración Financiera en el Mercosur”. Cinve, mimeo.
- Amarante V. (1998), “Estructura del Mercado Financiero y Estrategias Bancarias en el Uruguay”. DT 1/98. Instituto de Economía, Facultad de Ciencias económicas y de Administración, UdelaR.
- Ahumada A y C. Budnevich (1999) “Indicadores Financieros y Clasificación de los Bancos. Un análisis estadístico multivariado”. Banco Central de Chile, mimeo.
- Banco Mundial (2006), “ROSC, Corporate Governance Country Assesment, Uruguay”. Banco Mundial, mimeo.
- Banco Mundial (2004), “ROSC, Corporate Governance Country Assesment, Peru” . Banco Mundial, mimeo.
- Banco Mundial (2003a), “ROSC, Corporate Governance Country Assesment, Chile” . Banco Mundial, mimeo.
- Banco Mundial (2003b), “ROSC, Corporate Governance Country Assesment, México” . Banco Mundial, mimeo.
- Banco Mundial (2003c), “ROSC, Corporate Governance Country Assesment, Colombia”. Banco Mundial, mimeo.
- Basu S. y A. Taylor (1999), “Business Cycle in International Historical Perspective”. NBER Working Paper 7090.
- Beck, T.; Demirguc-Kunt, A. & R. Levine (1999), “A New database on Financial Development and Structure”. World Bank, mimeo.
- Bértola L. y F. Lorenzo (2003), “Witches in the South: Kuznets-like Swings in Argentina, Brazil and Uruguay, 1870-2000”. Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República de Uruguay, mimeo.
- Bértola L. y F. Lorenzo (2000), “Componentes Tendenciales y Cíclicos de las Economías de Argentina, Brasil y Uruguay”, en Bértola, L., Ensayos de Historia Económica. Uruguay y la Región en la Economía Mundial, 1870-1990. Ediciones Trilce, Montevideo.
- Bittencourt, G. (2001), “Inversión Extranjera y Restricción Externa al Desarrollo en el MERCOSUR: Conclusiones Preliminares y Temas de Investigación”. Trabajo presentado en la “Jornada Nacional sobre Desenvolvimento” en la Universidad Federal de Río de Janeiro, mimeo.
- Carbajal F. y G. De Melo (2006), Volatilidad Cíclica y Arquitectura Financiera Doméstica, Un Estudio Histórico Comparado. El Caso de Uruguay y Nueva Zelanda. Trabajo de investigación monográfica. Universidad de la República.
- Chinn, M. y H. Ito (2006) “Notes on the Calculation of the Chinn-Ito Financial Openness Variable”. Mimeo.
- Croce, H. y L. Macedo (1999), Costos, Poder de Mercado y Estructura en el Sector Bancario Uruguayo. Trabajo de investigación monográfica. Universidad de la República.
- Croce H., L. Macedo y P. Triunfo (2000), “Función de Costos: Un Estudio para los Bancos Comerciales Uruguayos”. Documento de Trabajo 03/00. Facultad de Ciencias Sociales. UdelaR.
- De Brum, J., N. Gandelman, H. Kamil y A. Porsecanski (2006), “The Fixed-Income Market in Uruguay”. Banco Interamericano de Desarrollo, mimeo.
- Donnángelo A. e I. Millán (2006), Uruguay 1870-2003: un enfoque del crecimiento económico a través de la balanza de pagos. Trabajo de investigación monográfica. Universidad de la República de Uruguay.

- Easterly, W., R. Islam, J. Stiglitz (2001), "Shaken and stirred: Explaining Growth Volatility". En Plesokovic, B. y N. Stern (eds.) Annual World Bank Conference on Development Economics. Washington: World Bank.
- Fanelli J.M. (2005), "Methodological Background Paper for the Project International Financial Architecture, Macro Volatility, and Institutions". CEDES, Mimeo.
- Fanelli J.M. (2004), "Desarrollo financiero, volatilidad e instituciones. Reflexiones sobre la experiencia argentina". Documento de Trabajo de la Fundación Pent, Julio.
- Fanelli J. y D. Heymann (2002), "Monetary Dilemmas in Argentina", Revista de Desarrollo Económico, No 165, Vol.42, April-June 2002.
- FMI (2006), "Financial System Stability Country Assessment. Uruguay". IMF Country Report No. 06/439.
- Gianelli, D. y M. Abal (2003), "El Diseño Institucional de la Regulación y Supervisión Financiera en el Uruguay". BCU, Revista de Economía 2ª Epoca. Vol.XI. Número 1.
- Gili, B. (2005), Estructura de Capital de las Empresas Uruguayas en el Marco de la Teoría de Jerarquía de Preferencias. Tesis de doctorado. Universidad de Valencia.
- Gili, B. y J. Ignatov (2006), "LIDECO – Universidad ORT – Aportes para la mejora en la transparencia de los mercados financieros". Mimeo.
- Kamill H. y F. Lorenzo (1998), "Caracterización de las Fluctuaciones Cíclicas en la economía Uruguaya". BCU, Revista de Economía 2ª Epoca. Vol.V. Número 1.
- Lane, P. y G. M. Milesi-Ferretti, (2006), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," The Institute for International Integration Studies Discussion Paper Series iisdp N° 126.
- Lecueder, C. (2006), "Análisis Empresarial de la Emisión de Acciones con Oferta Pública en Uruguay". Presentado en el VI Seminario Internacional sobre Mercado de Valores BCU, mimeo.
- Levine, R.; Loayza, N. & Beck, T. (1999) "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". World Bank Policy Research Working Paper 2059.
- Licandro, G. y J.A. Licandro (2004) "La Dolarización del Sistema de Ahorro y Crédito, ¿Existe un Camino Alternativo? En G. Licandro y J.A. Licandro (comp), Una Agenda de Reformas para el Sistema Financiero Uruguayo. Centro Mundial de Investigación para la Paz, Universidad para la Paz.
- Lorenzo F. y G. Tolosa (2000) "Determinantes de los Márgenes de Intermediación Bancaria". Mimeo. **cinve**.
- Monteserín, G y D. Chiappori (2004), "Dinámica en las Decisiones de Financiamiento Estudio Aplicado a Empresas Instaladas en Uruguay". Jornadas de Economía del BCU, mimeo.
- Munyo, I. (2005), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from an Economy Without Stock Market", mimeo, CERES.
- Noya N. (2000), "La Desconcentración del Acceso a los Servicios Financieros: El Caso de Uruguay". Mimeo. **cinve**
- OCDE (2004), "OECD Principles of Corporate Governance", OECD.
- Oddone, G. y Cal, I. (2006), "Instituciones y Políticas en el Declive Económico de Uruguay durante el Siglo XX". **cinve**.
- Oddone, G., N. Perelmuter y M. Rodríguez (2006), "Desarrollo del Mercado de Valores: Diagnóstico y Líneas de Acción". Bolsa de Valores de Montevideo, mimeo.

- Polgar J. (2004), “Crisis Bancarias y Regulación: Algunas Claves para el Nuevo Marco Regulatorio”. En G. Licandro y J.A. Licandro (comp), Una Agenda de Reformas para el Sistema Financiero Uruguayo. Centro Mundial de Investigación para la Paz, Universidad para la Paz
- Ponce J. y R. Tansini (2001), “Una nueva evaluación de la Eficiencia Técnica en el Sector Bancario de Uruguay en el período 1992-1999”. Departamento de Economía Facultad de Ciencias Sociales, UdelaR, mimeo.
- Prasad E., Rogoff K., Wei S., J., Kose A. (2003), “Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence”. IMF.
- Tansini R. y P. Triunfo (2000), “Eficiencia Técnica en el Sector Bancario de Uruguay 1992-1997”. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Sociales, UdelaR.