

**Tesis del Programa Master en Finanzas – Universidad Torcuato
Di Tella**

Algunas sugerencias para desdolarizar el crédito bancario en Uruguay

Rosario Garat

Junio 2005

AGRADECIMIENTOS

Deseo agradecer a Fernando Barrán, a Jorge Ottavianelli, a Juan Pedro Cantera y al Directorio del Banco Central del Uruguay por hacer posible que realizara la Maestría en Finanzas en la Universidad Torcuato Di Tella.

Quisiera agradecer al profesor Eduardo Levy Yeyati, por su apoyo, sus aportes y por la paciencia demostrada en estos meses en que fue mi tutor.

Asimismo, quiero agradecer a los ejecutivos bancarios que sacrificaron parte de su valioso tiempo para responder mis preguntas: Roberto Menéndez, Álvaro Carella, Valerie Schuhl, Iliana Ramos, Ana Laura Márquez, Mariela Espino, Jorge Baglivo, Javier Liberman, Daniel Lamarque, Miguel Ruano y Silvia Martínez.

También quiero agradecer al Dr. Gerardo Licandro y al Cr. Daniel Fernández por sus comentarios y aportes. Muy especialmente quiero agradecer a mi jefe, el Cr. Néstor López por la paciencia demostrada durante este año y medio.

Por último, quiero agradecer a mi esposo y mis hijos por soportar mis ausencias y permitirme cursar la Maestría en Finanzas.

Sumario Ejecutivo

El presente trabajo tiene por objetivo analizar el efecto de las medidas desdolarizadoras adoptadas por Uruguay y presentar algunas sugerencias que permitan progresar en este sentido.

Uruguay ha adoptado varias de las recomendaciones surgidas de la teoría y de la experiencia de otros países. Sin embargo aun no se aprecian efectos importantes en el nivel de desdolarización del crédito bancario. Sólo se percibe un leve incremento proporcionalmente mayor de los créditos otorgados en moneda nacional a algunos sectores de actividad, tales como Servicios y Familias. Queda aun margen para seguir avanzando en algunos aspectos, tal como se sugiere en el documento.

En consecuencia, Uruguay deberá continuar trabajando de manera consistente durante muchos años en pos del objetivo de disminuir el nivel de dolarización de la economía y su fragilidad financiera.

I. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objetivo analizar el efecto de las medidas desdolarizadoras adoptadas por Uruguay y presentar algunas sugerencias que contribuyan a progresar en la desdolarización paulatina del ahorro y el crédito en Uruguay.

En el capítulo II se detallan las regulaciones emitidas en los años posteriores a la crisis del 2002 con el propósito de desdolarizar el mercado financiero y se analiza el efecto que han tenido a la fecha.

En el capítulo III se presentan los resultados de una encuesta planteada a los directivos bancarios sobre el tema dolarización y sus posibles soluciones.

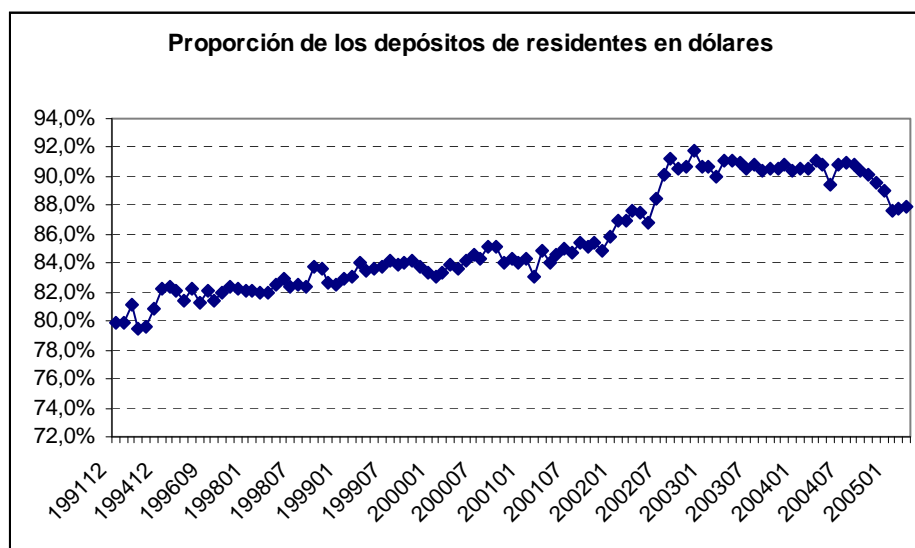
En el capítulo IV se efectúan algunas sugerencias en función de los trabajos teóricos en la materia, de los efectos de las medidas ya adoptadas por Uruguay y el resultado de las entrevistas realizadas.

En el capítulo V se presentan las conclusiones del trabajo.

La dolarización en Uruguay es un proceso de larga data y que ha sido objeto de numerosos análisis. En la segunda mitad del siglo XX Uruguay padeció una sucesión de crisis financieras y largos períodos de alta inflación. Las reacciones del público así como las regulaciones emitidas a consecuencia de esas crisis, tuvieron una incidencia muy importante en el aumento de la dolarización de mercado financiero uruguayo. A diciembre 2001, previo a la crisis, la dolarización alcanzaba el 77% de los créditos al sector no financiero y el 90% de los pasivos del sistema financiero.

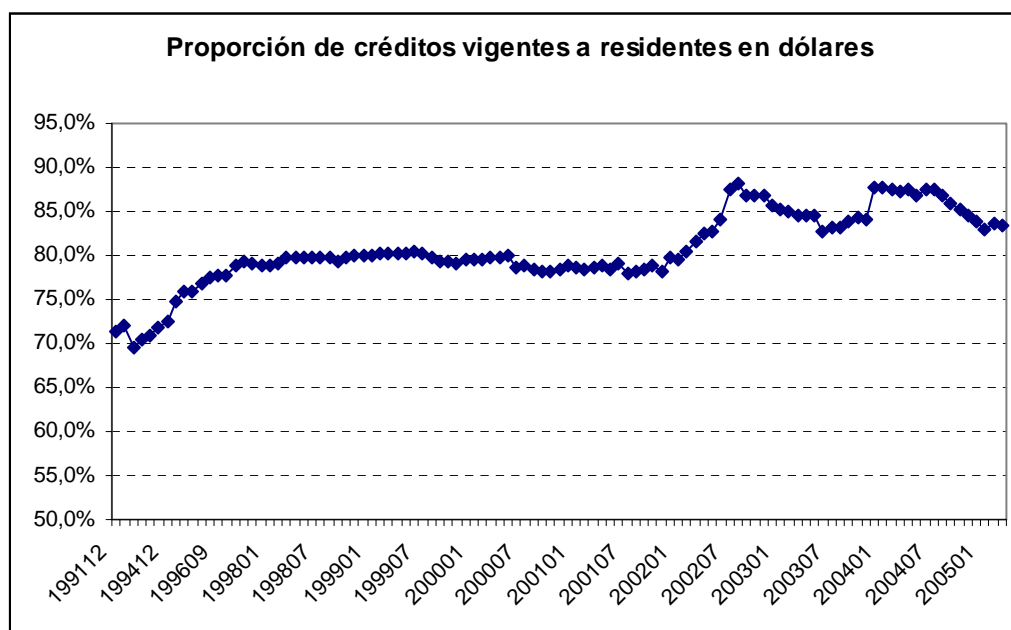
El Gráfico 1 que se presenta a continuación muestra la evolución de la proporción de los depósitos en moneda extranjera de residentes en el total de depósitos de residentes. A pesar de las distorsiones generadas por las variaciones del tipo de cambio, en la misma se puede apreciar que a principios de los años 90 el nivel de dolarización de los depósitos de residentes era 80%, llegando a niveles cercanos al 92% a fines de 2003. En los últimos meses se aprecia una disminución del nivel de dolarización, aunque continúa siendo alto, 88%.

GRÁFICO 1



Asimismo, la proporción de créditos a residentes otorgados en dólares ha aumentado persistentemente desde 1991, tal como se aprecia en el gráfico siguiente, siendo a marzo 2005 el 83.5% de los créditos.

GRÁFICO 2



Con anterioridad a la crisis de 2002, la regulación bancaria no reconocía el mayor riesgo que representaban los activos y pasivos en moneda extranjera. Los

requerimientos de encaje eran similares para los depósitos en moneda nacional y extranjera. Las provisiones por incobrabilidad de los créditos bancarios no contemplaban el descalce de monedas a nivel de los deudores y tampoco existían mayores requisitos de capital ni límites a las posiciones en este tipo de riesgos.

Asimismo, prácticamente toda la deuda pública estaba denominada en moneda extranjera y existían pocas alternativas de ahorro e inversión que permitieran protegerse de los cambios en el valor de la moneda, lo que explicaba los altos niveles de dolarización de los depósitos.

Como consecuencia de las fragilidades expuestas gracias a la crisis y debido al estado de ánimo generado en el público, se dieron las condiciones para poder adoptar algunas medidas regulatorias diseñadas a desdolarizar gradualmente el sistema financiero y generar opciones alternativas al ahorro en dólares. El detalle de tales medidas así como su efecto será objeto de análisis en el capítulo II de este documento.

II) MEDIDAS ADOPTADAS PARA DESDOLARIZAR EL SISTEMA FINANCIERO Y SU EFECTO.

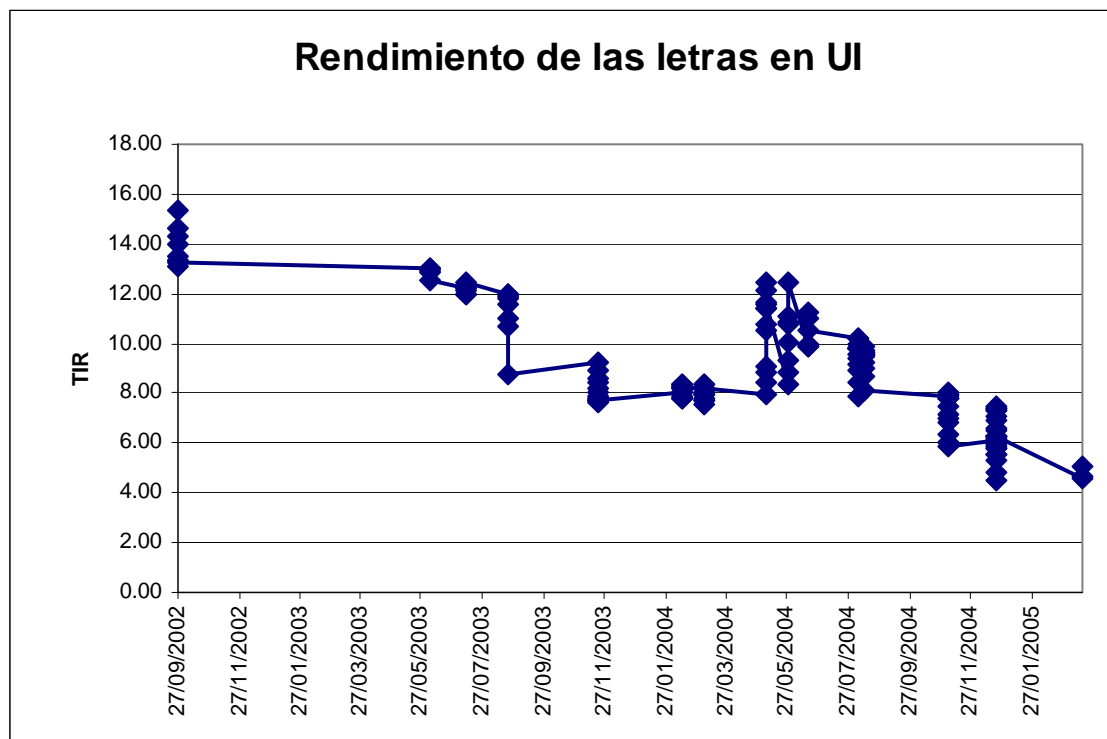
1. Operaciones en UI.

Parte del diagnóstico referido al tema de dolarización del sistema financiero uruguayo establecía que el uso de dólar se había extendido por sus propiedades de reserva de valor para los ahorros, ya que mostraba una alta correlación negativa con el ingreso de la población. En consecuencia, se estimó que si se creaba una unidad de cuenta alternativa al dólar, que tuviera similares propiedades y correlaciones con el ingreso de los individuos, se podría comenzar a desarrollar un mercado en moneda nacional. A estos efectos se intentó imitar la experiencia de la Unidad de Fomento chilena.

En junio de 2002 el Poder Ejecutivo creó la Unidad Indexada (UI). Esta unidad de cuenta se actualizaría por el IPC y su cotización sería diaria. A efectos de crear un mercado de valores en esta nueva moneda, el Banco Central del Uruguay (BCU) comenzó a emitir títulos en UI en el mismo año. Al principio estos títulos debieron pagar tasas de interés muy altas para atraer inversores, aunque en los últimos meses

las tasas pagadas han disminuido. El Gráfico N°3 muestra la evolución del rendimiento de las letras de tesorería emitidas en UI por el BCU.

GRAFICO 3



En setiembre de 2002, la TIR de estos títulos alcanzó al 15.36%, mientras que las últimas emisiones realizadas en abril de 2005, se licitaron letras con una TIR de 5.04%.

A efectos de promover la demanda de papeles en UI y en moneda nacional, el BCU modificó las normas relativas a los límites por monedas de los portafolios de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAPs), impulsando de esta manera la demanda de estos inversores institucionales por tales instrumentos. El 20 de agosto de 2002 se sacó la primera regulación limitando al 90% la proporción del Fondo Previsional que podía estar nominado en moneda extranjera. En noviembre del mismo año, este porcentaje fue disminuido y desde junio de 2003 el porcentaje máximo en moneda extranjera alcanzaba al 60%. En el Gráfico 3 se aprecia que a partir de junio de 2003 comienza a disminuir el rendimiento que el Gobierno debía otorgarle a estos títulos para poder colocarlos en el mercado¹.

¹ Se observa también un incremento de la TIR a mediados del año 2004, que seguramente se explica por la incertidumbre creada por la campaña electoral.

Al 31 de marzo de 2005, existían títulos públicos emitidos en UI por un total de 1.334 millones de dólares, lo que equivalía al 18% del total de las emisiones públicas². Este total se distribuye de la siguiente manera:

Cuadro 1	
Letras en UI	617
Bonos Locales en UI	368
Bonos Internacionales³	348

Algunas instituciones financieras han comenzado a ofrecer activos y pasivos en UI. Sin embargo esta operativa es insignificante en la mayoría de las instituciones.

La gráfica 4, que se presenta a continuación, muestra las posiciones del sistema financiero uruguayo en monedas diferentes al dólar americano, desde setiembre a diciembre 2004. En la misma se puede apreciar que los bancos toman depósitos en moneda nacional –presentan posición pasiva en dicha moneda- y colocan en UI, principalmente en valores públicos (posición activa en UI), por lo cual presentan un descalce en esta unidad de cuenta.

Los depósitos en UI han sido mínimos. Sólo tres instituciones presentan pasivos en UI: el Banco de la República (BROU), Citibank y COFAC. Estos pasivos a diciembre 2004 ascendían al equivalente a 38.7 millones de dólares lo que corresponde a un 0.5% de los pasivos en dólares a esa fecha⁴.

A diciembre 2004 las instituciones tenían activos en UI por el equivalente a 104 millones de dólares, de los cuales sólo el 15% correspondían a créditos otorgados. La

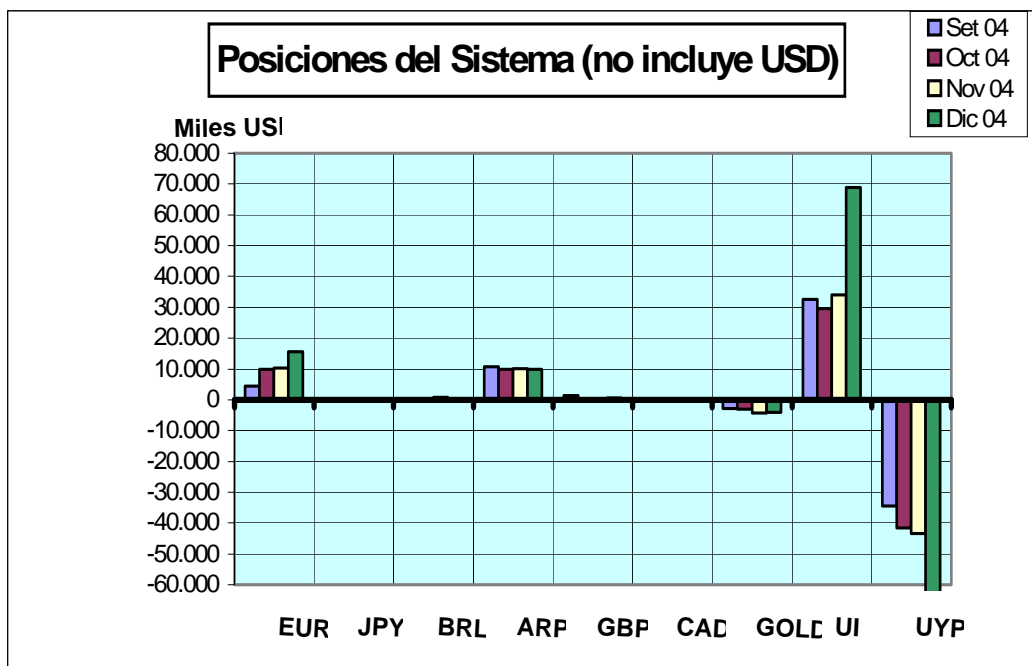
² No se incluyen a estos efectos la deuda con organismos internacionales, que se encuentra nominada en moneda extranjera,

³ Estos bonos se reajustan por la UI pero se pagan en USD y una serie tiene una garantía contra una devaluación superior al 17.5%. Los mismos fueron colocados en el mercado americano bajo las normas de la SEC y los principales demandantes fueron fondos de inversión americanos y europeos (65%) y en menor medida, las AFAPs.

⁴ A estos efectos se consideraron los bancos y la cooperativa Cofac. No se consideró en Banco Hipotecario del Uruguay (BHU).

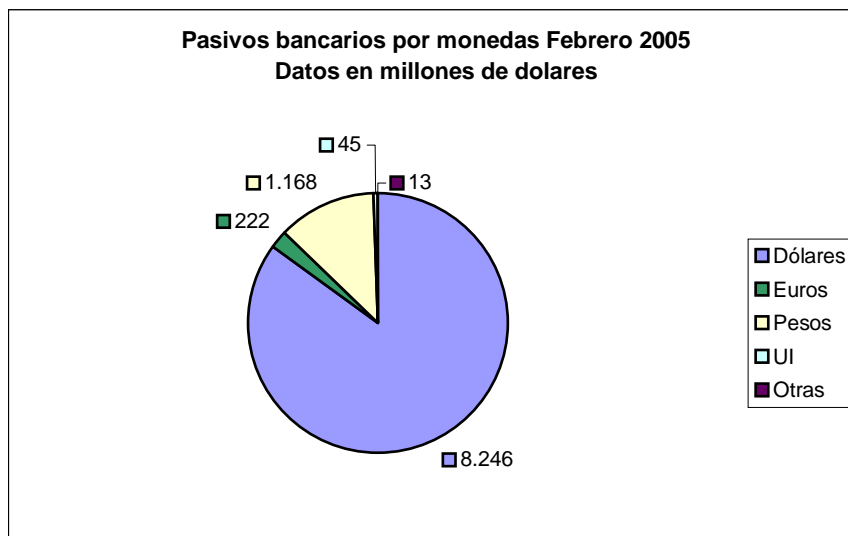
mayoría de los activos en UI de las instituciones son colocaciones en Letras de Tesorería y Valores Públicos, debido a la atractiva rentabilidad que ofrecían. A febrero 2005 esta situación permanecía igual.

GRÁFICO 4



Si bien el descalce en UI es menos peligroso que el descalce de monedas ya que correlaciona positivamente con el ciclo económico, aumenta la exposición al riesgo tasa de interés. La Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF) está estudiando la implantación en breve de un requisito de capital por el riesgo tipo de cambio. La UI es considerada como una moneda más a estos efectos y se deberá guardar capital por dichos descalces.

A febrero de 2005, los depósitos en dólares continuaban siendo la mayoría de los depósitos bancarios privados. Los depósitos en UI siguieron aumentando, pero continuaban siendo insignificantes en relación al total, tal como se aprecia en el gráfico 5.

GRÁFICO 5

Respecto a la efectividad de esta medida, se puede concluir que se logró aumentar la proporción de valores públicos emitidos en UI de manera importante. Los depósitos en dicha unidad de cuenta, si bien se cuadruplicaron continúan representando una porción muy pequeña del total de depósitos. Con respecto a los activos bancarios en UI, la mayoría corresponde a tenencia de letras de tesorería.

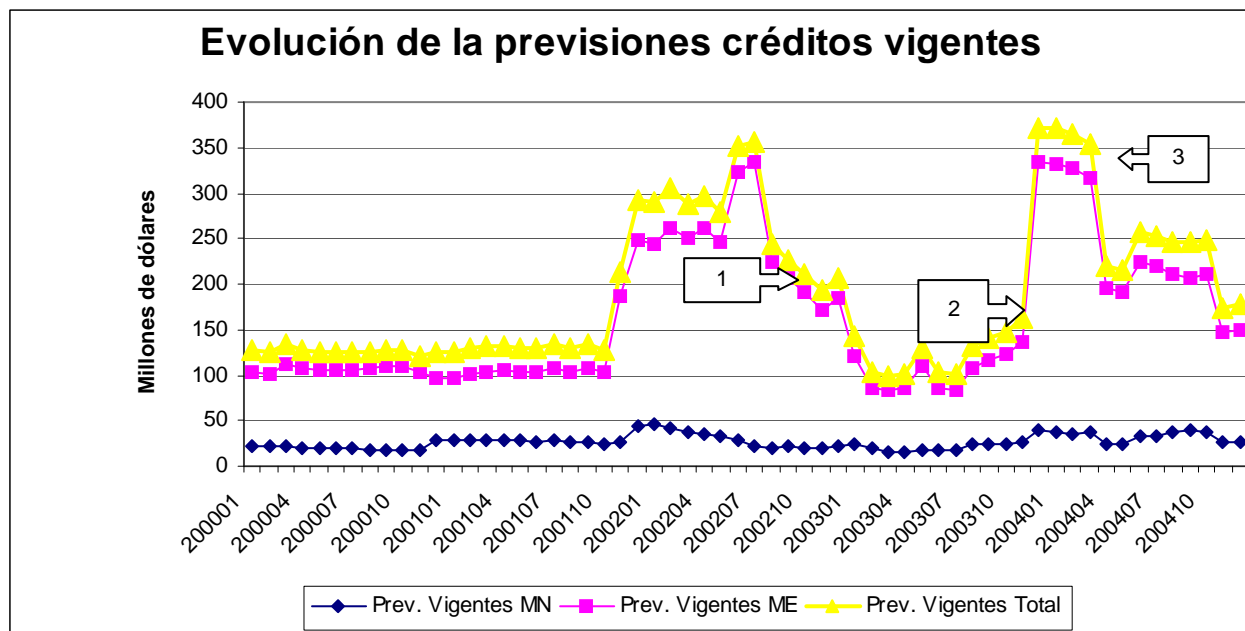
2. Previsiones por incobrabilidad diferentes.

La regulación prudencial uruguaya exigía que las instituciones clasificaran su cartera de riesgos crediticios y constituyeran provisiones por el riesgo de incobrabilidad, pero dentro de las pautas emitidas a estos efectos, no se reconocía el incremento en el riesgo de crédito que presentaban los deudores en dólares cuyos ingresos estaban nominados en pesos o eran inelásticos frente a una modificación del tipo de cambio.

Para suavizar este sesgo de las normas hacia la dolarización de los créditos, en diciembre de 2003 se requirió que al momento de evaluar los créditos se considerara el efecto de una devaluación en la capacidad de pago de los deudores.

En la Gráfica N° 6, que se presenta a continuación, se muestra la evolución de las provisiones correspondientes a los créditos vigentes desde enero de 2000 a diciembre 2004.

GRÁFICO 6



En dicha gráfica se puede apreciar que, desde mediados de 2002 hasta mediados de 2003, se produce una disminución de las previsiones de créditos vigentes (zona marcada con “1”), debido al incremento de los créditos vencidos, que se produjo como consecuencia de la crisis económico financiera del 2002. Este incremento de los créditos vencidos implica una reclasificación contable de las previsiones de créditos vigentes a previsiones de créditos vencidos y por eso se produce esta disminución. En la zona marcada “2”, se puede apreciar un aumento importante en las previsiones por incobrabilidad a diciembre 2003, obedeciendo al cambio en las normas. Debido a las importantes pérdidas que este cambio normativo generó a las instituciones financieras, en abril de 2004 la SIIF permitió diferir la constitución de estas previsiones, motivo por el cual se produce una disminución de las previsiones (zona marcada “3”). Sin embargo, las previsiones no han vuelto al nivel de enero de 2004, lo que plantea dudas sobre la efectividad de esta medida.

Asimismo, la modificación en los requerimientos de constitución de previsiones no se reflejó en una disminución en el nivel de dolarización del stock de créditos vigentes. A diciembre de 2004 el 88% de los créditos vigentes del sistema financiero privado

estaban nominados en dólares. Este nivel de dolarización tal alto podría deberse a que se partía de un stock de créditos en dólares muy grande.

Una premisa en la que se han basado los análisis sobre el problema de la dolarización de los créditos en Uruguay es que el mantenimiento de deudas en dólares no es malo en sí mismo si el deudor tiene sus ingresos nominados en dólares y presentan una alta elasticidad con variaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, un exportador se puede ver beneficiado con una devaluación y sus ingresos son en dólares (u otra moneda extranjera). Para corroborar esta premisa se analizó la evolución de los créditos vigentes y vencidos en moneda nacional y extranjera por sector de actividad, intentando separar aquellos sectores que producen bienes transables de los que no lo hacen. Para simplificar el análisis se supuso que los sectores Agropecuario e Industria Manufacturera producían bienes transables, mientras que los demás sectores producían bienes no transables.

A efectos de estimar el impacto que tuvo la crisis económico financiera que experimentó el Uruguay en la cartera de los bancos se trató de estimar qué porcentaje de los créditos vigentes en pesos y en dólares a diciembre 2001 fue castigado. Para ello se utilizó como aproximación la variación de los créditos castigados entre diciembre 2001 y diciembre 2004 dividido entre los créditos vigentes a diciembre 2001. Los resultados obtenidos se exponen a continuación:

Cuadro 2	Variación castigados Vigentes dic.2001	
	En USD	En \$
Agropecuario	25%	7%
Ind. Manufacturera	27%	6%
Construcción	36%	11%
Hoteles y Restaurantes	62%	43%
Comercio	29%	7%
Transporte almacenamiento y com.	29%	3%
Servicios financieros	7%	0%
Otros servicios	22%	14%
Familias automóviles	103%	0%
Familias consumo	128%	218%
Familias vivienda	10%	3%

Se observa que la proporción de créditos castigados⁵ en moneda extranjera es menor en los sectores de actividad que producen bienes transables y ha sido muy importante en los sectores Hoteles y Restaurantes y Familias Consumo y Automóviles, lo que reafirma la idea de que los créditos en dólares otorgados a sectores que producen bienes no transables presentan un mayor riesgo inherente. Asimismo se observa que para todos los sectores, a excepción de Familias Consumo, la morosidad registrada para los créditos en dólares es mayor que la de los créditos en moneda nacional. Presentan asimismo una morosidad en pesos muy importante aquellos sectores altamente dependientes del nivel de actividad económica, tales como Familias Consumo y Hoteles y Restaurantes.

Para evaluar si, como consecuencia de la crisis y de las medidas regulatorias adoptadas, se ha producido una disminución en el nivel de dolarización de los créditos según el sector de actividad, se consideró la proporción de créditos vigentes en moneda nacional para cada sector a diciembre 2001 y a diciembre 2004. Los resultados obtenidos se exponen a continuación:

Cuadro 3	% vigentes en MN		Variación
	dic-01	dic-04	Vigentes MN
Agropecuario	3%	1%	2.480
Ind. Manufacturera	7%	6%	11.536
Construcción	5%	10%	596
Hoteles y Restaurantes	1%	1%	168
Comercio	10%	15%	3.421
Transporte almacenamiento y com.	9%	9%	719
Servicios financieros	72%	79%	-363
Otros servicios	11%	12%	1.615
Familias automóviles	2%	55%	0
Familias consumo	11%	13%	1.163
Familias vivienda	6%	9%	562

Se puede apreciar que el nivel de dolarización disminuyó en los sectores Construcción, Comercio, Servicios Financieros y Familias. Este efecto responde no sólo a un aumento en los créditos vigentes en moneda nacional sino a la importante contracción que se produjo en los créditos vigentes en moneda extranjera, tal como se aprecia en los gráficos provistos en el Anexo 1.

⁵ Los créditos castigados son aquellos créditos en mora que han sido dados de baja del activo (write off) por haber transcurrido más de dos años desde que entraron en mora.

En dicho anexo se puede apreciar que los créditos vigentes en dólares han disminuido, lo que indicaría que no se están otorgando nuevos créditos en moneda extranjera a sectores no transables. En especial, se puede apreciar que en el Sector Comercio, si bien han disminuido los créditos en moneda extranjera, aquellos otorgados en moneda nacional han aumentado. Los únicos sectores donde se observó un incremento de los créditos vigentes en moneda extranjera han sido el Sector Industria Manufacturera y, en menor medida, el Sector Agropecuario. En estos sectores también se aprecia un incremento en los créditos vigentes en moneda nacional, lo que indicaría que las instituciones financieras se han focalizado en el otorgamiento de nuevos créditos a estos sectores, debido al mayor dinamismo que han presentado con posterioridad a la crisis.

En el caso del BROU no se aprecia una disminución de la dolarización en los créditos vigentes. Sólo se aprecia un incremento de los créditos en moneda nacional para el consumo, pero, en este tipo de créditos, la institución sólo opera en esta moneda.

Para verificar si estos incrementos en los créditos vigentes en moneda nacional y extranjera responden efectivamente a cambios en los nuevos créditos otorgados y evitar la incidencia de la variación de los créditos vencidos en el stock de créditos vigentes, se analizaron las nuevas operaciones concertadas en cada mes desde diciembre 2003 a marzo 2005. El Anexo 2 muestra la proporción de los nuevos créditos mensuales que fueron otorgados en dólares para cada sector de actividad.

Se puede apreciar que en todos los sectores a excepción del Agropecuario, la proporción de nuevos créditos otorgados en dólares ha disminuido de manera importante. En sectores como Consumo y Servicios, la proporción de nuevos créditos en dólares es inferior al 30%. En otros sectores, como Industria, Comercio y Construcción, si bien ha disminuido, la proporción de nuevos créditos en dólares sigue siendo relativamente alta, en el entorno del 60%.

El 18 de enero de 2005, la SIIF publicó una nueva regulación que implica un cambio en los criterios de clasificación y provisionamiento de los riesgos crediticios. Dicha regulación entrará en vigencia a partir del 1º de enero de 2006. Las nuevas pautas establecen explícitamente que a efectos de clasificar la cartera de créditos al sector no financiero se deberá considerar el riesgo por descalce de monedas del deudor y lo

define como “el riesgo de que se vea afectada la capacidad de pago del deudor o su situación patrimonial, como consecuencia de variaciones en la cotización de las monedas”.

Dependiendo de cómo una depreciación real de la moneda afecte la capacidad de pago del deudor, el deudor podrá ser clasificado 1B Deudores con capacidad de pago muy fuerte, 1C Deudores con capacidad de pago fuerte, 2A Deudores con capacidad de pago adecuada, etc. Esto obligará a la institución a constituir provisiones adicionales por este tipo de riesgo. A efectos de estimar como impacta el descalce de monedas del deudor en su capacidad de pago, en la norma emitida se prevé la definición de escenarios de stress que se deberán aplicar a los créditos para estimar esta exposición.

El objetivo de esta norma fue limitar el sesgo de la regulación que favorecía que, deudores cuyos ingresos no estaban ligados a la moneda extranjera, tomaran créditos en dicha moneda. El efectivo control de su cumplimiento requerirá importantes esfuerzos de actuación in situ por parte del cuerpo inspectivo de la SIIF. Asimismo, un control más general se puede hacer off site a partir de la información de Central de Riesgos que recibe mensualmente la SIIF. Esta información contiene datos de cada uno de los deudores de las instituciones financieras, detallando a qué tipo de sector de actividad pertenece el deudor, cuánto debe en moneda nacional y extranjera, si la deuda está vigente o vencida y las garantías computables.

En conclusión, a partir de la información de los nuevos créditos, se podría afirmar que, se estaría produciendo una disminución de los créditos otorgados en dólares a algunos sectores de actividad.

3. Requerimientos de encajes diferentes para depósitos en moneda extranjera y en moneda nacional.

Con anterioridad a la crisis de 2002, los requisitos de encajes para depósitos en moneda nacional y extranjera no presentaban demasiadas diferencias, lo que algunos especialistas consideraban como un estímulo a los depósitos en moneda extranjera. Estas normas sufrieron diversas modificaciones con posterioridad al feriado bancario, tal como se muestra en Anexo 3.

Como consecuencia de la devaluación de 2002, se modificaron las normas de encaje para evitar las presiones inflacionarias y sobre el tipo de cambio. El 5 de agosto de 2002 se estableció el requerimiento de mantener un encaje del 75% en moneda nacional y del 100% en moneda extranjera sobre el incremento de los depósitos que se registraran con respecto al 29 de julio de 2002.

El 2 de setiembre de 2002, nuevamente fueron cambiadas las normas de requerimientos de encaje. Como en ese momento la principal preocupación era las presiones al alza del tipo de cambio, se incrementaron de manera muy importante los requerimientos de encaje en moneda nacional (30% para los depósitos hasta 30 días, 24% para los depósitos hasta 180 días y 22% para los depósitos mayores a 180 días), se elimina el encaje remunerado y el encaje marginal. Para los depósitos en moneda extranjera sólo se incrementan los depósitos remunerados de 11.6% a 15% y también se elimina el requisito de encaje marginal.

El 20 de noviembre de ese mismo año se produce una modificación filosófica de los encajes en moneda nacional: se elimina el requerimiento de encajes para aquellos depósitos constituidos a plazos mayores a un año, mientras que en el caso de los depósitos en moneda extranjera, continúan gravados todos los plazos. Esta modificación normativa se realizó con la expresa intención de favorecer a aquellas instituciones que fomentaran depósitos en moneda nacional a plazos más largos.

A partir de esa fecha y hasta el 29 de setiembre de 2003, se producen varias disminuciones en los requerimientos de encaje en moneda nacional. Paralelamente, los requerimientos de encaje en moneda extranjera permanecieron sin cambios hasta el 1º de mayo de 2003 cuando se estableció un requisito de liquidez del 30% de los depósitos de no residentes en activos líquidos y seguros⁶. Esta modificación representó un cambio muy importante, ya que anteriormente los depósitos de no residentes que eran colocados a no residentes, se encontraban exentos de encaje. De esta manera se trataba de mitigar dos debilidades del sistema financiero uruguayo, la volatilidad de los depósitos de no residentes y la dificultad para actuar como

⁶ Este requisito de liquidez es similar al concepto de Liquid Foreign Asset Requirement (LAR) mencionado en el documento elaborado por Ize, Kiguel y Levy Yeyati, pero sólo para los depósitos de no residentes.

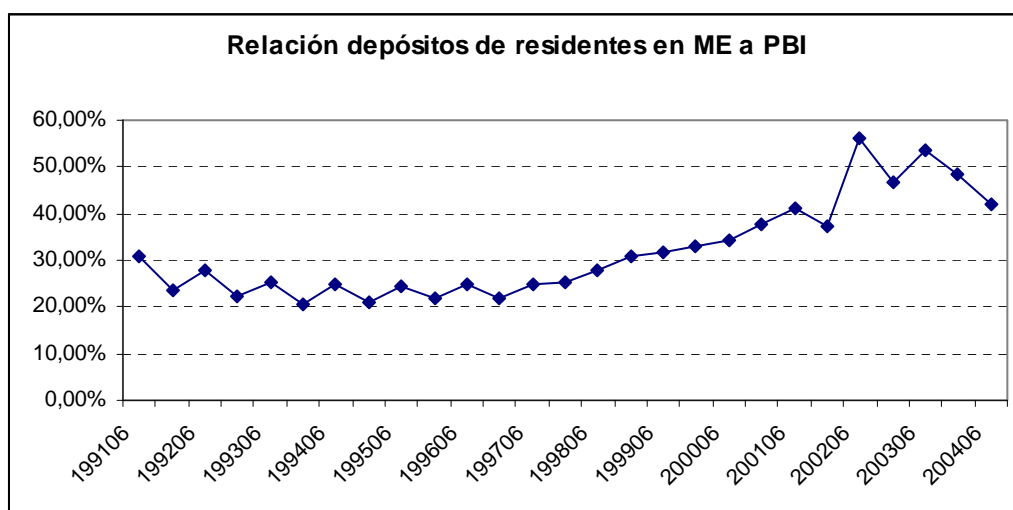
prestamista de última instancia en moneda extranjera, requiriendo mayores niveles de liquidez a las instituciones.

Los requisitos de encaje vigentes datan del 1º de octubre de 2003. Para moneda nacional se debe mantener el 17% de los depósitos y obligaciones a menos de 30 días, el 9% de los depósitos y obligaciones entre 31 y 90 días, 6% entre 91 y 180 días y 4% entre 181 y 367 días. Para moneda extranjera se debe mantener el 25% de los depósitos y obligaciones de residentes a menos de 180 días, el 19% para los pasivos con residentes a plazos mayores de 181 días. Persiste asimismo el requisito de liquidez del 30% para los depósitos de no residentes⁷.

A efectos de evaluar el impacto de la modificación en las normas de encaje, se analizó la evolución de los depósitos en moneda nacional y moneda extranjera.

En la Gráfica 1 que se presenta en el capítulo de Introducción, se puede apreciar que si bien en los últimos meses ha disminuido la proporción de los depósitos en moneda extranjera, la misma continúa siendo elevada. En la gráfica 7 se muestra la evolución de los depósitos de residentes en moneda extranjera medido como porcentaje del PBI. En la misma se puede observar que en los últimos meses se produjo una disminución de dicha relación de aproximadamente 11 puntos porcentuales.

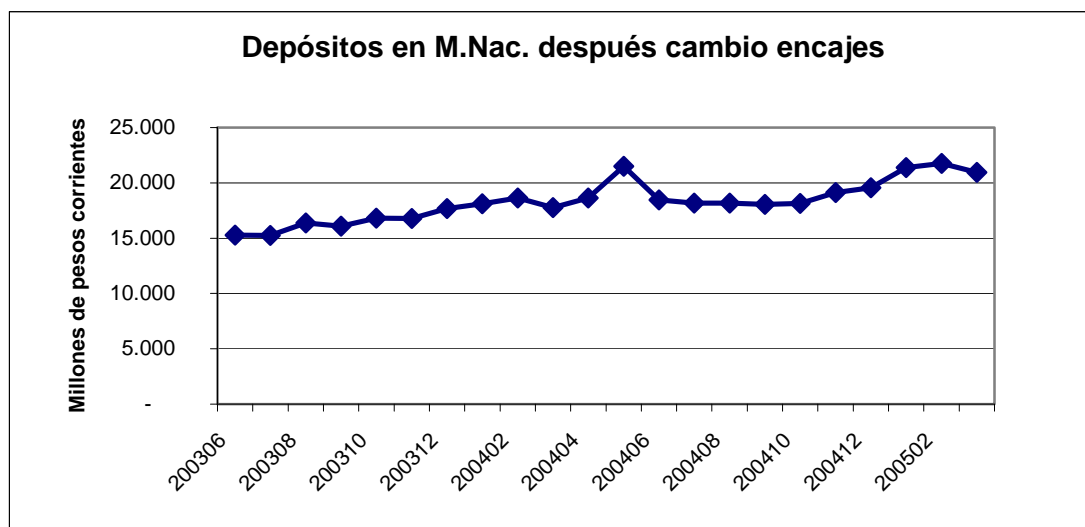
GRÁFICO 7



⁷ Este requisito de liquidez permite a la institución obtener algún tipo de remuneración por los fondos inmovilizados.

Paralelamente, los depósitos en moneda nacional muestran un importante incremento, como se aprecia en el gráfico 8.

GRAFICO 8



Entre setiembre 2003 y marzo 2005 los depósitos en moneda nacional⁸ del sector privado en pesos corrientes se incrementaron 4.860 millones de pesos, lo que representa un incremento porcentual de 32%. Sin embargo, este incremento fue captado de manera desigual por los bancos públicos y privados: el BROU capturó el 71% de dicho incremento, 3.453 millones de pesos.

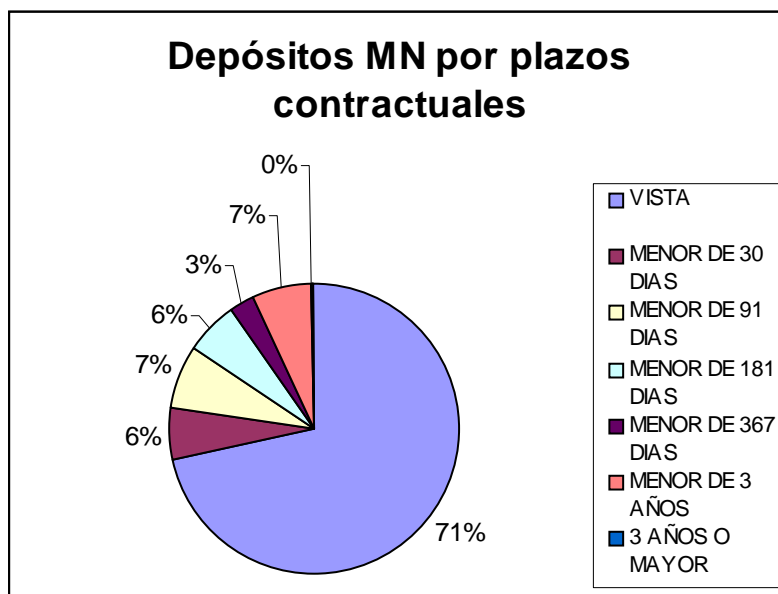
Asimismo se analizó la evolución de los depósitos en moneda nacional abierto por plazos contractuales a efectos de verificar si se había logrado el objetivo de incrementar los depósitos a plazos mayores al año.

En la gráfica N° 9 se aprecia que a marzo 2005, la mayoría de los depósitos en moneda nacional son a la vista y explican la mayoría del incremento experimentado por tales depósitos. Los depósitos a plazo representan sólo el 29% del total. Los plazos superiores al año representan sólo el 7% del total.

Si analizamos como evolucionaron los depósitos mayores a un año en moneda nacional entre setiembre de 2003 y marzo 2005 surge que las mismas prácticamente

se cuadruplicaron, pasando de 512 a 1.951 millones de pesos. El incremento de los depósitos en el BROU explica el 88% de este incremento y responde principalmente a la captación de depósitos en UI a plazos superiores a un año.

GRÁFICO 9



Cabe mencionar que, a efectos de los requisitos de encaje, los depósitos en UI se consideran como moneda nacional y contablemente se registran como depósitos en moneda nacional reajustables. A pesar del importante aumento registrado, tal como se muestra en la Gráfica 5, los depósitos en UI continúan siendo una porción insignificante del total de los depósitos del sector privado, asciende al equivalente a 45 millones de dólares que representa el 0.5% del total de depósitos.

Si analizamos la evolución de los depósitos por tipo, cuentas corrientes, caja de ahorro y a plazo fijo, discriminando moneda nacional y extranjera, se observa que la participación de los depósitos en moneda nacional no ha aumentado sustancialmente en ninguno de los casos.

⁸ A estos efectos no se consideraron los depósitos del Banco Hipotecario porque sólo puede captar depósitos de ahorro previo para adquisición de vivienda.

GRÁFICO 10

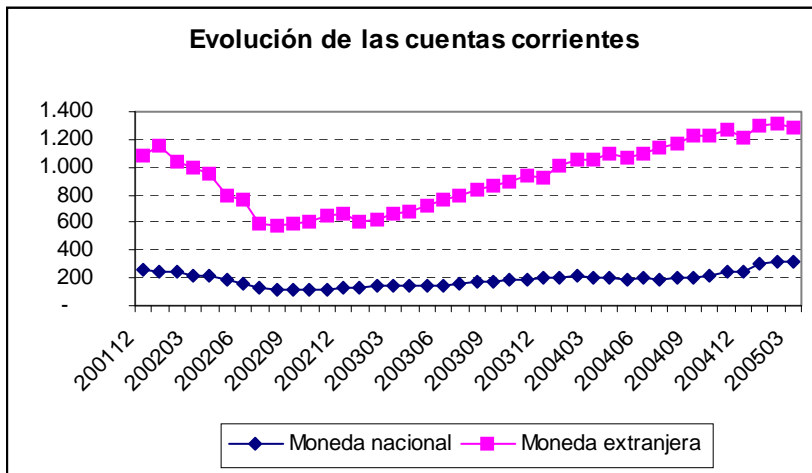


GRÁFICO 11

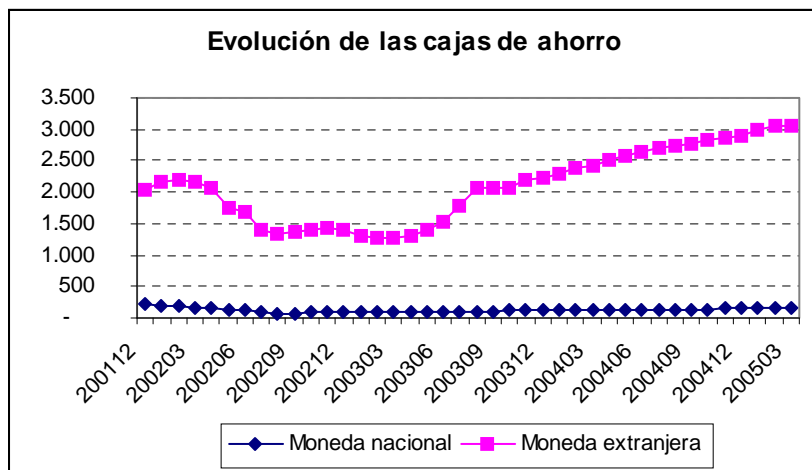
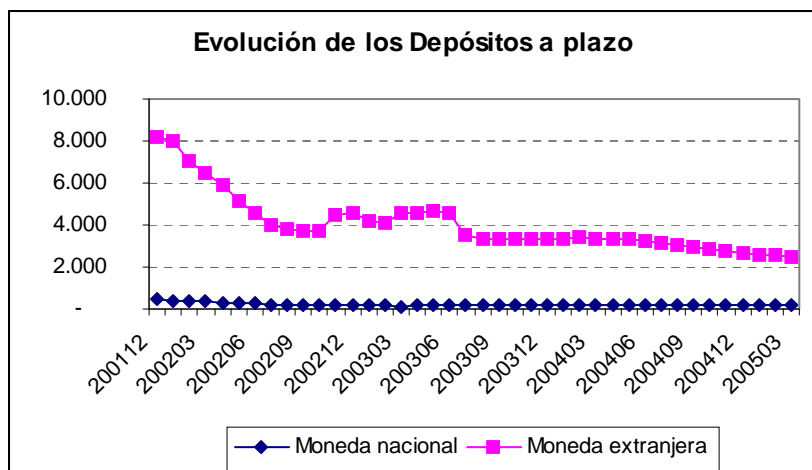
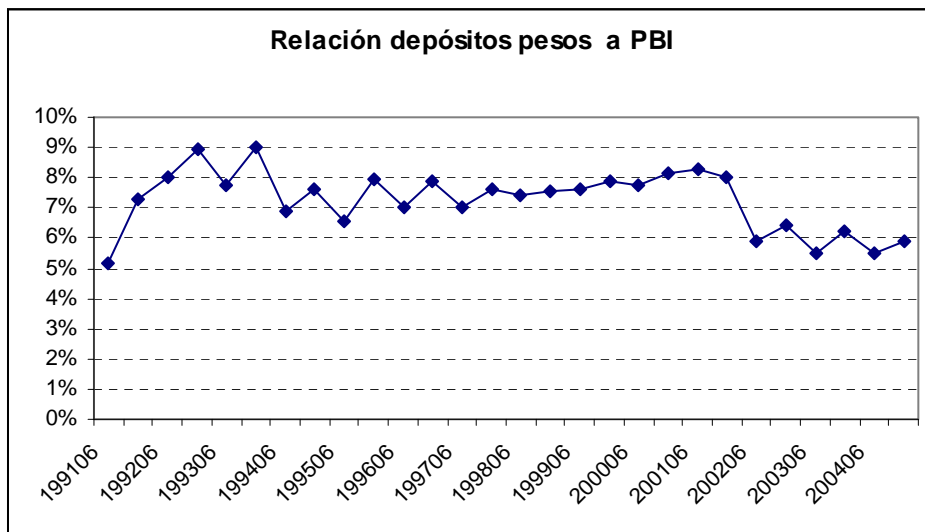


GRÁFICO 12



Si bien la modificación de las normas de encaje pueden explicar este incremento proporcionalmente mayor de los depósitos en moneda nacional, este aumento puede deberse también al mayor nivel de actividad económica. Para verificar este aspecto se analizó la evolución de la relación entre los depósitos en moneda nacional y el PIB a lo largo de varios períodos. En la Gráfica 13 se puede apreciar que esta proporción no ha aumentado en relación con el promedio histórico.

GRÁFICO 13

Respecto a la efectividad del cambio en las normas de encaje, se puede concluir que si bien se produjo un incremento importante en los depósitos en moneda nacional, este parece obedecer más a un incremento en los niveles de actividad que a un cambio en las preferencias de los depositantes. Los depósitos a largo plazo se cuadruplicaron, aunque continúan siendo un porcentaje muy pequeño del total de depósitos. Asimismo se logró incrementar los niveles de liquidez para respaldar los depósitos en moneda extranjera.

4. Seguro de Depósitos.

Con anterioridad a la crisis de 2002, Uruguay no contaba con un sistema de seguro de depósitos explícito, limitado y oneroso para los depositantes. Si bien por ley se establecía que el Estado no garantizaba los depósitos en los bancos privados, debido a la larga historia de salvataje de bancos, existía una suerte de seguro de depósitos

implícito, que no discriminaba en su cobertura entre depósitos en moneda nacional o extranjera, lo cual, indirectamente, incentivaba la dolarización de los depósitos.

Sin embargo, en la crisis de 2002, no se cumplió con este seguro implícito. Los depositantes a plazo de los bancos quebrados sufrieron pérdidas mientras que los depositantes a plazo en moneda extranjera de los bancos públicos vieron sus depósitos reprogramados a tres años⁹.

La Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario fue creada en la ley 17.613 de 27 de diciembre de 2002, conjuntamente con otras modificaciones legales adoptadas a consecuencia de la crisis de ese año. Sin embargo, no fue reglamentada hasta marzo de 2005.

El decreto reglamentario emitido establece que los aportes al Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios serán el 2 o/oo del promedio anual de los depósitos en moneda extranjera del año anterior y el 1 o/oo del promedio anual de los depósitos en moneda nacional del año anterior. Además se establecen coberturas diferentes para ambos tipos de depósitos: USD 5.000 para los depósitos en moneda extranjera y UI 250.000 para los depósitos en moneda nacional¹⁰.

La diferenciación entre depósitos en moneda nacional y extranjera contenida en el decreto reglamentario del seguro de depósitos, avanza en la dirección de establecer los incentivos necesarios para promover una mayor captación de depósitos en moneda nacional. Debido a su reciente promulgación, no ha sido posible aun evaluar sus efectos.

No obstante, no parece probable que este incentivo juegue un papel importante para los depositantes de las sucursales o subsidiarias de bancos internacionales ya que en la crisis reciente no sufrieron ningún tipo de pérdida o retraso.

5. Forward de tipo de cambio.

⁹ Como consecuencia, y tal como se aprecia en las gráficas de la sección anterior, la mayoría de los depósitos actualmente son a la vista, tanto en moneda nacional como extranjera.

¹⁰ Equivalente a poco menos de 15.000 USD a la cotización de la UI del 31.03.2005.

A efectos de fomentar la creación de un mercado de compra-venta de divisas a término, en el año 2004 el BCU emitió una comunicación reglamentando la realización, a través de la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), de operaciones forward de moneda extranjera donde una de las contrapartes es el BCU.

El desarrollo de esta operativa ha sido escaso: las operaciones realizadas entre agosto de 2004 y febrero de 2005, ascienden a 7.2 millones de dólares.

6. Circular 1930 de Control de AFAPs.

Hasta ahora se han descrito medidas recientes adoptadas por el Banco Central o el Poder Ejecutivo que tenían por objeto fomentar la desdolarización de depósitos y créditos bancarios o que podían tener un efecto positivo en ese sentido. Sin embargo, recientemente, el Área de Control de Mercado de Valores y AFAPs emitió una regulación que podría tener un efecto contrario.

La circular 1930, emitida el 21 de abril de 2005, establece que, las colocaciones de todo tipo que se realicen en una institución de intermediación financiera con los recursos del Fondo de Ahorro Previsional, no podrán superar el 10% del patrimonio de dicha institución financiera¹¹.

El objetivo que se persigue con esta regulación es acotar la exposición de los Fondos de Ahorro Previsional al riesgo de cada una de las instituciones y fomentar la diversificación de las colocaciones realizadas con los recursos del Fondo. Las AFAPs son los inversores institucionales por excelencia en el mercado financiero uruguayo y los grandes proveedores de fondos en pesos del sistema bancario¹². Al establecer un límite bajo a las colocaciones que las AFAPs pueden realizar en las instituciones financieras, indirectamente se podría estar generando un límite a la posibilidad de aumentar el fondeo en pesos de las instituciones y en consecuencia a la capacidad de otorgar créditos en dicha moneda.

¹¹ Cabe mencionar que las AFAPs no pueden invertir en el exterior.

¹² Los Entes Autónomos, o sea las empresas estatales de agua, energía eléctrica, combustibles y teléfono, que también son importantes generadores de pesos, sólo pueden depositar en el BROU.

En el cuadro¹³ que se expone a continuación se analiza el efecto de esta nueva regulación al 31 de marzo de 2005¹⁴. Se puede apreciar que el tope para el sistema financiero en su conjunto no es operativo en la actualidad, aunque para algunas instituciones sí constituye una restricción.

Cuadro 4				
Institución	PATRIMONIO	Tope AFAPs	Colocado por	Excedente
		10%	AFAPs	
A	305,81	30,58	14,99	-
B	1.418,14	141,81	-	-
C	248,15	24,82	-	-
D	751,27	75,13	0,72	-
E	251,27	25,13	-	-
F	571,23	57,12	176,51	119,39
G	731,75	73,18	-	-
H	3.962,13	396,21	-	-
I	2.355,64	235,56	203,89	-
J	638,01	63,80	51,07	-
K	1.157,87	115,79	24,51	-
L	406,30	40,63	305,95	265,32
M	8.501,07	850,11	849,64	-
O	475,05	47,51	98,90	51,39
P	312,51	31,25	-	-
Total	22.086,20	2.208,62	1.726,17	436,10

7. Resumen

A continuación se expone un cuadro con un resumen de las medidas adoptadas y los efectos detectados hasta la fecha.

Cuadro 5	
Medidas adoptadas	Efecto analizado
Creación de la UI	<ul style="list-style-type: none"> Aumento de la proporción de valores públicos en UI Bastante efecto

¹³ Datos expresado en millones de pesos:

¹⁴ Por motivos de confiabilidad de la información, los nombres de las instituciones financieras han sido cambiados.

<p>Previsiones por incobrabilidad diferentes</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de los depósitos del público en UI • Aumento de los créditos al sector privado en UI • Disminución de los nuevos créditos otorgados en moneda extranjera. 	<p>Poco efecto. Las instituciones privadas no ofrecen este tipo de depósitos.</p> <p>Efecto casi nulo¹⁵</p> <p>En general disminuyó la proporción de los nuevos créditos otorgados en dólares. Muy efectivo en los sectores de consumo y servicios. Poco efecto en Agro.</p>
<p>Requerimientos de encaje diferentes</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Mayores niveles de liquidez para depósitos en dólares. • Aumento de los depósitos en pesos. • Aumento de los depósitos en pesos a largo plazo 	<p>Muy efectivo</p> <p>Poco efecto</p> <p>Poco efecto</p>
<p>Seguro de depósitos</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de la proporción de los depósitos en pesos 	<p>Imposible evaluar su efecto por ser muy reciente</p>
<p>Forward de tipo de cambio</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento del volumen operado 	<p>Efecto casi nulo</p>

¹⁵ En los últimos días algunas instituciones han comenzado a promocionar el otorgamiento de créditos a largo plazo para vivienda en UI.

IV) ENCUESTA A EJECUTIVOS BANCARIOS

Debido a que muchas veces las regulaciones emitidas por las autoridades no producen el efecto que se pretendía, se realizó una encuesta a los ejecutivos de las diez mayores instituciones financieras del Uruguay, las cuales representan el 84% de los activos del sistema bancario, recabando su opinión sobre las causas de la dolarización, el efecto de las medidas desdolarizadoras ya adoptadas y qué otras medidas se podrían adoptar en este sentido. En el Anexo 4 se presentan las preguntas planteadas y las respuestas recibidas.

a) Causas de la dolarización

Frente a la pregunta sobre las causas de la dolarización, el 70% de las respuestas recibidas indicaron como factores causantes de la dolarización del crédito bancario a:

- i) la dificultad de encontrar fondeo suficiente en pesos a costos razonables como para poder prestar en moneda nacional con un spread razonable y
- ii) que los clientes preferían endeudarse en dólares, debido a que percibían que el costo financiero era más barato.

Con respecto a la explicación esgrimida en i), en mayo 2005, en promedio, las instituciones financieras se fondearon en moneda nacional al 2.1%. Debido a que las expectativas de inflación se situaban en 6.8%, la tasa real recibida por los depositantes es negativa y en consecuencia, no se sienten atraídos por este tipo de depósitos, más allá de lo transaccional.

Algunos economistas señalan que en el mercado financiero uruguayo existe un problema de falta de competencia que provoca la existencia de bajas tasas de interés pasivas y las altas tasas activas en moneda nacional¹⁶. Debido a restricciones legales y administrativas, el Gobierno y las empresas públicas –que son los grandes generadores de depósitos en pesos- sólo pueden depositar en la banca oficial. La institución oficial detenta el 65% de los depósitos en moneda nacional, considerando el

¹⁶ Se agradecen los comentarios del Ec. Gerardo Licandro respecto a este tema.

sector público y privado, tal como se aprecia en el Gráfico 14. Debido a sus altos costos operativos e importantes pérdidas crediticias, el BROU necesita un importante spread en moneda nacional y en consecuencia no puede ofrecer mayores tasas pasivas o menores tasas activas (Gráfico 15)¹⁷.

GRÁFICO 14

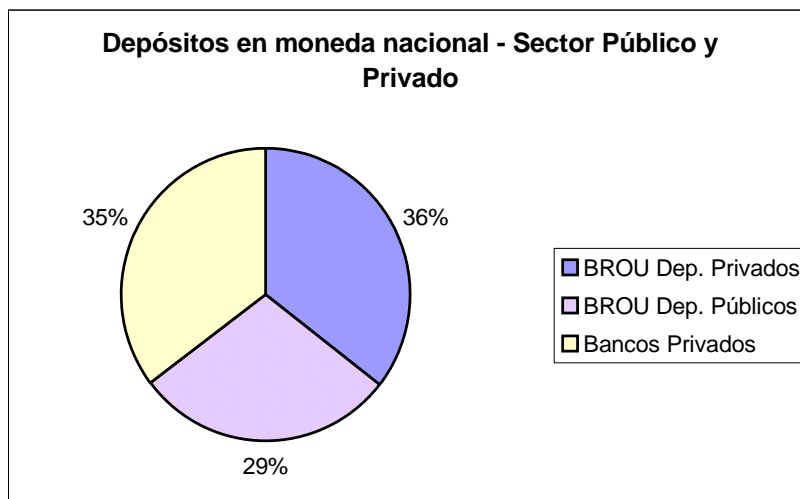
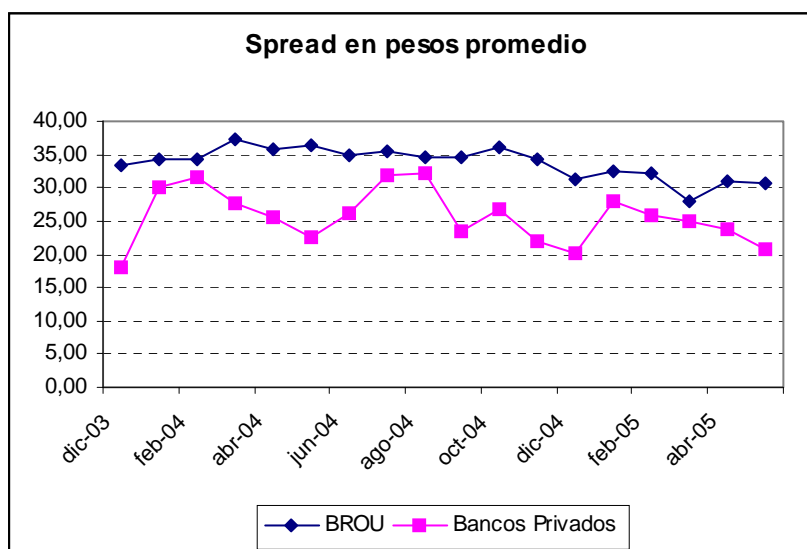
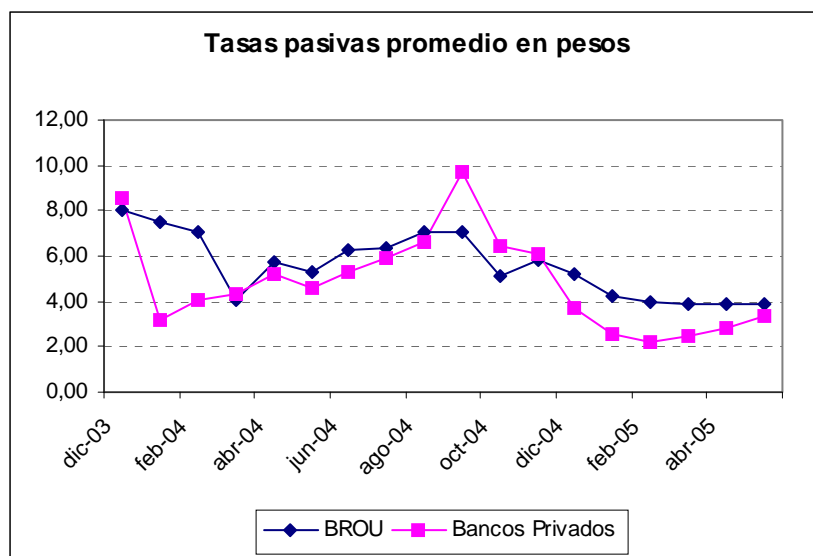


GRÁFICO 15



¹⁷ Esta explicación se aplica principalmente al mercado de moneda nacional, porque es en esta moneda que el BROU otorga los créditos al consumo a funcionarios públicos –llamado crédito social- siendo éste uno de sus productos más rentables y con muy baja morosidad ya que las cuotas se descuentan del sueldo de los funcionarios públicos.

Si bien este fenómeno puede explicar el alto spread del sistema bancario por la operativa en moneda nacional, no parece explicar que las tasas pasivas reales ofrecidas sean negativas, ya que en promedio las tasas ofrecidas por el BROU son superiores a las ofrecidas por los bancos privados, tal como se aprecia en el Gráfico 16.

GRÁFICO 16

En conclusión, del análisis de los datos relativos a las tasas pasivas promedio y las respuestas recibidas de los ejecutivos bancarios, parecería que, a las tasas que los bancos están dispuestos a pagar, los depositantes no están dispuestos a constituir depósitos en moneda nacional.

A efectos de analizar la apreciación mencionada en ii), se trató de estimar cual es el spread por encima de la devaluación esperada que se cobra en las tasas en moneda nacional. Se analizaron las tasas activas promedio a mayo 2005 en pesos y en dólares para empresas a plazos inferiores al año, 18.43% en pesos y 6.74% en dólares. Para estimar la tasa de devaluación esperada se consideraron tres escenarios uno optimista con una devaluación esperada igual a cero, uno medio con una apreciación del peso de 10% y uno pesimista con una apreciación igual a la de los últimos doce meses anteriores. A continuación se exponen los resultados obtenidos:

Cuadro 6	Pesimista	Medio	Optimista
Devaluación esperada	-19%	-10%	0%
Tasas en USD equivalentes	46%	32%	18%
Spread peso dólar	32%	22%	12%

Se puede observar que el premio que presentan las tasas en moneda nacional es importante y si consideramos la apreciación del peso registrada en los últimos meses, se encuentra en niveles cercanos al 30%. Probablemente las tasas en moneda extranjera aun no tengan incluido un premio por el mayor riesgo de crédito que representa otorgar créditos en dólares a deudores cuyos ingresos son en pesos. Esto influye para que el spread peso dólar sea mayor, motivando la preferencia de los deudores a tomar créditos en moneda extranjera.

La mayoría de los ejecutivos señalaron que hay un tema “cultural” muy grande, que “la gente piensa en dólares” y señalaron que los clientes son renuentes a endeudarse a largo plazo en UI debido al temor a que ocurra nuevamente lo sucedido con la UR en los años 90, cuando dicha unidad se reajustaba muchísimo más que el dólar y a pesar de pagar puntualmente las cuotas, sus deudas medidas en dólares crecían. En los últimos meses se ha producido una importante apreciación de peso con relación al dólar que ha contribuido a aumentar estos temores. Por otro lado, al producirse una disminución en el tipo de cambio, los deudores pierden el miedo a endeudarse en dólares.

Cabe mencionar asimismo que, debido a varias instancias de refinanciamientos tanto en la banca pública como privada con posterioridad a las crisis financieras, los agentes no internalizan el costo de una posible bancarrota y en consecuencia no están dispuestos a pagar el costo del seguro contra una devaluación que implica endeudarse en UI o en pesos.

Algunos de los ejecutivos entrevistados señalaron que sus instituciones tienen exceso de fondeo en dólares con dificultad para colocarlo, y en consecuencia, no tienen demasiados incentivos para promover la captación de depósitos en pesos ofreciendo mayores tasas por este tipo de depósitos.

Uno de los entrevistados comentó que la dolarización de los créditos bancarios responde a una diversificación y transferencia de riesgos que efectúan los bancos

Dado que el fondeo es principalmente en dólares es menos riesgoso para las instituciones transferir el riesgo de tipo de cambio a los clientes porque de esa manera se distribuye mejor. Si el banco se quedara descalzado y corriera todo el riesgo de tipo de cambio, ante una devaluación seguramente quebraría el banco. Señaló además que si bien aumentan los créditos incobrables, no todos los clientes dejan de pagarle al banco.

b) Riesgos de la dolarización

El 50% de los encuestados considera que el principal riesgo de la dolarización de los créditos es el aumento de los créditos incobrables, aunque no de una magnitud tal que ponga en riesgo la viabilidad de la institución. En el 35% de los casos, se señaló que aumenta la probabilidad de verse forzados a realizar reprogramaciones o a alargar los plazos de pago a sus clientes, no por ley, pero debido a la imposibilidad de sus clientes de cumplir con las condiciones originales del préstamo.

Ante la pregunta de cómo manejaba su institución el riesgo de crédito derivado de préstamos concedidos en una moneda diferente a la del negocio del tomador del crédito, en el 65% de los casos la respuesta fue que este riesgo se considera al establecer la línea de crédito general del cliente. En un 30% de las respuestas, señalaron que tampoco prestan actualmente para el consumo en moneda extranjera. La mayoría de los entrevistados señalaron que con posterioridad a la devaluación del año 2002, ha cambiado su actitud al evaluar las nuevas solicitudes de créditos y que, si bien ahora consideran este riesgo, deben administrar el stock de créditos ya otorgados. Algunos tratan de incentivar que sus clientes al renovar operaciones pasen parte de su endeudamiento a moneda nacional o a UI, ofreciendo tasas atractivas o requiriendo que un porcentaje de su deuda se renueve en pesos o en UI.

El 90% de los entrevistados reconoció que no tenían límites específicos para este tipo de riesgos y que analizaban caso a caso la situación de sus deudores. Cuando se preguntaba respecto a la realización de análisis para medir el impacto de una devaluación en la capacidad de pago de los clientes, en el 60% de los casos la respuesta fue que no se realizaba este tipo de análisis. Sólo el 30% de los entrevistados afirmó que sus instituciones realizaban stress test de su cartera de

créditos, pero que la devaluación era una variable más a estresar y que la misma se consideraba sólo si la probabilidad de ocurrencia superaba determinado umbral.

c) Efectos de las medidas desdolarizadoras

Con respecto al efecto de las medidas regulatorias adoptadas que podrían incentivar la desdolarización de créditos y depósitos, se plantearon cuatro preguntas: el efecto de la diferenciación en los encajes para depósitos en moneda nacional y extranjera, el efecto del establecimiento de un seguro de depósitos con montos garantizados menores y primas mayores para los depósitos en moneda extranjera, el efecto de aumento de las provisiones por incobrabilidad para los clientes cuyos ingresos estén nominados en pesos y el efecto de la emisión de títulos en UI por parte del BCU.

c.1) Encajes

Todos los entrevistados respondieron que la diferenciación de los encajes para depósitos en moneda nacional y extranjera había tenido poco o nulo impacto en el incremento del fondeo en pesos. La mayoría coincidió en que no se trata de un tema de rentabilidad de estos depósitos, sino de que el público presenta una fuerte preferencia por depositar en dólares y que los depósitos en pesos son sólo transaccionales.

Los datos recabados en la sección 3 del capítulo II de este trabajo confirman esta apreciación de los entrevistados. El incremento en los depósitos en moneda nacional parece responder más a un aumento en el nivel de actividad que a un incentivo generado por el cambio en las normas de encaje. Sin embargo, los depósitos a plazos mayores al año en pesos se cuadruplicaron, aunque continúan representando una porción menor del total de depósitos.

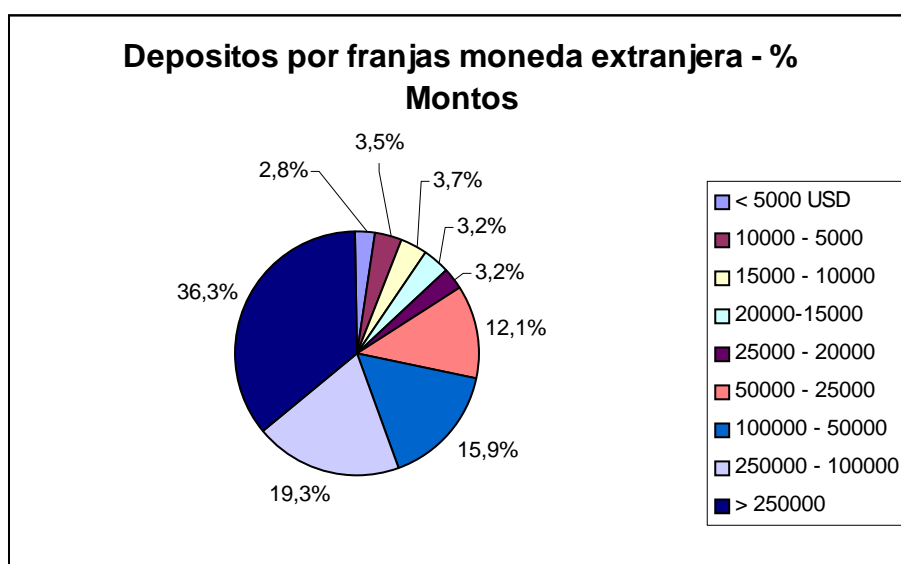
c.2) Seguro de depósitos

Al preguntar su opinión sobre el efecto de un sistema de seguro de depósitos como el reglamentado por el Poder Ejecutivo, el 50% de los entrevistados consideró que tendría poco o nulo efecto y un 40% consideró que sólo aumentaría los costos sin

cambiar la composición de los portafolios. Al fundamentar su posición, la mayoría coincidió que, para que tuviera efecto la diferenciación entre depósitos en moneda nacional y extranjera, los montos garantizados en moneda nacional deberían ser muchísimo mayores y que tal como estaba planteado, sólo podría tener efecto en las instituciones más chicas, con depósitos atomizados.

Tal como está definido, el seguro de depósitos cubre aproximadamente, en montos al 21% de los depósitos en moneda nacional y al 2.8% de los depósitos en dólares. En cantidad de clientes¹⁸ se cubre aproximadamente al 86% de los depositantes. En moneda extranjera, las franjas superiores a USD 50.000 agrupan el 84% del monto de los depósitos, lo que explicaría el escepticismo de los entrevistados respecto al incentivo que genere el seguro de depósitos en la desdolarización de los depósitos.

GRÁFICO 17



c.3) Previsiones por Incobrabilidad

El 70% de los entrevistados consideró que el incremento en las provisiones por incobrabilidad en los créditos otorgados en dólares a clientes que generan pesos - debido a las nuevas pautas emitidas para calificar a los créditos- producirá un aumento en la tasa de interés en moneda extranjera cobrada a este tipo de clientes. Si este aumento en la tasa será lo suficientemente alto como para desincentivar la toma de

¹⁸ No se pudo analizar qué porcentaje de estos corresponden a empresas y a personas físicas debido a que no se cuenta con esta información.

créditos en moneda extranjera, algunos consideran que eso dependerá del mercado. Otros consideraron que no los afectará por su perfil de clientes o que no podrán trasladarlo a la tasa.

El objetivo de la nueva norma de previsiones que comenzará a regir el 1º de enero de 2006, es forzar a que los bancos consideren en la tasa de interés el riesgo por descalce de monedas a nivel de sus deudores. De esta manera disminuiría el spread peso dólar que inclina las preferencias de los deudores a endeudarse en dólares.

Sin embargo, si la capacidad de pago del deudor no se ve afectada por una devaluación, de acuerdo con la norma no es necesario guardar más previsiones, aunque el crédito sea en dólares y, en consecuencia, no se vería afectada la tasa de interés. Esto puede ocurrir no solo cuando se trate de clientes vinculados con sectores exportadores sino también cuando el endeudamiento en dólares de los clientes sea pequeño aunque sus ingresos no estén vinculados a la moneda extranjera. Por este motivo, dependiendo del perfil de clientes de cada institución, las tasas de interés en dólares podrían no aumentar, tal como señalaron algunos ejecutivos y la norma no tener el efecto deseado.

c.4) Emisión de títulos en UI

Al preguntar sobre el efecto de la emisión de títulos en UI por parte del BCU, el 80% de los entrevistados consideró que la medida había tenido poco o nulo efecto. Prácticamente todos coincidieron que el público en general desconoce qué es la UI y que se debería hacer una campaña de marketing más intensa. Señalaron que se trata de un mercado a nivel institucional, siendo las AFAPs los principales operadores.

Cuando se preguntó cuál de todas estas medidas estimaban que tendría un mayor impacto en la desdolarización, ahí las opiniones estuvieron bastante divididas. Un 20% de los entrevistados, consideró que el aumento de las previsiones jugará un papel importante, un 30% estimó que todas las medidas contribuyen un poco en la desdolarización y un 30% consideró que ninguna de estas medidas tendrá un efecto relevante.

Respecto a las operaciones de forward de moneda extranjera reglamentadas por el BCU, todos los entrevistados coincidieron en que se trata de un instrumento aun no desarrollado. En el 70% de los casos declararon que habían sido utilizados por su institución pero poco, a pedido de empresas multinacionales clientes de la institución. Uno de los entrevistados señaló que para operar en este mercado se presenta además la dificultad de la inexistencia de curvas de tasas de interés en moneda nacional que permitieran “pricear” los forward adecuadamente.

Frente a la pregunta sobre el efecto de la flotación de la moneda en el nivel de dolarización, el 50% de los entrevistados respondió que no sabía si aumentaría o disminuiría y el 30% consideró que no cambiaría la situación.

d) Créditos y depósitos en UI

Las opiniones también se mostraron divididas al preguntar si en el mediano plazo aumentarían los depósitos y créditos en UI en sus instituciones. El 30% consideró que se vería un aumento de las operaciones en UI, pero que sería un proceso lento y pequeño. El 20% consideró que no se produciría un incremento y el 50% manifestó que no sabía que ocurriría, que dependía como evolucionara el mercado.

En junio 2005 algunos bancos privados comenzaron a ofrecer líneas de créditos a mediano y largo plazo en UI, para vivienda y para la compra de utilitarios mediante leasing, por lo que se espera un incremento en este tipo de créditos en el futuro.

Al ser consultados respecto de cuáles consideraba eran las principales dificultades para el desarrollo de un mercado de créditos y depósitos en este tipo de unidad de cuenta, el 90% de los consultados respondieron que se debía a la falta de confianza y desconocimiento del público en este tipo de instrumento y que a los clientes no les gustaba endeudarse en UI porque el costo financiero era mayor que el de endeudarse en moneda extranjera. También señalaron que los clientes que ganan pesos no perciben el riesgo de endeudarse en moneda extranjera y que tienen miedo a endeudarse en UI y que se dispare el nivel de inflación, aumentando su nivel de deuda.

Por el lado de los depósitos en UI, sólo el BROU ofrecía este producto y si bien tuvo una buena aceptación del público, el incremento de este tipo de depósitos hasta ahora ha sido modesto. Los bancos privados aun no ofrecen depósitos en UI.

Para evaluar la afirmación respecto al mayor costo financiero de los créditos en UI se analizó cuál sería la tasa en dólares equivalente a las tasas en UI promedio activas. A mayo 2005 la encuesta de expectativas de inflación consideraba como más probable que la inflación se situara en 6.8% en los próximos 12 meses , siendo el mínimo previsto 5.41% y el máximo 7.75%. Por otra parte, en los 12 últimos meses se ha apreciado del peso en relación al dólar un 19%. Se definieron 3 escenarios de devaluación e inflación esperada y para cada uno de ellos se analizó cuál sería la tasa en dólares equivalente a la tasa promedio en UI a mayo 2005. Los resultados obtenidos se exponen a continuación:

Cuadro 7		Pesimista Medio Optimista		
Inflación esperada		7,50%	6,80%	5,41%
Devaluación esperada		-19,1%	-10,0%	0,0%
Tasa UI mayo 2005	8,35%			
Tasa equivalente en USD		43,9%	29%	14%
Tasa USD mayo 2005	6,74%			

Si se considera que la tasa promedio en dólares que se cobró en el mes de mayo 2005 ascendía a 6.74%, se observa que en el escenario optimista, sin que se vuelva a producir una apreciación del peso, la tasa en UI equivale a una tasa en dólares del 14%, lo que validaría la explicación dada por algunos de los entrevistados.

Detrás de esta apreciación subyace el hecho que los deudores en dólares han tenido un gran poder de “lobby” en crisis anteriores y han logrado beneficiosas refinanciaciones, por lo cual no perciben un mayor riesgo en endeudarse en dólares.

El 70% de los entrevistados estima que, a pesar de las nuevas regulaciones, los créditos en UI seguirán siendo más caros que los créditos en moneda extranjera. Al preguntarles por qué consideraban que sucedería esto, el 50% de los entrevistados consideró que seguirá siendo más caro fondearse en UI que en dólares, el 29% consideró que la tasa de los créditos en dólares no recoge el riesgo que ante una devaluación el deudor no pague y el 21% consideró que la tasa en UI incorpora la

perspectiva de una devaluación en la moneda nacional. Como ya mencionáramos, los bancos se fondean en pesos a tasas reales negativas y en los últimos meses ha habido una tendencia a la apreciación del peso respecto al dólar. En consecuencia, en las circunstancias actuales, fondearse en UI no les resulta atractivo.

En virtud de las tasas equivalentes en dólares detalladas en el Cuadro 6, se puede observar que -en el escenario optimista- si la tasa en dólares incluyera un premio por el riesgo de descalce a nivel del deudor, el spread entre ambas tasas no sería excesivo. Los cambios en las normas de provisiones adoptados por la SIIF apuntan a minimizar este sesgo.

Por otra parte, si bien la probabilidad de una devaluación actualmente es muy baja, es un evento de alto impacto y en consecuencia existe un premio por ello incluido en las tasas en pesos y en UI.

Al preguntar si estimaban que la UI pudiera sustituir al dólar como reserva de valor de los ahorros, el 60% de los entrevistados respondió que no y un 30% respondió que no sabía. Algunos señalaron nuevamente que hay un tema cultural muy fuerte en las preferencias del público de mantener depósitos en dólares. Otros estimaron que tal vez se diera este cambio pero muy a largo plazo.

e) Otras posibles medidas

Consultados respecto a qué otras medidas serían más efectivas para desincentivar la dolarización de los créditos, un 30% consideró que permitir mantener encajes remunerados en moneda nacional, por ejemplo en letras en UI o en moneda nacional, ayudaría a abaratar el fondeo en moneda nacional. Un 20% de los entrevistados consideró que todas las medidas sugeridas en la pregunta contribuían en algo al objetivo de desdolarizar el mercado financiero: la imposición de un tope global a este tipo de riesgo, la imposición de un cargo a capital por este tipo de riesgo, la imposición de una previsión específica por cliente, separada del régimen general de provisiones y el permitir mantener parte del encaje en moneda nacional en valores públicos.

Algunos sugirieron otras medidas que estimaban serían más efectivas. Por ejemplo, uno de los ejecutivos entrevistados sugirió que se debería promocionar más la UI,

lograr que su cotización se difundiera a través de los informativos junto con las cotizaciones de las monedas extranjeras. También sugirió considerar la implantación de un esquema de encajes diferenciales: si los fondos captados se colocan en moneda nacional o a determinado sector de actividad, se exoneraría de los encajes.

Todas las personas entrevistadas consideraron que, para lograr la desdolarización de la economía, un requisito imprescindible era lograr una estabilidad macroeconómica a largo plazo. Consideraron que en nuestro país sería contraproducente establecer una restricción legal a los depósitos y créditos en moneda extranjera, que sólo se lograría aumentar la informalidad o la fuga de capitales.

Frente a la pregunta si pensaban que se lograría el objetivo de desdolarizar la economía el 70% de los encuestados contestó que sólo se podría disminuir un poco el nivel de dolarización. Un 20% respondió que pensaba que se iba a lograr ese objetivo pero en el largo plazo y que previamente se debía lograr la estabilidad macroeconómica.

Una de las personas entrevistadas señaló que no estimaba que se pudiera lograr la desdolarización con las medidas adoptadas hasta ahora y que todos los agentes regulatorios deberían alinear sus actuaciones en ese sentido para poder lograrlo. Mencionó el caso de la Circular 1930, recientemente emitida por el Área de Control de Mercado de Valores y AFAPs, la cual a su entender limitaba la posibilidad de los bancos de fondearse en moneda nacional. Sin embargo tal como se analizó en la sección 6 del capítulo II, no se espera que esta normativa afecte al sistema financiero en su conjunto, aunque podría constituir una restricción para algunas instituciones.

Todos los entrevistados consideraron que sería beneficioso disminuir el nivel de dolarización de los créditos.

IV) SUGERENCIAS

Los comentarios recogidos de los ejecutivos bancarios remarcaban la dificultad de encontrar fondeo en moneda nacional a costos razonables, que los clientes continúan prefiriendo endeudarse en dólares por un tema de costos y la falta de confianza del público en la UI, tanto para depositar como para endeudarse. Por otra parte, de las experiencias de Chile e Israel¹⁹, dos casos de desdolarización considerados exitosos, podemos concluir que en ambos casos se trató de un proceso largo de estabilización de la economía, donde existían sistemas de indexación confiables, donde se convirtió la deuda pública de moneda extranjera a moneda local, se promovió activamente el desarrollo de los mercados financieros en la moneda local y la regulación no permitía que los bancos mantuvieran posiciones descubiertas en moneda extranjera. Por otra parte, la reciente experiencia de Perú ilustra sobre posibles caminos para superar los temas “culturales”.

En consecuencia, las medidas sugeridas en este capítulo tratarán de contemplar las características del mercado financiero uruguayo, las recomendaciones teóricas en la materia y las lecciones aprendidas de las experiencias de los países mencionados.

1. Normas que favorezcan el fondeo en pesos

La mayoría de los entrevistados señaló que una de las causas de la dolarización de los créditos era la dificultad de encontrar fondeo suficiente en pesos a costos razonables como para poder prestar en moneda nacional con un spread adecuado, debido a una fuerte preferencia de los depositantes a ahorrar en dólares. Prohibir o limitar los depósitos en moneda extranjera, sólo generaría una salida de depósitos del sistema bancario.

Los análisis de las tasas pasivas en moneda nacional permiten apreciar que las tasas reales son negativas y en consecuencia los depositantes no se sienten atraídos hacia este tipo de depósitos.

¹⁹ Un resumen de la experiencia de estos países se expone en un apéndice al final del trabajo.

Las causas que originan esta brecha entre lo que están dispuestos a pagar los bancos por los depósitos en pesos y lo que exigen los depositantes, deberían ser objeto de una investigación adicional. El éxito relativo que obtuvo el BROU al lanzar el producto de depósitos en UI, indicaría que si se ofrecen tasas reales positivas en pesos, las chances de éxito son promisorias.

Adicionalmente se podrían tomar las siguientes medidas para favorecer un incremento del fondeo en pesos:

- Aumentar el tope cubierto por el seguro de depósitos en moneda nacional

Broda y Levy Yeyati (2003) señalan que la dolarización se puede ver incentivada por la existencia de imperfecciones de mercado si el marco regulatorio no es adecuado para tratarlas. Ilustran este argumento con el caso de un sistema de seguro de depósitos que no distingue en sus primas el riesgo mayor que implican los depósitos en moneda extranjera. La probabilidad de quiebra de una institución financiera es mayor ante el evento de una devaluación, debido a la dificultad que los deudores en moneda extranjera enfrentan para cumplir con sus obligaciones. En esa circunstancia, los depositantes en dólares reciben una cobertura, total y sin costo para ellos, contra el riesgo de tipo de cambio, lo que vuelve este tipo de depósitos relativamente más atractivo que los constituidos en moneda nacional. Los autores sugerían la conveniencia de establecer una cobertura en pesos similar para ambos tipos de depósitos para evitar este sesgo.

Intentando recoger estas recomendaciones, las autoridades uruguayas establecieron primas mayores y montos cubiertos menores para los depósitos en moneda extranjera. Sin embargo, la mayoría de los ejecutivos bancarios entrevistados consideraron que tal medida tendría poco efecto en la desdolarización de los depósitos. Algunos señalaron que para que la diferenciación tuviera algún efecto en incentivar la constitución de depósitos en moneda nacional, los montos asegurados en pesos deberían ser mayores. En consecuencia, una de las medidas posibles sería incrementar el tope de los depósitos en moneda nacional al equivalente a USD20.000, aproximadamente 354.000 UI ó 510.000 pesos a la cotización al 31.03.05. Probablemente este incentivo no juegue un papel importante en los bancos con fuertes accionistas internacionales.

Evidentemente, para que la diferenciación en los montos garantizados sea efectiva, se deberá realizar una importante campaña de marketing, para concientizar a los depositantes respecto de las mismas.

- Aumentar la oferta de fondos en pesos por parte de inversores institucionales

Los principales proveedores de pesos al sistema bancario son las empresas públicas y las AFAPs. Las primeras sólo pueden depositar en el BROU mientras que recientemente se limitó la exposición que pueden tener las segundas con cada una de las instituciones financieras. En consecuencia, para aumentar los fondos disponibles en pesos por parte del sistema bancario privado, se estima conveniente aumentar el tope del 10% del patrimonio de cada institución establecido en la circular 1930 del BCU, por ejemplo al 30%.

Por otra parte, la experiencia chilena muestra que la existencia de los fondos de pensión, que demandaban papeles indexados a largo plazo, favoreció la desdolarización de la economía y el surgimiento de mercados financieros en moneda local indexada. En consecuencia, consideramos que se debería continuar con la política iniciada en el año 2002 tendiente a reducir la porción de los fondos de ahorro previsional que puede ser colocada en dólares, actualmente en el 60%. Esto generaría un incremento de la demanda adicional de papeles en pesos o en UI y/o un incremento de depósitos en moneda nacional en el sistema bancario.

Adicionalmente y como fuera propuesto oportunamente por G. Licandro y J. Licandro, se debería de requerir que las jubilaciones y pensiones debieran ajustarse según las variaciones de la UI²⁰, de modo que las AFAPs se orientaran a minimizar la variabilidad de los retornos reales de los fondos administrados. Sin embargo esta modificación propuesta requiere un cambio en la Constitución de la República lo que ha dificultado su puesta en práctica.

²⁰ Actualmente, debido a una disposición de rango constitucional, las jubilaciones y pensiones se ajustan de acuerdo con la variación del Índice Medio de Salarios (IMS).

2. Establecer ponderaciones diferenciales para el cálculo de capital para los créditos a sectores no transables según la moneda en que fueron otorgados.

El cuadro a continuación expone cuánto variaron los créditos castigados en dólares entre diciembre 2001 y marzo 2005, con relación a los créditos vigentes en dólares y al patrimonio de los bancos privados a diciembre 2001.

Cuadro 8				
	Var. Cast. S/ Vig. 2001	Var. Castig. USD	Patrimonio Dic-01	% cast. USD s/Pat.12.01
Agropecuario	25%	647	11.801	5%
Ind. Manufacturera	27%	2.377	11.801	20%
Construcción	36%	722	11.801	6%
Hoteles y Restaurantes	62%	116	11.801	1%
Comercio	29%	1.899	11.801	16%
Transporte almacen. y com.	29%	297	11.801	3%
Servicios financieros	7%	16	11.801	0%
Otros servicios	22%	16	11.801	0%
Familias automóviles	103%	42	11.801	0%
Familias consumo	128%	1.913	11.801	16%
Familias vivienda	10%	89	11.801	1%

Se puede apreciar que con relación a los créditos vigentes algunos sectores como Familias consumo y automóviles y Hoteles y Restaurantes, la proporción de créditos castigados en dólares es muy importante. Sin embargo, si se mide con relación al patrimonio su importancia se relativiza. Al contrario, sectores como Agro e Industria Manufacturera, que muestran una proporción de castigados en dólares relativamente menor si la medimos contra los créditos vigentes, representan un porcentaje relativamente importante del patrimonio del sistema bancario privado, debido a la participación que tienen en el total de la cartera de los bancos.

Del cuadro que antecede se puede concluir que es extremadamente riesgoso otorgar créditos en dólares al consumo y por lo tanto debería desincentivarse este tipo de operaciones. En este sentido, la mayoría de los directivos bancarios entrevistados reconocieron que actualmente no brindaban este tipo de financiamiento. Sin embargo, si no se emiten regulaciones al respecto, presionadas por la necesidad de generar utilidades, probablemente las instituciones comiencen a conceder nuevamente este tipo de créditos.

Una posible medida regulatoria sería que, a efectos del cálculo de los requerimientos de capital, los créditos otorgados en dólares a los sectores que se definirían en la regulación como no transables requieran una ponderación mayor, por ejemplo al 130%, y en cambio los créditos otorgados a esos mismos sectores en pesos o en UI requieran una ponderación menor, por ejemplo al 80%. Sectores como el Agropecuario y la Industria Manufacturera seguirían ponderados al 100%. Por las razones esgrimidas en el párrafo anterior, se estima conveniente que los créditos en moneda extranjera otorgados para el consumo deberían ser ponderados al 200% a efectos del cálculo del requisito de capital.

En el cuadro 7 se ha estimado la diferencia de requisitos patrimoniales mínimos que resultaría a diciembre 2004, para el total del sistema bancario privado, si se aplicaran los ponderadores propuestos. El sistema bancario vería incrementado sus requisitos de patrimonio en 466 millones de pesos, aproximadamente un 14%²¹.

Cuadro 9				Ponderador		Capital		Cap.	
	MN	ME	Total	MN	ME	Propuesta	Actual		
Agropecuario	44	3.990	4.034	100%	100%	403	403	0	
Ind. Manufacturera	846	12.917	13.763	100%	100%	1.376	1.376	0	
Construcción	79	1.107	1.187	100%	130%	152	119	33	
Hoteles y Restaurantes	2	217	219	80%	130%	28	22	6	
Comercio	769	4.776	5.545	80%	130%	682	555	128	
Transporte almac. y com.	80	929	1.009	80%	130%	127	101	26	
Servicios financieros	491	133	624	100%	100%	62	62	0	
Otros servicios	267	2.154	2.421	80%	130%	301	242	59	
Familias automóviles	1	3	4	100%	200%	1	0	0	
Familias consumo	384	2.144	2.528	100%	200%	467	253	214	
Familias vivienda	64	795	858	80%	100%	85	86	-1	

²¹ Al momento de realizar este trabajo la Superintendencia de Instituciones Financieras del Uruguay estaba analizando la posibilidad de establecer una ponderación mayor al 100% para todos los créditos concedidos en dólares, a efectos del cálculo de los requisitos de capital.

3. Límite a la exposición de los bancos al riesgo de cambio a nivel de sus deudores.

La experiencia de Israel señala que la supervisión bancaria tuvo un papel muy importante en el proceso de desdolarizar el crédito bancario, ya que para aquellos deudores cuyos ingresos están vinculados a la actividad local -y por ende a la moneda local- los bancos deben exigirles una cobertura activa del riesgo de tipo de cambio o garantías reales mayores.

De las entrevistas realizadas y de los datos analizados en los capítulos anteriores se puede concluir que el mercado de forward de tipo de cambio en el Uruguay aun no está demasiado desarrollado y en general, las empresas que lo utilizan son filiales de empresas multinacionales.

Emulando la experiencia israelí, se podría establecer que, en el caso que los ingresos de un deudor sean inelásticos a las variaciones del tipo de cambio y su endeudamiento sea en moneda extranjera, el cliente debería contratar coberturas forward de tipo de cambio.

Otra posibilidad sería exigir el otorgamiento de garantías reales, las cuales sólo podrían computarse hasta el 50% del valor del crédito²².

A efectos de determinar qué proporción de la cartera de créditos al sector no financiero, de los bancos privados, correspondía a clientes que no generaban las divisas necesarias para el repago de los créditos en moneda extranjera, se analizó a nivel de cada uno de los sectores de actividad qué proporción de su producción se exportaba. A nivel del sector Industrias, este análisis se realizó a nivel de cada subsector²³.

²² En Uruguay, si la garantía real es lo suficientemente importante, probablemente se constituyan muy pocas provisiones, ya que el valor de la garantía se deduce del monto del crédito a efectos del cálculo de las provisiones.

²³ A estos efectos se contó con la colaboración del Dpto. de Estadística Económicas del BCU.

Cuadro 10	% Export.	Vigentes	Límite	Exceso
Agropecuario	60%	3.664	2.198	1.424
Ind. Manufacturera	45%	13.210	5.944	6.429
Construcción	0	748	0	672
Hoteles y Restaurantes	10%	170	17	152
Comercio	0	4.896	0	4.159
Transporte almacenamiento y com.	20%	875	175	622
Servicios financieros	0	618	0	127
Otros servicios	40%	2.122	849	1.020
Familias automóviles	0%	1	0	1
Familias consumo	0%	1.577	0	1.370
Familias vivienda	0%	688	0	625
		28.569		16.600
Total vigentes en ME		25.783		
Porcentaje exceso/ Vig. ME		64%		

De los estudios realizados, se concluyó que aproximadamente el 64% de los créditos vigentes otorgados en moneda extranjera se encontraba en esas condiciones. Se debería tratar de disminuir esta exposición descubierta al riesgo de crédito que se deriva del riesgo de tipo de cambio, ya sea exigiendo garantías reales en exceso o cobertura con instrumentos derivados como en el caso Israelí, o estableciendo un tope regulatorio a este tipo de exposición sin cobertura. En la medida que se incremente el fondeo en moneda nacional, se podría implementar un plan paulatino para ir disminuyendo este porcentaje a niveles más aceptables, por ejemplo, al 40% en el 2006, al 30% en el 2007, al 20% en el 2008, y así sucesivamente.

4. Proteger y fomentar la UI

Tanto en el caso de Chile como de Israel, existía una unidad de indexación confiable y aceptada por los participantes del mercado financiero, la cual explica en parte que se pudiera evitar el proceso de dolarización.

Ize y Levy Yeyati (2003), a partir de un enfoque de teoría de portafolio, muestran que, en ausencia de diferencias en las tasas reales de interés entre las monedas, inversores residentes aversos al riesgo elegirán una composición de su portafolio de ahorros que minimice la varianza de los retornos, la cual depende de la volatilidad de la inflación y de la tasa de depreciación real. Se puede demostrar entonces, que el ratio de dolarización es directamente proporcional al coeficiente de pass through. De este análisis los autores concluyen que si se aplica un régimen de flotación cambiaria

unido a una política de inflation targeting, se minimizan los incentivos para la dolarización. Por otra parte, economías abiertas, con una alta proporción de productos importados, tendrán un mayor nivel de pass through y en consecuencia un mayor nivel de dolarización. Asimismo, residentes y no residentes eligen la composición de sus portafolios de manera diferente: los instrumentos en moneda local serán más atractivos para los residentes porque se traducen en una canasta de consumo local. Es por eso que para los residentes, pasa a ser relevante la existencia de activos indexados al IPC como una opción a la tenencia de activos en dólares, ya que minimiza la varianza de los retornos reales.

Uruguay a partir de 2002 creó una unidad indexada, mantiene un régimen de flotación cambiaria y su política monetaria tiende a un inflation targeting. Sin embargo, la tenencia de activos en dólares continúa superando ampliamente la tenencia de activos en UI por parte de los residentes.

De las entrevistas mantenidas con los ejecutivos bancarios surge que una de las principales dificultades que enfrenta el desarrollo de un mercado de créditos y depósitos en UI es el desconocimiento y la falta de confianza en el instrumento. Los tomadores de crédito temen endeudarse en esa moneda debido a la mala experiencia pasada con la UR²⁴ y el atraso cambiario. Se debería desarrollar una campaña de marketing que instruyeran al público sobre la UI y se informara diariamente en los noticieros su cotización.

Como se analizara en la sección d) del capítulo III de este documento, existe un spread positivo entre las tasas en UI y las tasas en dólares que favorece la toma de créditos en dólares. Los tomadores de créditos en dólares no internalizan el costo de bancarrota ya que, debido a la experiencia en crisis pasadas, no es creíble la amenaza de no rescate por parte de las autoridades. En consecuencia no están dispuestos a asumir ese mayor spread como costo de un seguro frente a una devaluación. Cómo se resuelva el problema del endeudamiento bancario -en discusión actualmente en Uruguay- enviará señales al mercado respecto de la conveniencia o no de asumir el costo de dicho seguro.

²⁴ UR es una unidad reajutable que se actualiza con el IMS y que se utiliza principalmente para préstamos hipotecarios.

Jiménez (2003) señala que muchos casos de fracasos en experiencias con unidades indexadas en países latinoamericanos en los años 60 y 70, incluido Uruguay, se ha debido a la falta de protección legal ante posibles cambios en la forma de actualización, lo que genera desconfianza. Para evitar este tipo de desconfianza, la definición de la unidad indexada debería estar establecida por ley.

La experiencia de Chile e Israel demuestran que se necesita de un esfuerzo prolongado del gobierno para promover la existencia de un mercado financiero en moneda local. Por eso se deberá continuar con la emisión de deuda pública en moneda nacional y a diferentes plazos, para favorecer la confección de curvas de tasas en moneda nacional. En la medida que la situación fiscal lo permita, debería sustituirse deuda en moneda extranjera por deuda en moneda nacional o UI, tal como lo hicieron Chile e Israel.

5. Tasas de interés para créditos en moneda nacional más atractivas.

Un tema importante que incide en la preferencia a tomar créditos en dólares es la diferencia en las tasas activas en moneda nacional y extranjera. En promedio, las nuevas operaciones de crédito de abril de 2005, fueron concertadas al 18.43% en moneda nacional y al 6.74% en moneda extranjera, para empresas a plazos inferiores al año.

Como se mencionara en la sección a) del capítulo III, en los últimos meses la moneda nacional se ha ido revaluando en comparación con el dólar americano y en consecuencia se podría considerar que las expectativas de devaluación son nulas. Bajo estos supuestos, para una tasa en pesos de 18.43%, la tasa equivalente en dólares sería 14%. Como la amenaza de no rescate no es creíble, en consecuencia los deudores prefieren endeudarse en dólares porque es más barato.

Para evitar este incentivo hacia la toma de créditos en dólares por deudores cuyos ingresos se encuentran en moneda nacional, debido a la diferencias entre las tasas de interés, es que la SIIF ha promovido el cambio en las normas de clasificación y previsionamiento de los créditos. Aun no ha sido posible evaluar su efecto, pero los ejecutivos entrevistados coincidieron, en su mayoría, que se reflejaría en un aumento en las tasas de interés en moneda extranjera.

Sin embargo el control del efectivo cumplimiento de esta norma por parte de las instituciones no será sencillo e insumirá un gran esfuerzo tanto in situ como extra situ de parte de la SIIF. Si no se puede controlar adecuadamente, no se logrará el efecto en la tasa de interés en dólares buscado con la norma. Si se verifica esta situación, se debería analizar exigir mayores niveles de provisiones para todos los créditos en dólares. Una norma de este tipo tendría un efecto más directo en la tasa activa en dólares.

Otra forma de volver más atractivos los créditos es moneda nacional sería otorgarles algún beneficio fiscal que incidiera en la tasa. En Uruguay existe un impuesto a las actividades bancarias (IMABA) que grava con una tasa del 2% anual activos bancarios a fin de cada mes. Como los bancos trasladan ese costo a los deudores, las tasas activas se incrementan en un 2%. Una forma de inclinar la balanza a favor de la tasa en pesos, sería exonerar del IMABA a los créditos en moneda nacional o en UI, pero la posibilidad de adoptar esta medida dependerá de la situación de las cuentas fiscales.

6. Temas “culturales”

Muchos ejecutivos mencionaron en las entrevistas que “la gente piensa en dólares” y que hay un “tema cultural” muy fuerte, lo cual en términos económicos puede explicarse por la existencia de costos de transacción o de aprendizaje muy altos. El uso del dólar como reserva de valor comenzó en los años 60, cuando Uruguay experimentaba altos procesos inflacionarios y las tasas de interés en pesos estaban topeadas. Durante un período de más de treinta años los uruguayos aprendieron que el dólar era una moneda segura. Aprender las ventajas de nuevas unidades de medida, como la UI, requiere un costo de aprendizaje o transacción. Cuanto más alto este costo, más difícil será lograr un cambio de estrategia de los depositantes.

Recientemente, en un artículo publicado en la prensa denominado “Adictos al Dólar” el economista Gerardo Licandro hace referencia a estos temas “culturales” y, basándose en la reciente experiencia de Perú, sugiere la adopción de algunas medidas que faciliten el aprendizaje de las nuevas ventajas de la UI.

En primer lugar resalta la estrategia peruana de suavizar la volatilidad de corto plazo en el tipo de cambio como forma de reducir el costo de pasarse del dólar al nuevo sol. En segundo lugar, menciona que en Perú se comenzaron a publicar los datos monetarios en soles, como forma de acostumbrar al público en el uso de la moneda nacional. En tercer lugar se estableció por ley que los comerciantes debían informar sus precios en nuevos soles. Estas medidas, unidas a otros cambios regulatorios, han logrado reducir sistemáticamente el grado de dolarización desde 1999.

En Uruguay se deberían adoptar medidas similares que ayuden a reducir el costo de cambiarse a una nueva unidad de medida, por ejemplo:

- Tal como lo mencionaran algunos de los ejecutivos entrevistados, se debería dar a conocer diariamente la cotización de la UI en los informativos.
- Al igual que en Perú, se podría requerir que en los avisos publicitarios para compra y venta de bienes duraderos, tales como electrodomésticos, autos y casas, los precios deban estar en pesos o en UI.
- En Uruguay para acceder en condiciones más beneficiosa a los préstamos para vivienda que otorgaba el Banco Hipotecario, se debía tener en dicha institución una “cuenta de ahorro previo” en UR, una unidad de cuenta que se reajustaba con los salarios. Esta obligatoriedad forzó que la gente estuviera familiarizada con la UR. Para facilitar el cambio hacia la UI, se debería requerir que este “ahorro previo” deba hacerse en UI.

V) CONCLUSIONES.

Los países que han logrado evitar la desdolarización ha sido a través de un proceso largo de estabilización de la economía y de generar los incentivos adecuados desde el punto de vista monetario y fiscal. No sólo se emitieron regulaciones bancarias que limitaban o desincentivaban el otorgamiento de créditos en moneda extranjera sino que también se desdolarizó la deuda pública.

Uruguay ha adoptado varias de las recomendaciones surgidas de la teoría y de la experiencia de otros países: creó una unidad indexada, emitió deuda en dicha unidad a diferentes plazos, disminuyó la posibilidad de las AFAPS de invertir en dólares para favorecer la oferta de fondos en moneda nacional, tiene un sistema de flotación

cambiaría y camina hacia una política de inflation targeting, cuenta con mayores requisitos de encaje para los depósitos en moneda extranjera y ha exigido que, al momento de clasificar y provisionar la cartera de crédito de los bancos, se deberá considerar el mayor riesgo que implica otorgar créditos en moneda extranjera a clientes cuyos ingresos dependen de la moneda nacional. Sin embargo aun no se aprecian efectos importantes en el nivel de dolarización del crédito bancario. Sólo se percibe un leve incremento proporcionalmente mayor de los créditos otorgados en moneda nacional a algunos sectores de actividad, tales como Servicios y Familias.

Queda aun margen para seguir trabajando en algunos aspectos como se sugiere en el capítulo IV, disminuir el porcentaje de los Fondos de Ahorro Previsional que se puede invertir en moneda extranjera, establecer un requisitos de capitales mayores para este tipo de riesgos, establecer límites a la exposición a este tipo de riesgo de crédito y disminuirlos paulatinamente, fomentar y proteger el desarrollo de un mercado de operaciones en UI, crear incentivos para que las tasas en pesos sean más atractivas y generar normas que disminuyan los costos de aprendizaje de pasarse a pesos o a UI.

Sin embargo, mientras los deudores no internalicen que mantener deudas en dólares es más riesgoso, difícilmente se logre el objetivo de desdolarizar el crédito bancario. En consecuencia, la solución que se de en los próximos meses al problema de las deudas vencidas en dólares en el Uruguay, incidirá en las expectativas de los agentes y será fundamental para el éxito futuro de las políticas desdolarizadoras.

Tal como señalan Galindo y Leiderman (2003) la dolarización es un fenómeno muy persistente. En consecuencia, Uruguay deberá continuar trabajando de manera consistente durante muchos años en pos del objetivo de disminuir el nivel de dolarización de la economía y su fragilidad financiera.

APÉNDICE: ALGUNAS EXPERIENCIAS DESDOLARIZADORA EXITOSAS

a) El Caso Chileno²⁵

La experiencia chilena con la desdolarización, indexación y nominalización se explica por varios factores específicos e ideosincráticos. Estos factores se pueden dividir en precondiciones y respuestas regulatorias.

Entre las precondiciones, la primera y más importante era la existencia de una unidad de indexación sólida, confiable y creíble, que había sido desarrollada varios años antes al desarrollo de los mercados de capitales. La UF permitió el desarrollo temprano de los ahorros financieros en los años 60. En esa época, los salarios, las pensiones y los impuestos estaban ajustados a la inflación pasada. En los años 70 se permitió la indexación de los préstamos y depósitos bancarios. En el año 1975 la UF comenzó a ajustar mensualmente y a partir de 1977 se comenzó a actualizar diariamente de acuerdo al equivalente de la variación diaria del incremento del IPC del mes anterior.

La resolución de la crisis bancaria de los años 82-83 también contribuyó a la prevalencia de la indexación sobre la dolarización, ya que supuso la transformación de las deudas bancarias en dólares a un tipo de cambio preferencial y los bancos eran compensados con bonos públicos en UF. También el Banco Central celebró repos con los bancos por los créditos incobrables dándoles bonos en UF a diez años, sin interés, que pagaban el 5% del principal cada semestre.

Una segunda precondición fue la fortaleza fiscal que gozó Chile desde 1976. Al seguir una política fiscal prudente, la política monetaria era creíble y permitió evitar niveles altos de inflación. En un entorno de estas características, la indexación es un buen sustituto de la dolarización desde el punto de vista privado.

Otra característica era la existencia a partir de los años 80 de un sistema de pensiones privados que permitió financiar las necesidades fiscales surgidas a consecuencia de la crisis bancaria de los 80, mediante la compra de papeles públicos indexados a largo plazo.

²⁵ Luis O. Herrera y Rodrigo O. Valdés (2003)

Una cuarta característica era que la economía chilena había tenido una experiencia mala relativamente reciente con dolarización y paridades deslizando (59-62) que se había repetido en los años 80, lo que probablemente advirtió a las autoridades y al público sobre los riesgos de la dolarización.

Dentro de las reacciones regulatorias, en primer lugar cabe mencionar la larga experiencia de Chile en el control a los flujos de capitales, que probablemente dificultó la dolarización on shore y off shore y limitó los mismatches de monedas.

En segundo lugar, en épocas de incertidumbre a nivel nominal, las autoridades chilenas diseñaron un marco y herramientas macroeconómicas basado en la indexación e incluso promoviéndola. Después de 1982, la política monetaria, la política cambiaria y de deuda pública promovieron la indexación de los mercados financieros chilenos. Las operaciones de política monetarias realizadas tendían a estabilizar la tasa de interés por las operaciones en UF. Las operaciones de política cambiaria tendían a estabilizar la relación UF/USD y la deuda pública emitida localmente se encontraba nominada en su mayoría en UF. En esos años la política cambiaria se convirtió en la pieza central en el programa para recobrar el crecimiento del producto. El objetivo era estabilizar el tipo de cambio real en un nivel competitivo para fomentar la recuperación económica a través de las exportaciones. Durante años se mantuvo la devaluación real del peso del 30%, aun a costa de una mayor inercia inflacionaria. El tipo de cambio se ajustaba a la variación de la UF del mes anterior.

b) El caso de Israel²⁶

A partir de 1984, Israel comenzó un proceso gradual de combate a la inflación y de estabilización. La desdolarización no fue una estrategia intencional sino un efecto secundario de este proceso de estabilización. En 1984 el 39% de los depósitos estaban nominados en dólares y el 58% estaban indexados al IPC.

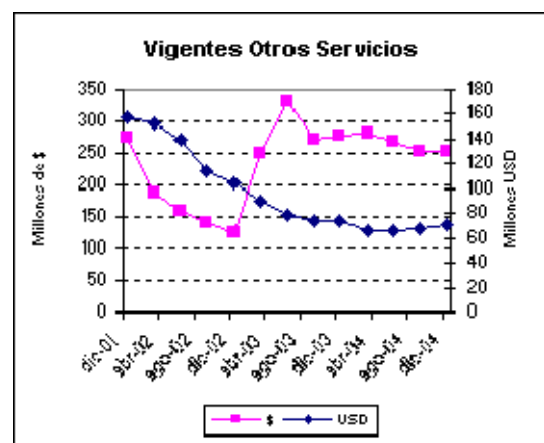
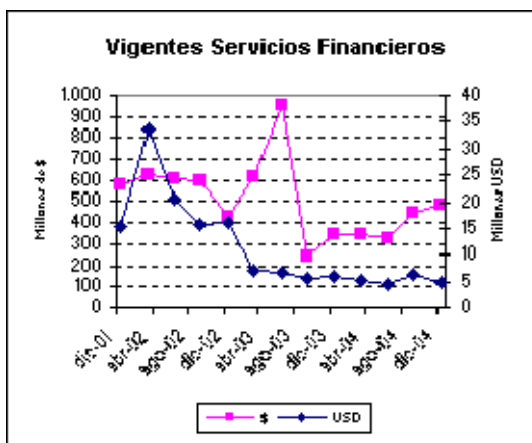
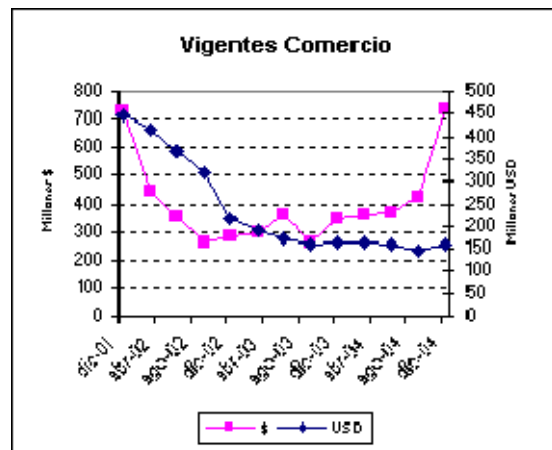
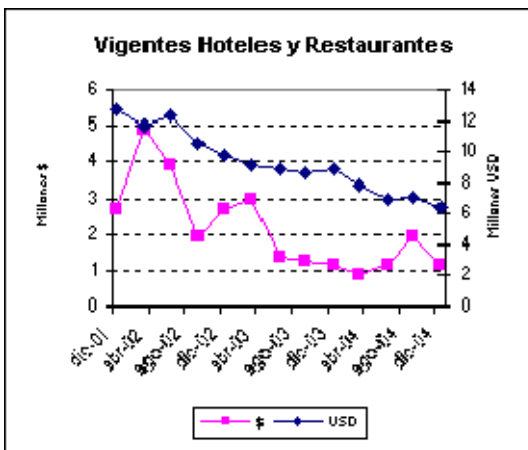
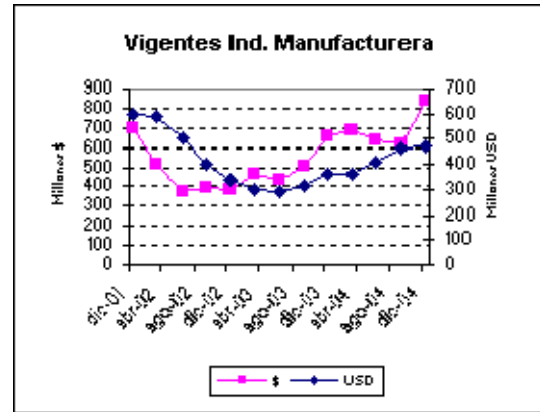
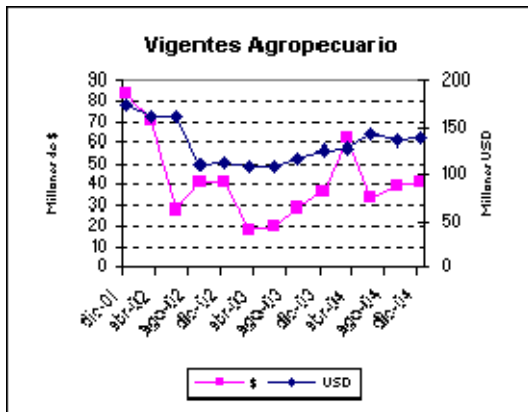
Sin embargo varias reacciones de las autoridades contribuyeron en este proceso. Se promovió activamente el cambio en la composición por monedas de la deuda del sector público, transformándola en moneda local. Se realizó un esfuerzo por

²⁶ Arturo Galindo y Leonardo Leiderman (2003)

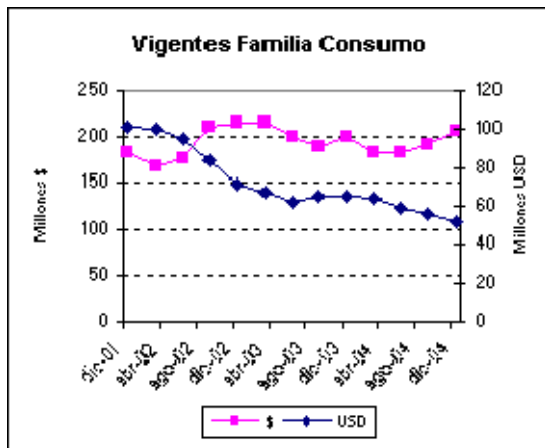
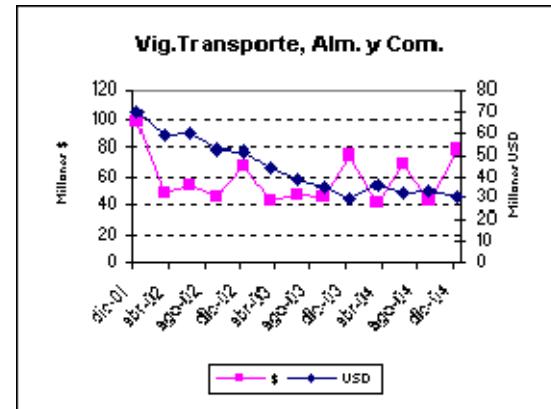
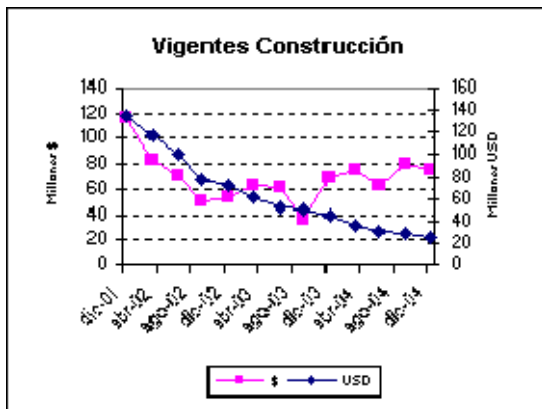
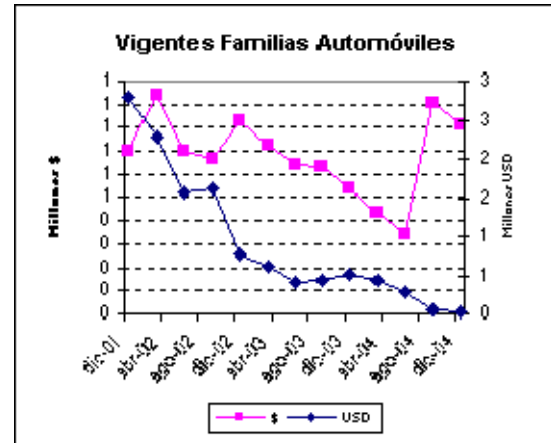
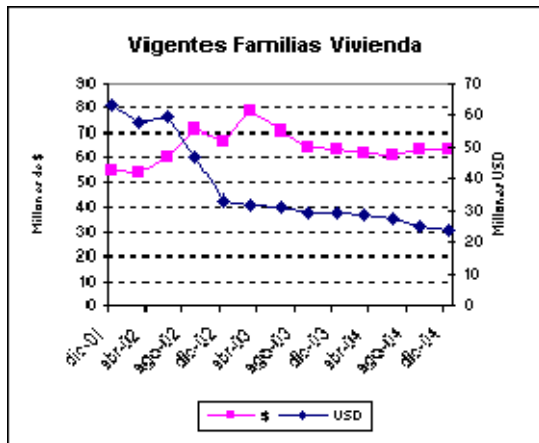
profundizar los mercados de bonos denominados en moneda local y por alargar la madurez de los mismos. En la actualidad, la mayoría de los déficits son financiados mediante la emisión de bonos nominales en moneda local.

La supervisión bancaria tuvo un papel muy importante en minimizar la vulnerabilidad del sistema financiero. En primer lugar, la autoridad supervisora ha procurado asegurar que los bancos mantengan posiciones totalmente cubiertas por sus actividades en moneda extranjera (activos iguales a pasivos en moneda extranjera). Para aquellos deudores cuyos ingresos no están ligados a la moneda extranjera, los bancos deben exigir a sus clientes una cobertura activa del riesgo de tipo de cambio o requerimientos de garantías mayores. El Banco Central ha tenido un rol activo en el desarrollo de los mercados de derivados financieros, en especial aquellos designados para cubrir el riesgo de tipo de cambio.

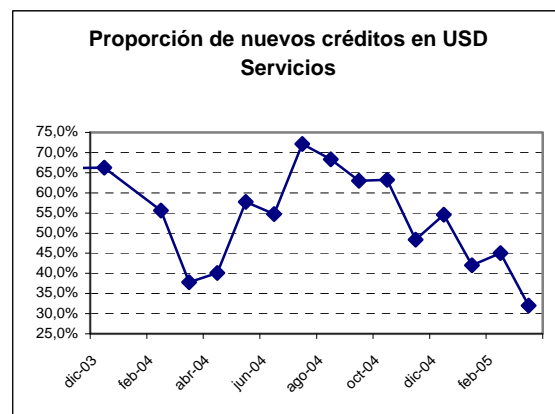
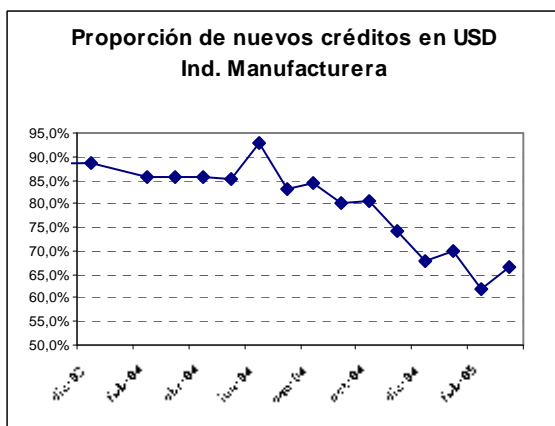
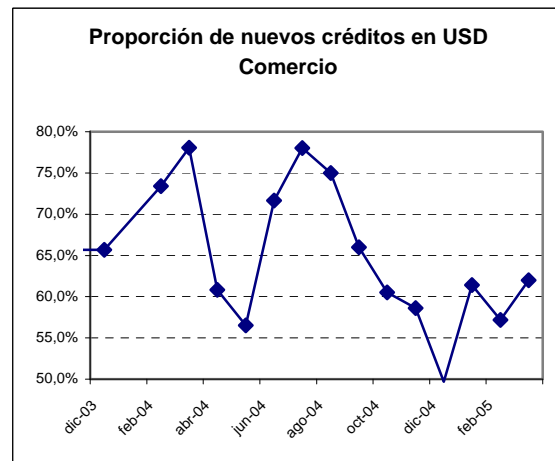
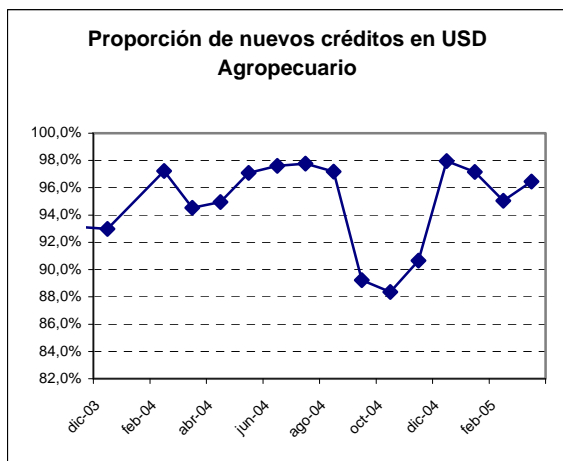
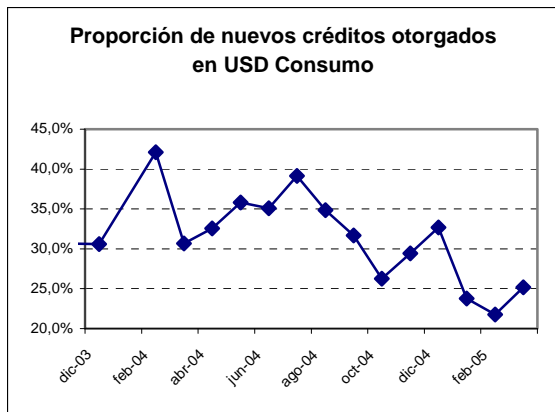
ANEXO 1



ANEXO 1



ANEXO 2



BIBLIOGRAFÍA

1. Daniel Vaz (1999) Tesis Doctoral.
2. La Dolarización del Sistema de Ahorro y Crédito. ¿Existe un camino alternativo?- Gerardo Licandro y José A. Licandro (2003)
3. Crisis Bancarias y Regulación. Algunas claves para el nuevo marco regulatorio de la intermediación financiera. – Jorge Polgar (2003)
4. Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience – Luis Oscar Herrera y Rodrigo O. Valdés (2003)
5. Living with dollarization and the route to dedollarization – Arturo Galindo y Leonardo Leiderman (2003)
6. Financial Dollarization: Evaluating the consequences – Eduardo Levy Yeyati (2005)
7. Dollarization: Effects, Political Economy and Possibilities for De-Dollarization – Fiona Tregenna (2004)
8. Adictos al dólar – Gerardo Licandro (2005).
9. Financial de-dollarization: is it for real? Alain Ize y Eduardo Levy Yeyati (2005)
10. Managing Systemic Liquidity Risks in a Financially Dollarized Economy – Alain Ize, Miguel Kiguel y Eduardo Levy Yeyati (2005)

INDICE DE GRÁFICOS

1. Evolución de la Proporción de los Depósitos de residentes en dólares.
2. Evolución de la Proporción de Créditos vigentes a residentes en dólares.
3. Rendimiento de las Letras en UI.
4. Posiciones del Sistema Bancario en Otras Monedas, distintas al dólar.
5. Pasivos bancarios por monedas a febrero 2005.
6. Evolución de las provisiones de créditos vigentes.
7. Evolución de la Relación entre depósitos de residentes en moneda extranjera y el PBI.
8. Depósitos en Moneda Nacional después del cambio en las normas de encaje.
9. Depósitos en moneda nacional por plazos contractuales a marzo 2005.
10. Evolución de las cuentas corrientes en moneda nacional y extranjera.
11. Evolución de las cajas de ahorro en moneda nacional y extranjera.
12. Evolución de los depósitos a plazo en moneda nacional y extranjera.
13. Evolución de la Relación entre los depósitos en pesos y el PBI.
14. Depósitos por franjas en moneda extranjera. Porcentaje del monto total correspondiente a cada franja.
15. Depósitos en moneda nacional sector público y privado, Porcentaje de participación BROU y Bancos Privados.
16. Tasas pasivas promedio en pesos, BROU y Bancos Privados.
17. Spread promedio en pesos BROU y Bancos Privados.

INDICE DE ANEXOS

1. Gráficos de Créditos Vigentes por sector de actividad, moneda nacional y extranjera:
 - Sector Agropecuario.
 - Sector Industria Manufacturera.
 - Sector Hoteles y Restaurantes.
 - Sector Comercio.
 - Sector Servicios Financieros.
 - Sector Otros Servicios.
 - Sector Familias Vivienda.

- Sector Familias Automóviles.
 - Sector Construcción.
 - Sector Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones.
 - Sector Familia Consumo.
2. Gráficos de Proporción de nuevos créditos otorgados en dólares por sector de actividad:
- Sector Consumo.
 - Sector Construcción.
 - Sector Agropecuario.
 - Sector Comercio.
 - Sector Industria Manufacturera.
 - Sector Servicios.
3. Descripción de las modificaciones a las normas de encaje.
4. Encuesta planteada a los ejecutivos bancarios y respuestas recibidas.

INDICE DE CUADROS

1. Valores Públicos en UI.
2. Porcentaje de créditos castigados diciembre 2001, diciembre 2004.
3. Variación de créditos vigentes en pesos diciembre 2001, diciembre 2004.
4. Evaluación del efecto del límite establecido a las colocaciones de las AFAPs en los bancos.
5. Resumen de los efectos de las medidas adoptadas.
6. Spread peso dólar.
7. Tasas en dólares equivalente a la tasa activa promedio en UI.
8. Créditos castigados en relación al patrimonio de los bancos y en relación a los créditos vigentes a diciembre 2001.
9. Evaluación del efecto probable de la sugerencia de cambio en los ponderadores de capital.

10. Evaluación del efecto probable de la sugerencia de establecer un límite a las posiciones al riesgo crediticio originado por el descalce cambiario de los deudores.