

EL DESCENSO DE LA INFLACION Y LA RENTABILIDAD DE LOS BANCOS COMERCIALES

ENRIQUE GAGLIARDI

I INTRODUCCION

Constituye un hecho bien conocido que la inflación no es neutra desde el punto de vista de la determinación de la situación patrimonial de los diferentes agentes económicos que conviven con ella. En el caso de los bancos comerciales, existe la opinión más o menos generalizada de que el control de la inflación tiende a disminuir los márgenes de intermediación y a poner al descubierto ineficiencias operativas que pasan relativamente inadvertidas cuando la inflación es elevada.

La cuestión no es trivial para un país como Uruguay, que viene asistiendo a un proceso de descenso sostenido de la inflación a lo largo de la presente década, desde los niveles de tres dígitos del año 1990 hasta los registros de un dígito que probablemente se alcanzarán en poco tiempo.

El proceso de estabilización que ha seguido la economía uruguaya, puede mirarse en paralelo con los que han caracterizado a los dos grandes países vecinos. En el caso de Argentina, el Plan de Convertibilidad iniciado en 1991 derivó en la reconversión de muchas instituciones financieras, que afrontaron la caída de los spreads con mejoras tecnológicas destinadas a abatir costos operativos y con un incremento muy significativo de los volúmenes de negocios, debido a la repatriación de capitales del exterior y a la profundización de la intermediación financiera. Los spreads han ido descendiendo continuamente durante estos seis años, pero la rentabilidad de los bancos en términos generales ha sido creciente, porque los volúmenes de negocios se han incrementado a un ritmo más rápido que la caída de los spreads. Por lo tanto, hasta el momento Argentina ha conseguido sortear con éxito, una vez superada la etapa inicial de reconversión, los problemas que la estabilización conlleva sobre la rentabilidad del sistema financiero.

En lo que tiene relación con Brasil, desde el inicio del Plan Real en julio de 1994 cayó fuertemente la rentabilidad de los bancos comerciales, habiendo quebrado varios de ellos. Es evidente que el programa de estabilización brasileño se encuentra en una fase menos avanzada que el de Argentina, y ha tenido diferencias significativas tanto en su concepción como en su instrumentación y aplicación. Si logra salir airoso de los desafíos que se le plantean a mediano y largo plazo, es muy probable que en fases más avanzadas, el Plan Real se muestre más compatible con la salud financiera de las instituciones bancarias, al igual que lo sucedido en Argentina.

La posición de Uruguay es a su vez diferente a la de Argentina y Brasil, por varias razones. En primer lugar, el punto de partida del programa de estabilización ha sido un registro inflacionario de tres dígitos, pero no una hiperinflación como la que virtualmente existía en Argentina y Brasil cuando comenzaron sus respectivos programas. En segundo lugar, Uruguay no apostó a la fijación del tipo de cambio, sino a un programa de reducción gradual del ritmo devaluatorio. En tercer lugar, a partir del mes de setiembre de 1974 en Uruguay no existen controles de cambios, y desde entonces los depósitos del sistema bancario han ido creciendo de manera prácticamente ininterrumpida, hasta representar más del cincuenta por ciento del producto bruto interno.

La combinación de estos tres elementos, como se desarrollará a lo largo de todo el trabajo, sugiere que Uruguay aún no ha tenido que atravesar por la fase de reconversión del sistema bancario que en su momento se hizo crítica en Argentina y Brasil, y que los efectos más negativos que conlleva el programa de estabilización sobre la rentabilidad de los bancos comerciales aún no han tomado lugar. Ello es así porque el punto de partida del programa de estabilización no fue con bajísimos volúmenes de negocios bancarios como en Argentina, sino con volúmenes elevados y spreads también elevados. Por lo tanto, no cabe esperar en los años venideros un incremento espectacular de los volúmenes, y en cambio cabe esperar un descenso de los spreads en moneda nacional mucho más brusco que el que ha tenido lugar hasta el presente. Este descenso, ya se avizora con los datos disponibles para el año en curso.

Esto no debe conducirnos a una visión fatalista de los hechos, según la cual resultarán inevitables los ajustes bruscos del sistema e incluso las quiebras, ya que evidentemente existen mecanismos de defensa a los que contribuye la propia reducción de la inflación, pero constituye un incentivo

para tratar de poner en orden las ideas y, apoyándonos en la formalización matemática y en el manejo de la evidencia empírica disponible, extraer conclusiones que, aunque primarias, revisten considerable interés.

Sin embargo, antes de ponernos en marcha en esta dirección, es necesario delimitar claramente el objeto y los objetivos de este trabajo. El tema que se abordará en él son las relaciones entre el descenso de la inflación y los resultados económicos de los bancos comerciales, y no las causas que conducen al referido descenso, ni las probabilidades de éxito de los diferentes programas de estabilización instrumentados en la región. Por consiguiente, no se entrará en ninguna discusión acerca de la validez, oportunidad y conveniencia de tales planes, ni tampoco de sus probabilidades de éxito o de fracaso a corto, mediano y largo plazo. Simplemente se tomará como un dato que los planes de estabilización están en marcha y que tienen cierta probabilidad de éxito, mayor o menor de acuerdo con la forma en que sean manejados en el futuro (léase políticas fiscales y monetarias compatibles con el ancla cambiaria) y de acuerdo con el contexto internacional que enfrentarán las economías de los tres países, particularmente en lo relativo a niveles de las tasas de interés internacionales y relaciones de términos de intercambio.

En resumen, por lo tanto, el objeto del trabajo consiste en el estudio de las relaciones entre la estabilización de la economía y la rentabilidad de los bancos comerciales, y no de los planes de estabilización en cuanto tales.

En lo que tiene relación con los objetivos del trabajo, ellos son esencialmente dos.

En primer lugar, el trabajo tiene la pretensión de efectuar un aporte teórico que mejore la comprensión del tema, mediante el empleo de categorías de análisis estrictamente científicas. En segundo lugar, si bien la evidencia empírica aportada en el presente documento no es definitiva ni mucho menos, se pretende también efectuar una contribución en este terreno.

Por todo lo anterior, deben distinguirse con nitidez tres elementos interrelacionados pero en el fondo independientes:

- 1) los planes de estabilización, cuya presencia confiere singular relevancia al tema pero que, en cuanto tales, escapan al objeto del trabajo.

- 2) el marco conceptual y analítico, que se expresa a través de varios modelos de intermediación financiera interrelacionados, y que constituye el núcleo del presente documento.
- 3) la aplicación de dicho marco a la realidad uruguaya, que se lleva a cabo en la sección final del documento, pero que podrá ser objeto de nuestra particular atención en trabajos futuros, que perfeccionen y profundicen el análisis de los datos.

Dada la relativa independencia entre estos tres elementos, es claro que todos o algunos de los tres planes de estabilización podrían fracasar y aún así mantener plena validez el marco analítico desarrollado en el trabajo, o por el contrario, podrían tener éxito y la evolución posterior de la rentabilidad de los bancos comerciales aportar una evidencia que contribuya a rechazar las hipótesis básicas del trabajo, por la falencia de las predicciones que surgen de los modelos.

Formuladas estas importantes puntualizaciones, corresponde ahora explicitar la estructura que se ha dado al documento.

En la sección segunda se aportan los conceptos teóricos básicos, que constituyen los pilares sobre los cuales se apoya la formalización de los modelos. Esta sección culmina con la formulación de un modelo simple, aunque bastante general, construido sobre la base del supuesto de que se efectúa intermediación financiera en una sola moneda.

En la sección tercera se extiende el modelo a dos monedas, a los efectos de volverlo apto para el análisis de la realidad uruguaya, caracterizada por el elevado grado de dolarización de los depósitos, pero al mismo tiempo, la importancia cuantitativa de los márgenes de intermediación en moneda doméstica.

Recién en la sección cuarta, se pone a funcionar el modelo para tomar en cuenta los efectos del descenso de la inflación. A esta altura, la estructura previamente desarrollada se muestra suficiente para capturar los principales efectos de la intermediación en dólares y del eventual retroceso en el grado de dolarización de los depósitos, pero todavía resulta insuficiente para explicar el probable descenso de los spreads en pesos. Por esta razón, en la sección quinta se procede a desagregar el spread efectivo en

moneda nacional, a través de un modelo de intermediación mucho más específico, cuya formulación pone de manifiesto las causas de dicho descenso.

En la sexta sección se cuantifican los principales efectos del descenso de la inflación sobre la tasa de rentabilidad de los bancos comerciales, a través del análisis de los datos del período 1991-97, y se proyecta el probable escenario para el año 1998. Por último, la séptima sección sirve para resumir el trabajo y extraer las principales conclusiones que surgen del mismo.

II LOS CONCEPTOS TEORICOS BASICOS

El objetivo de la presente sección es explicitar los conceptos teóricos fundamentales, que constituyen la piedra angular de los modelos. Es de destacar que, si bien estos modelos conllevan un alto grado de generalidad, ellos están pensados tomando en cuenta la realidad de la plaza financiera uruguaya en el momento actual y en el futuro previsible a corto y mediano plazo. Por lo tanto, haremos hincapié en los conceptos teóricos más relevantes para interpretar esa realidad.

II.1 LA ESTRUCTURA DE LA INTERMEDIACION FINANCIERA Y LA UNIDAD DE CUENTA ADOPTADA

Más del ochenta por ciento de los depósitos constituídos en las empresas financieras uruguayas se encuentran nominados en dólares, y la participación de la intermediación en esta moneda ha sido creciente en forma prácticamente ininterrumpida desde principios de los años setenta, hecho al cual sin duda no son ajenos los elevados registros de inflación que han caracterizado en las últimas cuatro décadas a la economía de Uruguay. Antes de la eliminación del control de cambios, la dolarización ya había comenzado, pero se expresaba en fugas de capitales o atesoramiento de las divisas, y no en depósitos bancarios. Después de la eliminación del control de cambios, en setiembre de 1974, comienzan a crecer vertiginosamente los depósitos en dólares en la banca, alimentados tanto por los ahorros de residentes como por la afluencia de importantes depósitos de no residentes.

Por otro lado, la intermediación financiera en moneda nacional, tiene una muy baja participación en el volumen total de negocios, pero contri-

buye poderosamente a la obtención de rentabilidad debido a los elevadísimos márgenes que la caracterizan.

Dada esta estructura, nuestro modelo deberá contemplar la existencia de intermediación financiera en dos monedas, pero su unidad de cuenta natural será el dólar. En consecuencia, todas las variables se expresarán en dólares. Como es natural, se supondrá que el objetivo de los accionistas bancarios es optimizar la tasa de rentabilidad, medida en dólares, de los recursos por ellos aportados.

II.2 LOS DIFERENTES TIPOS DE SPREAD BANCARIO

Sin extendernos mucho en esta materia, que sin dudas se presta para desarrollos mucho mayores, resulta crucial la distinción entre spreads nominales y efectivos.

Los spreads nominales están dados por la diferencia entre la tasa de interés a la cual los bancos colocan fondos, conocida como tasa activa, y la tasa de interés propia de la captación de depósitos, conocida como tasa pasiva. El inconveniente para utilizar los spreads nominales, que los invalida casi totalmente en la faz operativa de los modelos, es que estas tasas, aún cuando se consideren sus valores promedio, ponderando en función de bases de cálculo razonables, no se aplican sobre volúmenes monetarios equivalentes.

Por consiguiente, desde el punto de vista operativo es mucho más útil trabajar con los spreads efectivos. Estos últimos implican corregir la tasa activa o la tasa pasiva por la incidencia de los encajes rentados y no rentados y, eventualmente, también de la incobrabilidad que presenta la cartera de préstamos. Los spreads efectivos pueden calcularse sobre depósitos o sobre colocaciones. En nuestro caso, optaremos por los spreads efectivos sobre depósitos, los cuales se pueden formular como:

$$s = a \cdot (1 - e - t) + r \cdot t - p \quad (1)$$

donde s es el spread efectivo sobre depósitos, a es la tasa activa promedio de la cartera de colocaciones de riesgo, e es la tasa de encaje promedio, r es la tasa que devengan los encajes rentables, t es la fracción de los depósitos que se mantiene como encaje rentable en moneda nacional o como Valores

Públicos y depósitos en corresponsales en moneda extranjera, y p es la tasa pasiva promedio pagada por la captación de depósitos.

Esta definición de spread efectivo resulta válida tanto para la intermediación en moneda nacional como en moneda extranjera.

II.3 LOS COSTOS OPERATIVOS, LAS COMISIONES DE SERVICIOS Y EL RATIO DE COSTOS

Los costos operativos están constituídos por la suma de los sueldos, cargas sociales, gastos de transporte, de comunicaciones, de desarrollo y mantenimiento de programas de computación, seguros, arrendamientos de servicios, etc., que conforman las erogaciones no financieras que deben realizar las empresas bancarias para poder funcionar. En una versión amplia, estos costos incluyen también los impuestos pagados. Dentro de su composición desempeñan un rol importante las erogaciones por contratación de personal, y son obviamente sensibles a las diferentes tecnologías aplicadas como soporte administrativo de las operaciones bancarias.

Las comisiones son generadas por la prestación de determinados servicios a los clientes, muchos de ellos vinculados con el proceso de intermediación financiera y otros, en mayor o menor medida, independientes del mismo.

Dado que la infraestructura operativa de los bancos comerciales está destinada tanto a la atención de las actividades de intermediación financiera como de prestación de servicios, no es razonable que las comisiones de servicios cubran la totalidad de los costos operativos, y de hecho eso no sucede en la plaza financiera local. Por lo tanto, se vuelve relevante determinar aquella parte de los costos operativos que no es cubierta por el cobro de comisiones de servicios, pues ella tendrá que ser absorbida en última instancia por la intermediación financiera, bajo la forma de un componente implícito de la tasa de interés que se cobra por los préstamos. Llamaremos costo operativo neto o costo de funcionamiento neto a la diferencia entre los costos operativos totales y las comisiones de servicios. En términos algebraicos, el costo operativo neto se define entonces de la siguiente manera:

$$\text{CON} = \text{COT} - \text{GS} \quad (2)$$

donde COT significa costo operativo total, GS son las ganancias por servicios y CON es el costo operativo neto

El ratio de costos operativos se define como el cociente entre el costo operativo neto y el volumen de intermediación financiera. Este último puede medirse tanto en términos de depósitos como en términos de colocaciones. En nuestro caso, optaremos por la primera alternativa, dando lugar a la siguiente definición:

$$c = \text{CON/DT} \quad (3)$$

donde c es el ratio de costos y DT son los depósitos totales, suma de los constituidos en moneda nacional y en moneda extranjera.

De acuerdo con la convención adoptada en el apartado 2.1., tanto los costos operativos, como las ganancias por servicios y los depósitos totales se medirán en dólares.

II.4 EL ENDEUDAMIENTO BANCARIO, EL PATRIMONIO NETO, EL RATIO DE LEVERAGE Y EL PRINCIPIO DEL RIESGO CRECIENTE

El grueso de los pasivos de las firmas bancarias está compuesto por depósitos, tanto a la vista, como en caja de ahorros y a plazo fijo. Con fines de simplificación, haremos abstracción del resto de los pasivos. Bajo estas condiciones, el ratio de leverage (I), equivale al cociente entre los depósitos totales y el patrimonio neto:

$$I = \text{DT/N} \quad (4)$$

donde N es el patrimonio neto.

De acuerdo con la práctica de los mercados internacionales y con las regulaciones bancocentralistas, este ratio de leverage es elevado en comparación con los registros de las firmas comerciales e industriales, alcanzando entre quince y veinte veces el patrimonio neto. Esto tiene como efecto potenciar los resultados, incrementando el riesgo financiero de las empresas bancarias: si la tasa de rentabilidad de los activos supera al costo financiero de los pasivos más el costo operativo neto, entonces la tasa de rentabilidad de los fondos propios será tanto mayor cuanto mayor el ratio de

leverage. Pero si debido a la elevada morosidad de cartera o a ineficiencias operativas que implican costos fijos altos, los márgenes financieros son inferiores al costo operativo neto de comisiones, entonces la tasa de pérdida sobre fondos propios será también tanto mayor cuanto mayor el ratio de leverage. Esto se conoce en finanzas como el principio del riesgo creciente. El apartado siguiente ilustra más formalmente estas relaciones.

II.5 UN MODELO SIMPLE DE INTERMEDIACION FINANCIERA EN UNA SOLA MONEDA

El objetivo de este modelo es obtener una expresión de la tasa de ganancia en función del spread efectivo sobre depósitos, el ratio de costos y el ratio de leverage, ya presentados anteriormente.

Por el momento trabajaremos con una sola moneda, que puede ser indistintamente pesos o dólares. Para ser coherentes, tanto los volúmenes como las tasas de interés deben expresarse en la misma moneda.

Las dos relaciones fundamentales que componen el modelo son la identidad contable del estado de situación patrimonial, según la cual las fuentes totales de fondos equivalen al total de aplicaciones, y la función de beneficios.

La primera de estas relaciones es la siguiente:

$$\mathbf{E + C + T + F = DT + N} \quad (5)$$

donde E son los encajes, C son las colocaciones de riesgo, T es la cartera de títulos y de depósitos en otras instituciones financieras, F son los activos fijos, DT son los depósitos totales y N es el patrimonio neto.

Para simplificar supondremos por el momento que el patrimonio neto financia exactamente los activos fijos, y que por lo tanto, toda la intermediación financiera se efectúa con recursos de terceros. Esta simplificación sin duda es exagerada, pero tendremos oportunidad de levantarla en la sección siguiente.

La otra ecuación fundamental tiene relación con la determinación de los beneficios bancarios (B):

$$\mathbf{B = a.C + r.T - p.D + GS - COT} \quad (6)$$

El primer término del segundo miembro de (6) son los intereses cobrados por la cartera de riesgo, que se obtienen como producto de la tasa activa promedio por el volumen de créditos; el segundo término son los intereses generados por la cartera de títulos, el tercero son los intereses pagados a los depositantes, el cuarto son las ganancias por servicios y el quinto, el costo operativo total.

Empleando las relaciones (1),(2),(3),(5), y otras relaciones que se encuentran implícitas en los desarrollos anteriores, es posible manipular la ecuación (6) hasta obtener:

$$\mathbf{B = (s - c).DT} \quad (6')$$

Dividiendo los dos miembros de (6') entre el patrimonio neto N y reemplazando en ella la definición del ratio de leverage dada por la ecuación (4), se obtiene la tasa de beneficios sobre fondos propios (b) como:

$$\mathbf{b = l (s - c)} \quad (7)$$

De acuerdo con (7), la tasa de beneficios sobre fondos propios depende de la relación entre el spread efectivo sobre depósitos y el ratio de costos: si el paréntesis del segundo miembro de (7) es positivo, cuanto mayor el ratio de leverage, mayor la tasa de beneficios. Si por el contrario el referido paréntesis es negativo, cuanto mayor el ratio de leverage, mayor la tasa de pérdidas sobre fondos propios.

Para contar con órdenes de magnitud aproximados para la banca uruguaya, sumando la intermediación en ambas monedas, podemos afirmar que el ratio de leverage oscila actualmente en las trece veces y media, el spread efectivo sobre depósitos totales en el ocho por ciento y el ratio de costos en el siete por ciento. En el apartado sexto se analiza la evolución de estos parámetros a lo largo de la presente década.

III EL MODELO DE INTERMEDIACION FINANCIERA CON DOS MONEDAS

El modelo del apartado anterior puede extenderse a la intermediación financiera en dos monedas. Asimismo, a los efectos de contar con un marco analítico totalmente general, se levantará el supuesto de que el patrimonio neto es equivalente a los activos fijos. En la banca uruguaya este supuesto puede aceptarse como una simplificación válida para determinadas firmas, pero no para todas, ya que tanto los bancos oficiales como algunos bancos privados poseen una responsabilidad patrimonial que excede largamente las necesidades de financiamiento que demanda su infraestructura física.

En lo que tiene relación con la notación, emplearemos un asterisco para designar a aquellas variables que responden a la intermediación en moneda extranjera. A vía de ejemplo, D serán los depósitos en moneda nacional y D^* los depósitos en moneda extranjera. Análogamente procederemos con el resto de las variables del estado de situación patrimonial. Por lo tanto, el balance entre fuentes y usos de fondos cuando existe intermediación en dos monedas puede expresarse del siguiente modo:

$$E + E^* + C + C^* + T + T^* + F = D + D^* + N \quad (8)$$

La estrategia que normalmente siguen los bancos comerciales, y que de algún modo reconoce la propia regulación bancocentralista, es mantener bajo la forma de posición cambiaria comprada aquella parte de su patrimonio neto que excede a los activos fijos, como forma de asegurar la permanencia del valor del patrimonio medido en dólares. Si bien en determinadas coyunturas resulta altamente tentador apartarse parcialmente de esta regla, prestando parte de los fondos captados en moneda extranjera en moneda nacional por el desarbitraje existente entre las tasas en moneda nacional y en moneda extranjera, para simplificar pasaremos por alto esta realidad, y supondremos que la posición cambiaria equivale a la diferencia entre el patrimonio neto y los bienes de uso:

$$P^* = N - F \quad (9)$$

donde P^* significa posición cambiaria.

Dadas estas relaciones, podemos desglosar las fuentes y usos de fondos de la ecuación (8) por moneda de la siguiente forma:

Moneda nacional:

$$E + C + T = D \quad (8.1)$$

Moneda extranjera:

$$E^* + C^* + T^* = D^* + P^* \quad (8.2)$$

La función de beneficios, por su parte, se puede expresar por analogía con (6) como:

$$B = a.C + a^*.C^* + r.T + r^*.T^* - p.D - p^*.D^* + GS - COT \quad (10)$$

Operando con este modelo para hacer aparecer los spreads efectivos en la función de beneficios, se llega a lo siguiente:

$$B = s.D + s^*.D^* + r^*.[N - F] - CON \quad (11)$$

donde s es el spread efectivo sobre depósitos en moneda nacional y s^* es su similar en moneda extranjera.

Se llega a esta relación asumiendo que la posición cambiaria se mantiene en títulos públicos o en depósitos en corresponsales y no en colocaciones de riesgo.

De ahora en adelante, efectuaremos el supuesto simplificador de que la tasa de inflación y de devaluación son iguales. Esta simplificación puede resultar válida en una fase del proceso de estabilización como la que actualmente enfrenta Uruguay, en la cual el tipo de cambio real ha detenido su caída de años anteriores, pero sin llegar a recuperar sus niveles iniciales. De este modo, cuando el plan de estabilización tiene cierto proceso de maduración, y los precios relativos tienden a estabilizarse, no hay porqué aguardar una gran divergencia entre las tasas de inflación y de devaluación, en especial tomando en cuenta que el propio plan descansa en el ancla cambiaria y que la tasa de inflación internacional es sumamente reducida. Así por ejemplo, durante el año 1996 la tasa de inflación fue del 24,3 por ciento y la de devaluación del 22,5 por ciento.

Nótese que bajo este supuesto simplificador, la desvalorización patrimonial asociada con aquella parte del patrimonio neto que excede a los

bienes de uso, que se expresa en el ajuste por inflación al estado de resultados bancario, es exactamente igual a las ganancias por diferencias de cambio generadas por la posición cambiaria. Ello se comprende fácilmente repasando la ecuación (9). Las diferencias de cambio generadas por la posición se determinan multiplicando la variable P^* por el aumento del tipo de cambio en el período de análisis. El ajuste por inflación al estado de resultados se determina multiplicando la diferencia entre el patrimonio neto y los bienes de uso (segundo miembro de (9)) por la tasa de inflación del mismo período. Dado que se verifica la igualdad de la ecuación (9) y que, además, se acaba de suponer que las tasas de inflación y de devaluación son iguales, ambos resultados se compensan. Por lo tanto, en la ecuación (11), la variable B representa los beneficios reales, medidos en dólares, del sistema bancario.

De acuerdo con dicha ecuación, la rentabilidad en el modelo de dos monedas depende de cuatro elementos:

- i) el spread efectivo y el volumen de negocios en moneda nacional.
- ii) el spread efectivo y el volumen de negocios en moneda extranjera.
- iii) la tasa de los títulos en moneda extranjera multiplicada por el gap existente entre el patrimonio neto y los activos fijos.
- iv) los costos operativos netos de comisiones de servicios.

Por otra parte, al existir intermediación en dos monedas, redefiniremos nuestro ratio de costos de la relación (3) como:

$$c = \text{CON}/(\mathbf{D} + \mathbf{D}^*),$$

de donde

$$\text{CON} = c.\mathbf{D} + c.\mathbf{D}^* \quad (3')$$

Reemplazando (3') en (11), se obtiene otra expresión equivalente de los beneficios, ahora en función del ratio de costos:

$$\mathbf{B} = (s - c).\mathbf{D} + (s^* - c).\mathbf{D}^* + r^* [\mathbf{N} - \mathbf{F}] \quad (11')$$

Comparando (11') con (11), se encuentra que ahora la rentabilidad depende de tres elementos, en vez de cuatro, ya que el ratio de costos se deduce en los dos primeros términos del segundo miembro de (11') de los spreads efectivos en cada moneda. Por lo tanto, resulta perfectamente posible que un banco o aún todo un sistema financiero obtenga resultados positivos a pesar de que su ratio de costos operativos supere al spread efectivo en moneda extranjera, siempre y cuando el spread efectivo en moneda nacional resulte suficientemente grande como para "tapar" las ineficiencias resultantes. Como veremos más adelante, esta es la situación del sistema bancario uruguayo en la actualidad.

Ahora bien, el spread efectivo en moneda nacional se encuentra fuertemente influido por los registros inflacionarios de la economía. Cuanto más alta la tasa de inflación, mayores los riesgos crediticios, menos afinado el cálculo económico, y tanto mayores por lo tanto los spreads efectivos. En la medida que la tasa de inflación va descendiendo, y convergiendo a los niveles internacionales, el spread efectivo también tenderá a ello, aproximándose por lo tanto al spread en moneda extranjera. Cabe señalar sin embargo, que una convergencia total del spread efectivo en moneda nacional a su similar de moneda extranjera sólo sería razonable de plantear cuando la economía se dolarizara totalmente, desapareciendo el signo monetario doméstico. De lo contrario, por más que se llegue a la completa fijación de la paridad, como sucede en el caso del Plan de Convertibilidad de Argentina, siempre existirá algún riesgo de devaluación, y por lo tanto los spreads en moneda nacional siempre tendrán un componente de prima de riesgo superior a sus similares en moneda extranjera.

De ahora en adelante, con fines de simplificación, abandonaremos el último término de (11'), ya que su importancia cuantitativa es muy menor en comparación con los dos primeros.

En consecuencia, la versión simplificada de la función de beneficios en el modelo de dos monedas se expresa de la siguiente forma:

$$B = (s - c).D + (s^* - c).D^* \quad (12)$$

A los efectos de poder continuar con nuestro análisis, hasta alcanzar en nuestro modelo de dos monedas la expresión equivalente a la ecuación (7) del modelo simple, es conveniente definir el coeficiente de dolarización

de los depósitos (d), como el cociente entre los depósitos en moneda extranjera y los depósitos totales:

$$\mathbf{d = D^*/(D + D^*)} \quad (13)$$

Por lo tanto, d es un valor positivo y menor que la unidad, mientras que su complemento ($1-d$) representa la participación de la moneda nacional en el total de la intermediación financiera:

$$\mathbf{(1-d) = D/(D + D^*)} \quad (13')$$

En línea con lo anterior, el ratio de leverage definido mediante la relación (4) se transforma ahora en:

$$\mathbf{l = DT/N = (D + D^*)/N} \quad (4')$$

Para obtener la expresión de la tasa de beneficios en el modelo de dos monedas alcanza con dividir la ecuación (12) entre el patrimonio neto:

$$\mathbf{b = (s - c)(D/N) + (s^* - c)(D^*/N)} \quad (14)$$

Multiplicando y dividiendo cada uno de los términos del segundo miembro de (14) por los depósitos totales, y tomando en cuenta nuestra definición del ratio de leverage de la relación (4'), se obtiene finalmente:

$$\mathbf{b = l [(s - c)(1 - d) + (s^* - c).d]} \quad (14')$$

Comparando (14') con su similar (7) del modelo de una moneda, se encuentra que se trata de la extensión de aquel modelo para el caso de dos monedas, en la cual la diferencia entre los spreads efectivos y el ratio de costos en cada moneda aparece ponderada por la participación de la moneda respectiva en los depósitos totales. En ambas relaciones, el ratio de leverage aparece como el primer factor del segundo miembro, desempeñando el efecto amplificador sobre la tasa de resultados sobre fondos propios asociado con el principio del riesgo financiero creciente.

IV. LOS EFECTOS DEL DESCENSO DE LA TASA DE INFLACION

Supongamos que deseamos comparar la tasa de rentabilidad de la ecuación (14') en dos escenarios bien diferentes:

- i) inflación de dos dígitos, acompañada de elevados spreads en moneda nacional.
- ii) inflación de un dígito, convergente con la internacional, y descenso significativo de los spreads efectivos en moneda doméstica.

El primer escenario es representativo de lo que se vive en la actualidad y de lo que sucedió durante muchos años en la economía uruguaya, mientras que el segundo es el que presumiblemente caracterizaría a una economía casi totalmente estabilizada. Con el solo objetivo de fijar ideas y ahorrar palabras, designaremos al primero como el escenario de alta inflación, y al segundo como el escenario de baja inflación, sin pretender que estos términos signifiquen otra cosa que lo expresado líneas arriba.

La cuestión central que se pretende dilucidar en este trabajo es como afecta el segundo escenario a la tasa de rentabilidad bancaria, en comparación con la situación actual.

Un examen conceptual del problema, lleva a la conclusión desalentadora de que el fuerte descenso de la inflación que conlleva el segundo escenario podría afectar prácticamente a todas las variables de nuestro modelo, ya que tanto los spreads efectivos, como los volúmenes de negocios bancarios y los costos operativos netos, se encuentran en función de la tasa de inflación. Es precisamente en este punto, donde debemos ir más allá de las identidades contables manipuladas hasta el momento, para formular hipótesis acerca del comportamiento y de las relaciones entre las variables del modelo, a los efectos de abstraer de entre la maraña compleja de relaciones, los elementos sustantivos que caracterizan al proceso.

Es interesante observar que puede existir cierta simetría entre el comportamiento que tuvieron las variables a medida que el proceso inflacionario se iba consolidando y el que presumiblemente pueden mostrar cuando, luego de décadas, dicho proceso comienza a revertirse en forma probablemente duradera. Es asimismo interesante, como se apuntó en la introduc-

ción, comparar con las experiencias de los países vecinos. Sobre la base de todo esto, y de la experiencia nacional de los últimos años, cabría esperar que los depósitos totales continuaran creciendo, y que dentro de ellos pudiera repuntar algo la participación de la moneda nacional. El primer fenómeno es claramente de ocurrencia mucho más probable que el segundo, ya que tanto la evidencia empírica disponible para Uruguay como para los países vecinos apunta hacia un crecimiento de los volúmenes totales de negocios. El segundo fenómeno, que podríamos designar como la "desdolarización" de los depósitos es mucho más difícil de predecir, pero se encuentra en línea con lo establecido por la teoría económica, según la cual la demanda real por dinero es una función decreciente de la tasa de inflación esperada por los agentes y también, en una economía con sustitución de monedas, de la tasa de devaluación esperada. De este modo, así como la dolarización de la economía se profundizó casi sin pausas durante el largo proceso de alta inflación, la desdolarización tendría que ser el corolario natural de la desaparición de la alta inflación. Es poco lo que se puede afirmar acerca de la potencia de este efecto de desdolarización, pero parecen haber pocas dudas acerca de dos elementos:

- i) si llega a producirse, se tratará de un proceso muy lento y vacilante en sus inicios.
- ii) para que los depósitos bancarios se desdolaricen en forma más o menos significativa, será necesario que se pague por los fondos captados en moneda nacional una prima de riesgo suficientemente atractiva como para incentivar a los agentes a que lleven a cabo el cambio en la composición de sus portafolios. La prima podrá resultar decreciente con el tiempo, pero es sin dudas crucial para dar impulso al proceso en sus inicios. Ahora bien, alcanza con observar los niveles actuales de tasas pasivas en pesos para apreciar que las primas han descendido enormemente, y que por lo tanto no están dadas las condiciones para que la desdolarización comience a operar. Por lo tanto, puede resultar razonable suponer que el coeficiente de dolarización de los depósitos se mantiene, por lo menos a corto plazo. Dada la tendencia creciente de los depósitos totales, esto implicaría un incremento tanto de los fondos intermediados en pesos como en dólares.

Tampoco parece probable que la baja de la inflación modifique significativamente el valor del spread efectivo en dólares, puesto que el mismo se forma tomando en cuenta factores vinculados con los mercados

internacionales y también con el mercado local, pero relativamente independientes de aquellos que determinan la tasa de inflación. En todo caso, cabría esperar que el spread efectivo en moneda extranjera también pueda reducirse algo con la consolidación de la estabilidad macroeconómica, lo cual se sumaría a las dificultades derivadas de la casi segura caída de los niveles de spread efectivo en pesos.

En cuanto al ratio de costos, el incremento de los depósitos y de las comisiones por servicios, y la introducción de tecnologías más modernas para procesar las transacciones tenderían a reducirlo, pero los ajustes salariales no acompañados de incrementos en la productividad tenderían a incrementarlo. Dado que por convenio tales ajustes se practican en función de la tasa de inflación pasada, en un contexto de descenso de la tasa de inflación, implican una presión al alza de los salarios reales, que sin embargo no es muy fuerte en la actualidad debido al gradualismo del programa de estabilización y a la convergencia que prácticamente de hecho existe entre inflación y devaluación. Por lo tanto, bajo el supuesto de que no se produzcan cambios drásticos en la forma de relacionamiento de las fuerzas empresariales y sindicales que negocian los ajustes de salarios ni en la inamovilidad de hecho que existe para los empleados bancarios, cabe aguardar un descenso lento de este ratio a lo largo de los próximos años. Expresado en otras palabras, cabe aguardar que la tasa de crecimiento de los depósitos en términos reales supere a la tasa de crecimiento del salario real. En un contexto de empleo global decreciente en el sector, debido a las mejoras tecnológicas, los elevados salarios reales y las rigideces provenientes de los acuerdos entre asociaciones patronales y sindicato, el juego conjunto de estos elementos implica un incremento lento pero firme de la productividad de la mano de obra aplicada en el sector, que constituye la otra cara de la moneda del descenso del ratio de costos.

En suma, el margen financiero total descendería por la caída de los spreads efectivos en pesos pero subiría por los mayores volúmenes de negocios (tanto de intermediación como de prestación de servicios), mientras que los costos operativos totales tenderían a incrementarse por trabajador empleado, pero a ritmo lento, y a descender por el menor empleo total en el sector. Expresado en los términos de nuestro modelo, subirían los depósitos y caerían tanto el spread efectivo global como el ratio de costos. Dependerá de la fuerza relativa de cada uno de estos efectos contrapuestos el resultado que en definitiva se registre en términos de los beneficios en dólares y de la tasa de ganancia.

Finalmente, cabe consignar que los acontecimientos políticos vinculados con los procesos electorales constitucionalmente previstos para el año 1999, pueden llegar a afectar de manera significativa el escenario que acabamos de describir, entorpeciendo y aún revirtiendo el crecimiento de los volúmenes de negocios. Desde esta óptica, caben esencialmente dos posibilidades: i) que las elecciones de 1999 no tengan consecuencias negativas sobre la trayectoria que, en ausencia de ellas, caracterizaría a los volúmenes de negocios bancarios, tal como aconteció en los procesos electorales de 1989 y 1994; ii) que dichas elecciones se enmarquen dentro de expectativas pesimistas de muchos depositantes acerca de la marcha futura del programa de estabilización, alentando la fuga de capitales hacia el exterior y, por consiguiente, afectando fuertemente a la baja los volúmenes de depósitos, tanto de residentes como de no residentes, tal como sucedió durante los meses previos a las elecciones de 1984.

Existen poderosas razones, en las cuales no vamos a extendernos, para suponer que el escenario probable que enfrente el sistema bancario uruguayo durante el año 1999 se parezca más al de 1984 que al de 1989 y 1994, pero está claro que el tema es de una trascendencia tal que no puede abordarse lateralmente en el presente trabajo, debiendo ser objeto de un análisis por separado. Sin embargo, pueden aventurarse algunas consideraciones que abonan en favor de la separación casi completa de este tema con el objeto del trabajo que hemos definido en la introducción de este documento.

En efecto, si predominan las expectativas pesimistas y el nerviosismo de los depositantes, difícilmente se mantendrá el programa de estabilización implementado, aún cuando lo hagan sus similares de Argentina y Brasil. La discusión en torno al enfoque de expectativas racionales, más allá del grado de aceptación o de rechazo que inspiren los aspectos más técnicos de este enfoque en las concepciones personales de cada economista, ha sido sin duda muy útil para poner de manifiesto la importancia de las expectativas en todo proceso económico. En el contexto que nos ocupa, el planteo básico podría expresarse de la siguiente forma: si el público aguarda que triunfe en las elecciones un partido que no asegura la continuidad del programa de estabilización, no esperará a que esto ocurra para modificar sus comportamientos, sino que tomará decisiones antes de las elecciones que maximicen intertemporalmente sus niveles de utilidad. El simple hecho de que la gente espere más inestabilidad macroeconómica y más inflación para mañana (léase marzo del año 2.000) hará que la tasa de

inflación, tanto esperada como efectiva, aumente hoy (léase mediados de 1999). En este contexto, no sólo cabe aguardar la fuga de capitales que se señalara anteriormente, sino también un incremento de las tasas de devaluación y de inflación esperadas, y por lo tanto, un incremento de las tasas de interés reales y de los márgenes de intermediación bancarios.

Por consiguiente, o el escenario de expectativas pesimistas no se concreta y entonces el programa de estabilización continúa, o el escenario de expectativas pesimistas se concreta, y entonces se volverá necesario introducir correcciones al programa de estabilización a mediados de 1999, cuyos alcances son muy difíciles de prever, pero en todo caso serán fuertes para el sistema bancario, apuntando en dirección a la pérdida de volúmenes de negocios y al ensanchamiento de los spreads efectivos.

Dado este panorama, constituye una pretensión que desborda totalmente los objetivos del presente trabajo formular predicciones válidas acerca de la marcha de los resultados de los bancos de Uruguay más allá de mediados de 1999. Esto supone un horizonte temporal de alrededor de un año y medio para el análisis, esto es, ciertamente no de largo sino de corto y mediano plazo. Dentro de este horizonte temporal, las mejoras tecnológicas asociadas con la reducción del ratio de costos no serán espectaculares, pero si la tasa de crecimiento de los depósitos es suficientemente alta, el ratio de costos de todas maneras irá disminuyendo en el corto y mediano plazo.

Dados los comentarios formulados anteriormente, tendremos un spread efectivo en moneda nacional de alta inflación como el actual (s), un spread efectivo en moneda nacional de baja inflación esperado para 1998 y el primer semestre de 1999 (s'), y un spread efectivo en moneda extranjera (s^*), relacionados de la siguiente manera :

$$s^* < s' < s \quad (15)$$

Si aceptamos que tanto el ratio de leverage como el spread efectivo sobre depósitos en moneda extranjera permanecerán relativamente estables con la menor inflación, podemos reexpresar la tasa de beneficios de la ecuación (14) en un escenario de baja inflación de la siguiente forma:

$$b' = 1 [(s' - c')(1 - d') + (s^* - c').d'] \quad (16)$$

Nótese que en (16) hemos mantenido el ratio de leverage y el spread efectivo sobre depósitos en moneda extranjera, pero hemos permitido que el spread efectivo en moneda nacional, el ratio de costos, y el coeficiente de dolarización de los depósitos, adopten sus valores de baja inflación.

Restando miembro a miembro la ecuación (16) de su similar (14') y operando, se obtiene la siguiente expresión para el diferencial de tasas de beneficio:

$$b - b' = 1 [(1-d)(s-s') + (d'-d)(s'-s^*) + (c-c')] \quad (17)$$

Es ilustrativo analizar la expresión del paréntesis recto que multiplica al ratio de leverage en el segundo miembro de la expresión (17). En él, encontramos tres términos netamente diferenciados. El primero de ellos es positivo, ya que el coeficiente de dolarización de los depósitos fluctúa entre cero y uno, y el spread efectivo en moneda nacional de alta inflación es, de acuerdo con la desigualdad (15), mayor que el de baja inflación.

El segundo de los términos es nulo si se supone que el coeficiente de dolarización de los depósitos no cambia con la baja de la inflación, y es negativo si se supone que dicho coeficiente se reduce, mientras que el tercero equivale al diferencial entre los ratios de costos de alta y de baja inflación.

El primer término trata de capturar el deterioro que tendría lugar en la tasa de beneficios si el coeficiente de dolarización de los depósitos se mantuviera constante en su nivel de alta inflación y sólo cayeran los spreads efectivos en pesos. El segundo término, trata de capturar la mejora en la tasa de rentabilidad que tendría lugar debido al intercambio entre volúmenes de intermediación desde la moneda extranjera hacia la moneda nacional, ya que en él aparece la reducción del coeficiente de dolarización multiplicando al diferencial entre el spread efectivo en pesos de baja inflación y el spread efectivo en dólares. Esto significa que por cada unidad monetaria que se transfiera de depósitos en dólares a depósitos en pesos, el sistema bancario estaría mejorando su rentabilidad, ya que el spread efectivo en pesos de baja inflación es mayor que su similar en moneda extranjera. En cuanto al tercer término, por las consideraciones formuladas anteriormente podría aguardarse un impacto favorable del mismo, no tanto por la introducción de mejoras en las tecnologías para procesar las transacciones sino debido al crecimiento del volumen de depósitos totales.

Desde esta óptica, la evolución que tenga la tasa de ganancia del sistema bancario uruguayo en los próximos dieciocho o veinte meses dependerá entonces de tres elementos:

- i) la velocidad a la cual vayan cayendo los niveles de spread efectivo en moneda nacional;
- ii) la velocidad a la cual se vaya revirtiendo el proceso de dolarización de los depósitos;
- iii) la tasa de crecimiento que puedan alcanzar los depósitos totales, ya que cuanto mayor este crecimiento, mayor también el margen financiero total y menor el peso de los costos operativos expresados como porcentaje de los depósitos, en relación con los niveles, declinantes, de spread efectivo global.

Si se asume que el proceso de desdolarización de los depósitos será muy lento, como ya se fundamentó antes y como toda la evidencia parece indicar, quedan en pie los otros dos elementos como determinantes fundamentales del proceso.

V. EL MODELO DE INTERMEDIACION FINANCIERA EN MONEDA NACIONAL Y LAS CAUSAS DEL DESCENSO DEL SPREAD EFECTIVO EN PESOS

De los tres términos que pone en juego la expresión del paréntesis del segundo miembro de la ecuación (17), uno de los elementos dominantes es, con muy escaso margen de dudas, la caída de los spreads efectivos en moneda nacional. Hasta ahora, hemos fundamentando dicha caída conceptualmente, pero resulta interesante profundizar en los determinantes de la misma. Esto justifica que destinemos la presente sección a desarrollar un modelo que analice a fondo los factores que se conjugan para explicar dicha caída.

V.1 LAS PRINCIPALES CAUSAS DEL DESCENSO DEL SPREAD EFECTIVO EN PESOS

El propósito de nuestro modelo de intermediación financiera en moneda nacional consistirá en desagregar los diferentes componentes que con-

forman el spread efectivo sobre depósitos en pesos. Para ello, deberemos tomar en cuenta la mezcla entre depósitos a la vista y en caja de ahorros por un lado, y a plazo fijo por el otro, ya que el comportamiento de las respectivas tasas pasivas no es homogéneo, puesto que obedece a la motivación esencial que se encuentra en el fondo de los comportamientos de los depositantes bajo una u otra modalidad. En el depósito a la vista, predomina netamente la función de medio de cambio del dinero por sobre la de reserva de valor, mientras que en el depósito a plazo fijo sucede exactamente lo contrario. Esta realidad, explica que las tasas pasivas pagadas por depósitos a la vista y en caja de ahorros en moneda nacional alcancen valores negativos en términos reales durante los procesos inflacionarios, mientras que en los depósitos a plazo fijo las tasas medidas en dólares son por lo general superiores a sus similares en moneda extranjera.

Para comprender intuitivamente uno de los elementos claves que muestra nuestro modelo, alcanza con valorar que en una economía sin inflación o sin devaluación, es imposible por hipótesis que las tasas asociadas a los depósitos en cuentas corrientes y cajas de ahorro en pesos sean negativas. Por este lado, encontramos por lo tanto un primer efecto que comprime los niveles de spread en pesos cuando desciende la inflación.

El segundo elemento, que obra en idéntica dirección, es la reducción de las primas de riesgo implícitas en los niveles de tasas activas en moneda nacional. Cuando la inflación es muy elevada y muy volátil, estas tasas se desarbitran totalmente con sus similares en moneda extranjera. El riesgo de prestar pesos con una gran volatilidad macroeconómica, se compensa por el alto retorno esperado que surge por el gran incremento de la prima de riesgo implícita en las tasas de interés que los bancos cobran por sus operaciones activas en moneda nacional.

El tercer elemento, que por oposición a los dos anteriores, juega a favor de la rentabilidad de los bancos comerciales cuando se reduce la tasa de inflación, es el impuesto inflacionario que los bancos comerciales pagan por mantener encajes mínimos en pesos. Por definición, tales encajes son no rentables. Cuanto mayor la tasa de inflación, mayor la pérdida en términos reales que sufren los bancos comerciales por sus activos en pesos no colocados.

Supongamos por un momento que todas las tasas activas y pasivas en moneda nacional estuvieran arbitradas a sus similares en dólares, habi-

da cuenta de la tasa de devaluación esperada. Sólo si esta última fuera igual a cero, los spreads efectivos en pesos serían idénticos a los de dólares. En caso contrario, resulta obviamente más rentable o menos deficitario, mantener encajes en dólares que hacerlo en pesos. Por lo tanto, el hecho de que los spreads efectivos en pesos sean en la práctica mucho mayores que sus similares en dólares, se debe a que los dos primeros elementos (tasas negativas pagadas por los depósitos a la vista y primas de riesgo mucho más altas por operaciones activas en pesos que por sus similares en dólares) juegan con mucha mayor fuerza que el tercer elemento, al que podemos denominar el efecto impuesto inflacionario de los encajes.

V.2 PLANTEAMIENTO DEL MODELO

La identidad contable básica del estado de situación patrimonial es la explicitada en la ecuación (8.1). Resulta conveniente dividir los depósitos en moneda nacional entre un componente que denominaremos V y que comprende tanto a los depósitos a la vista como en caja de ahorros, y otro que denominaremos P, que comprende los depósitos a plazo fijo. En consecuencia, dicha identidad contable se expresa de la siguiente forma:

$$E + C + T = V + P \quad (18)$$

A los efectos de mantener la unidad de cuenta adoptada a lo largo de todo el trabajo, estas cinco variables se miden en dólares.

Dado que tanto la gestión financiera de los bancos comerciales como las normas bancocentralistas establecen diferentes tasas de encaje para los depósitos a la vista y a plazo, el encaje total se puede determinar de acuerdo con la expresión que sigue:

$$E = ev.V + ep.P \quad (19)$$

donde ev es la tasa de encaje de los depósitos a la vista y ep es la tasa de encaje de los depósitos a plazo.

Por otra parte, continuaremos llamando t a la fracción de los depósitos en moneda nacional que debe destinarse a encajes obligatorios remunerados. En consecuencia, el monto T de encajes remunerados se determina como:

$$\mathbf{T = t.(V+P)} \quad (20)$$

Reemplazando (19) y (20) en (18), y despejando las colocaciones, se obtiene:

$$\mathbf{C = (1-ev-t).V + (1-ep-t).P} \quad (21)$$

El margen financiero generado por la intermediación en moneda nacional se puede expresar entonces como:

$$\mathbf{MF = a.C + r.T - i.V - p.P} \quad (22)$$

donde a es la tasa activa promedio en moneda nacional, r es la tasa que fija el Banco Central para el encaje remunerado, i es la tasa nominal promedio que se paga por depósitos a la vista y en caja de ahorros, y el parámetro p representa ahora la tasa nominal promedio pagada por depósitos a plazo fijo en moneda nacional.

Para analizar la mezcla de depósitos entre vista y plazo, es útil definir la participación de cada modalidad en los depósitos totales en moneda nacional. Si denominamos con el parámetro v a la participación de los depósitos a la vista en moneda nacional, su complemento, esto es $(1-v)$, representa la participación de los depósitos a plazo:

$$\mathbf{v = V/D, \quad \text{con } 0 < v < 1} \quad (23)$$

$$\mathbf{(1-v) = P/D, \quad \text{con } 0 < (1-v) < 1} \quad (23')$$

Dadas estas definiciones, la tasa e de encaje global sobre depósitos en moneda nacional será un promedio de las tasas de encaje sobre vista y plazo, ponderado por las respectivas participaciones en los depósitos totales. Ello puede visualizarse dividiendo los dos miembros de la ecuación (19) entre los depósitos totales, para obtener:

$$\mathbf{e = E/D = v.ev + (1-v).ep} \quad (19')$$

A su vez, reemplazando (23) y (23') en la expresión de las colocaciones de la ecuación (21):

$$C = (1-ev-t).v.D + (1-ep-t)(1-v).D \quad (21')$$

Por último, reemplazando (20), (23), (23') y (21') en la expresión (22) del margen financiero, se encuentra:

$$MF = a[(1-ev-t).vD + (1-ep-t)(1-v).D] + r.t.D - i.v.D - p(1-v).D \quad (24)$$

El spread efectivo sobre depósitos es por definición equivalente al cociente entre el margen financiero y los depósitos totales. Por lo tanto, dividiendo (24) entre los depósitos totales, se obtiene la siguiente expresión para el spread efectivo sobre depósitos en moneda nacional:

$$s = v[a(1-ev-t) + rt - i] + (1-v)[a(1-ep-t) + rt - p] \quad (25)$$

En esta expresión (25), el spread efectivo sobre depósitos en moneda nacional ha quedado desagregado en un spread efectivo sobre depósitos a la vista y otro sobre depósitos a plazo, ponderados ambos por las respectivas participaciones en los depósitos totales.

V.3 Los diferentes componentes de las tasas de interés en moneda nacional

Para completar nuestro análisis y formalizar matemáticamente las ideas esbozadas en el apartado 5.1., procederemos a desagregar las tasas activas y pasivas en moneda nacional en tres componentes esenciales:

- i) un componente equivalente a las tasas de interés correspondientes a operaciones pactadas en similares plazos y condiciones, pero en moneda extranjera;
- ii) un componente destinado a cubrir las expectativas de inflación y de devaluación de los agentes económicos.
- iii) un componente que constituye la prima de riesgo adicional que presentan las operaciones en moneda nacional con respecto a sus similares en moneda extranjera, que está destinado esencialmente a cubrir a los prestamistas en pesos de eventuales sorpresas en cuanto a la evolución del tipo de cambio y a cambios imprevistos en la batería de precios relativos de la economía.

Mediante la suma de los dos primeros componentes, se obtiene el arbitraje entre las tasas de interés en moneda nacional y en moneda extranjera. Por lo tanto, el tercer componente mide el desarbitraje existente en cada tipo de tasas (activas promedio, de encaje remunerado y pasivas para depósitos a la vista y depósitos a plazo).

Bajo estas condiciones, la desagregación de las tasas de interés en moneda nacional puede expresarse de la siguiente manera:

$$\mathbf{a} = \mathbf{a}^* + \mathbf{I} + \mathbf{w} \quad (26)$$

donde w es la prima de riesgo adicional de las colocaciones en moneda nacional respecto a sus similares en moneda extranjera.

$$\mathbf{i} = \mathbf{i}^* + \mathbf{I} - \mathbf{x} \quad (27)$$

donde x es una magnitud positiva, puesto que, en economías con alta inflación, la tasa pasiva i suele ser inferior a la suma de la tasa internacional más la devaluación.

$$\mathbf{p} = \mathbf{p}^* + \mathbf{I} + \mathbf{z} \quad (28)$$

donde z es la prima de riesgo que se paga a los depositantes a plazo fijo en moneda nacional para que prefieran esta opción a depositar en moneda extranjera.

$$\mathbf{r} = \mathbf{r}^* + \mathbf{I} + \mathbf{u} \quad (29)$$

donde u es el sobreprecio, medido en términos de tasas, de los encajes remunerados en moneda nacional.

La evidencia empírica indica que la prima de riesgo de las colocaciones en moneda nacional es muy elevada, no ocurriendo lo mismo actualmente con la prima de riesgo de los depósitos a plazo fijo y de los encajes remunerados.

Asimismo, la prima de riesgo adicional es una función creciente de las expectativas de inflación, y por lo tanto tiende a disminuir fuertemente, aunque no a desaparecer, a medida que la tasa de inflación doméstica se va

acercando a la internacional. Sólo si la economía se dolarizara totalmente carecería de sentido esta prima de riesgo adicional.

La explicación de lo elevado de la prima de riesgo adicional de las colocaciones en moneda nacional se encuentra en una serie de factores:

- i) gran segmentación del mercado de préstamos, en el cual muchos tomadores son clientes cautivos del banco con el cual operan.
- ii) antecedentes de falta de garantías para ejercer los derechos de propiedad, debido a sucesivas leyes de refinanciamientos del endeudamiento interno y de suspensión de ejecuciones.
- iii) importancia creciente de los préstamos al consumo dentro del circuito bancario, los cuales a pesar de las elevadas tasas que los caracterizan, resultan preferibles para muchos tomadores que las ofertas de que disponen en el mercado no bancario, donde las tasas de interés suelen ser considerablemente mayores.
- iv) necesidad de los bancos de cubrir sus altos costos operativos (incluida la presión fiscal), a los que ya nos hemos referido anteriormente.

V.4 LA DESAGREGACIÓN DEL SPREAD EFECTIVO EN MONEDA NACIONAL

Al reemplazar las tasas en moneda nacional desagregadas mediante las ecuaciones (26) a (29) en la expresión del spread efectivo sobre depósitos en moneda nacional de la ecuación (25), se llega al siguiente resultado:

$$s = [v \cdot sv^* + (1-v)sp^*] - e \cdot I + [(1-e-t)w + vx - (1-v)z + tu] \quad (30)$$

Siguiendo la misma línea de razonamiento que para la desagregación de las tasas de interés en moneda nacional, los términos del segundo miembro de la ecuación (30) han sido agrupados en tres conceptos. El primer paréntesis recto se refiere a los spreads efectivos en dólares sobre depósitos a la vista y a plazo, siendo representativo de lo que sucedería en una economía completamente dolarizada. El segundo término, de signo inequívocamente negativo, refleja el impuesto inflacionario que pagan los bancos comerciales por mantener encajes en pesos. El tercer término, consiste en la ponderación de las primas de riesgo adicionales de los diferentes activos y

pasivos en moneda nacional, las cuales vimos que varían en función de los registros inflacionarios de la economía.

Por analogía con la ecuación (30), se puede expresar entonces el spread efectivo en pesos de baja inflación como:

$$s' = [v \cdot sv^* + (1-v)sp^*] - e \cdot I' + [(1-e-t)w' + vx' - (1-v)z' + tu'] \quad (30')$$

Restando miembro a miembro (30') de (30), los spreads en moneda extranjera se simplifican y se obtiene:

$$s-s' = -e(I-I') + [(1-e-t)(w-w') + v(x-x') - (1-v)(z-z') + t(u-u')] \quad (31)$$

Esta relación (31) trata de medir la incidencia de los diferentes elementos que explican la caída de los spreads en moneda nacional cuando desciende la tasa de inflación. Un examen del segundo miembro de la misma, permite concluir que se trata de cinco términos, de los cuales tres actúan en dirección a una caída de rentabilidad y dos en dirección a un incremento de la misma.

Al bajar la inflación, I' es menor que I , y al estar precedida la tasa de encaje por el signo de menos, el primer término del segundo miembro es negativo, reflejando el menor impuesto inflacionario que pagan los bancos comerciales por mantener encajes en moneda nacional. Por lo tanto, este primer término coadyuva a un incremento de la rentabilidad cuando desciende la tasa de inflación.

Los otros cuatro términos del segundo miembro de la expresión (31) tienen relación con las diferencias entre las primas de riesgo de cada uno de los activos y pasivos del modelo. El pilar conceptual del razonamiento es que estas primas de riesgo se encuentran en función creciente de la tasa de inflación. En consecuencia, la caída de la inflación reduce todas las primas de riesgo, y hace que todos los diferenciales entre la prima de riesgo de alta y de baja inflación sean positivos. Por lo tanto, a los efectos de valorar la incidencia a favor o en contra de cada uno de dichos diferenciales en la rentabilidad, alcanza con examinar el signo que los precede, ya que los factores que multiplican a estos diferenciales son siempre positivos. En conclusión, la rentabilidad caería por la baja de las primas de riesgo implícitas en la tasa activa, en los depósitos a la vista y en el encaje remunerado,

y subiría por la baja de la prima de riesgo implícita en las tasas pasivas pagadas por depósitos a plazo.

Si bien cualitativamente son cinco los efectos, la importancia cuantitativa de ellos es claramente desigual, ya que los diferenciales entre las primas de riesgo de alta y de baja inflación de los depósitos a plazo fijo y del encaje remunerado tienden prácticamente a cero. En contraposición, es enorme todavía el margen que tienen las tasas activas para seguir cayendo y acercándose a sus niveles de arbitraje, y son también importantes los efectos de los intereses sobre depósitos a la vista y la baja del impuesto inflacionario.

En resumen, de los cinco elementos que pone en juego el segundo miembro de la ecuación (31), tres son los dominantes:

- i) el descenso de las tasas activas en términos reales, originado en la baja de la tasa w que mide el desarbitraje de dichas tasas.
- ii) el incremento relativo del costo medido en dólares de los depósitos a la vista, que con alta inflación es fuertemente negativo, y a medida que la inflación desciende tiende a acercarse progresivamente a cero.
- iii) la caída del impuesto inflacionario pagado por mantener encajes en moneda nacional.

De estos tres elementos, los dos primeros apuntan en dirección a la caída de la rentabilidad, mientras que el tercero lo hace en dirección a un incremento de la misma.

Por consiguiente, si descartamos por insignificantes los diferenciales entre las primas de riesgo implícitas en las tasas pagadas por depósitos a plazo fijo y por los encajes remunerados, esto es, si suponemos $z=z'$ y $u=u'$, el segundo miembro de (31) se simplifica, para obtener:

$$s - s' = (1 - e - t)(w - w') + v(x - x') - e(I - I') \quad (31')$$

Esta relación (31') se puede reemplazar en la expresión general del diferencial de tasas de rentabilidad de la ecuación (17). Si mantenemos el supuesto efectuado al final de la sección 4 de que el proceso de dolarización

no se profundiza pero tampoco se revierte en el corto y mediano plazo, esto es, que $d=d'$, podemos reducir la ecuación (17) a:

$$\mathbf{b} - \mathbf{b}' = \mathbf{l} [(\mathbf{1}-\mathbf{d})(\mathbf{s} - \mathbf{s}') + (\mathbf{c} - \mathbf{c}')] \quad (17')$$

Finalmente, reemplazando (31') en (17'), se obtiene:

$$\mathbf{b} - \mathbf{b}' = \mathbf{l}[(\mathbf{1} - \mathbf{d})\{(\mathbf{1}-\mathbf{e}-\mathbf{t})(\mathbf{w}-\mathbf{w}')+\mathbf{v}(\mathbf{x}-\mathbf{x}')-\mathbf{e}(\mathbf{I}-\mathbf{I}')\}+(\mathbf{c}-\mathbf{c}')] \quad (32)$$

Nótese que en el paréntesis recto del segundo miembro de esta ecuación (32), encontramos los mismos tres efectos que refleja el segundo miembro de (31'), pero ponderados por el complemento del coeficiente de dolarización de los depósitos, que marca la participación de la moneda nacional en la intermediación financiera total, y amplificados por el ratio de leverage. Asimismo, encontramos también el diferencial entre los ratios de costos de alta y baja inflación, también amplificado por el ratio de leverage.

Resulta muy difícil estimar con precisión cada uno de los parámetros de la ecuación (32), pero vale la pena tratar de hacerlo aunque más no sea en términos gruesos. A esta tarea dedicaremos la sección siguiente. Por el momento, sólo cabe anticipar que sin duda los dos efectos que tienden a deteriorar el spread efectivo sobre depósitos en moneda nacional priman sobre la rebaja del impuesto inflacionario, pero por otra parte, si los depósitos totales crecen, tanto en pesos como en dólares, mejora la absorción de costos fijos y baja el ratio de costos. Por lo tanto, existirá una determinada tasa de crecimiento de los depósitos que logre compensar los efectos negativos que conlleva la baja de los márgenes de intermediación globales. Si esta tasa es alcanzable en el corto y mediano plazo, la rentabilidad del sistema bancario puede mantenerse o aún mejorar, a pesar de la caída de los spreads efectivos. Por lo tanto, todo lo que podemos hacer de aquí en más es estimar los parámetros del modelo y evaluar si la tasa de crecimiento de los depósitos totales que compensa los efectos negativos de la baja de la inflación es realmente alcanzable en el corto y mediano plazo.

VI LA EVIDENCIA EMPIRICA

VI.1 ANALISIS DE LOS DATOS DE LA BANCA PRIVADA URUGUAYA A LO LARGO DE LA DECADA DE LOS AÑOS NOVENTA

En los anexos estadísticos que se presentan al final del documento se resumen, a través de diez cuadros numéricos, los principales resultados vinculados con la estimación de los parámetros del modelo anteriormente expuesto.

El trabajo se efectuó enteramente con datos oficiales, publicados por el Banco Central del Uruguay. El universo elegido fue la banca privada, ya que lamentablemente no se cuenta con una desagregación de datos tan completa para el Banco de la República. Por lo tanto, los resultados constituyen un promedio para la banca privada uruguaya, que como todo promedio, puede esconder diferencias significativas entre las distintas instituciones financieras que componen el sistema. Se entendió conveniente analizar la evolución de los parámetros en lo que va de la presente década. Dado que el año 1990 fue particularmente turbulento desde el punto de vista inflacionario, y es el que está más alejado en el tiempo, se optó por arrancar las series con datos del año 1991.

Los cálculos efectuados no aspiran de ningún modo a cerrar la discusión sobre el tema, sino que deben evaluarse meramente como una aproximación razonable, susceptible de mejoras y refinamientos en el futuro.

A continuación se efectúa un breve comentario de cada uno de los referidos cuadros numéricos.

En el cuadro no. 1 se procede a calcular el ratio de costos operativos. Dado que el rubro Ganancias por Servicios del Plan de Cuentas Bancario no incluye las ganancias operativas de las mesas de cambios ni otros ingresos no financieros, y que los datos oficiales publicados no permiten discriminar estos resultados, se optó por estimar estas ganancias no financieras aplicando un porcentaje del quince por ciento a las ganancias por servicios de cada año. Si bien se trata de un procedimiento relativamente arbitrario, se entiende preferible a la alternativa de ignorar directamente estos resultados, y se basa en determinadas regularidades empíricas que permiten reflejar con un grado razonable de aproximación lo que sucede en la realidad.

Analizando las series de cada una de las variables del cuadro, se observa una tendencia al incremento permanente de todas ellas, medidas en dólares corrientes. Es así que el costo operativo neto en dólares sube un 89 por ciento el año 1997 con respecto a 1991, primer año de la serie. Los depósitos totales promedio de cada año, por su parte, suben un 50% durante el mismo período, por lo que el ratio de costos operativos termina creciendo un 26%, desde 5,61% en 1991 hasta 7,07% en 1997. El ratio de costos crece ininterrumpidamente hasta el año 1995, en el cual alcanza un valor máximo del 7,86%, y comienza a caer a partir de ese año, debido a que durante 1996 y lo que va de 1997 los depósitos han crecido a un ritmo superior al de los costos operativos netos.

En el cuadro no. 2 se estima el spread efectivo sobre depósitos en moneda nacional, tomando los valores promedio de las tasas activas y pasivas que publica el Banco Central, mediante una estructura financiera simplificada que incluye la mezcla entre depósitos a la vista y a plazo del lado del pasivo, y los encajes mínimo y remunerado, junto con los préstamos de riesgo del lado del activo. Al no publicarse las tasas promedio pagadas por depósitos en cuentas corrientes, se asumió que las mismas eran equivalentes a las pagadas por depósitos en cajas de ahorros, lo cual probablemente tienda a subestimar los spreads. En cuanto a las tasas activas, se tomaron los promedios de las tasas medias de interés efectivo anual para el mercado de operaciones corrientes de crédito bancario que publica en forma trimestral el Banco Central del Uruguay, ponderando por la participación de las operaciones a plazos menores y mayores a un año en el total de créditos al sector no financiero.

Como se aprecia en el cuadro no. 2, se trabajó inicialmente con spreads mensuales, convirtiendo las tasas efectivas anuales en sus equivalentes mensuales. Una vez calculados los spreads mensuales, se determinó la tasa nominal anual equivalente. De este modo, se pretende atenuar las distorsiones que genera el hecho de que las tasas de interés se expresan como efectivas anuales, pero en la práctica la mayor parte de las operaciones se pactan a plazos muy inferiores al año. Por lo tanto, en los hechos en la mayor parte de las operaciones no se cumple el supuesto de capitalización de intereses que lleva implícita la tasa efectiva anual. Por otra parte, si bien es creciente la participación proporcional de las operaciones a mediano plazo, fundamentalmente préstamos amortizables con destino al consumo, la cancelación de las mismas mediante el pago de cuotas mensuales también hace aconsejable que se trabaje con tasas efectivas referidas a este período. Aún

cuando esta metodología puede estar subvaluando en alguna medida los verdaderos spreads, ya que existen muchas operaciones de préstamos a plazo fijo y de descuentos a plazos de sesenta y noventa días, también hay que tener en cuenta que estos plazos mayores se compensan en parte por la captación de depósitos a plazos similares. En definitiva, aún reconociendo las imperfecciones que pueda conllevar la metodología seguida, se entiende muy preferible la misma a trabajar con tasas efectivas anuales.

A pesar de que los supuestos en materia de tasas de cuentas corrientes y de plazos promedio de las operaciones tal vez tienden a subvaluar los spreads efectivos en moneda nacional, se aprecia en el cuadro no. 2 que de todos modos estos alcanzan niveles extraordinariamente elevados, sobrepasando el 30% anual hasta el año 1996. Entre 1991 y 1996, el spread efectivo en moneda nacional ha fluctuado en torno a una media aritmética del 32,80% por año, sin que se aprecie una tendencia definida a la baja de dicho spread. Por consiguiente, la caída de la tasa de inflación, dentro del marco de un programa gradualista de reducción de la misma, no ha tenido un efecto importante sobre los niveles de spread efectivo en moneda doméstica hasta el pasado año. Sin embargo, ya en 1996 se observa un leve descenso al 30,24% y, durante el primer semestre de 1997, un descenso más pronunciado hasta el 28,68%. No obstante, es todavía muy considerable el margen existente para que continúe descendiendo este spread en moneda nacional, a medida que el proceso de estabilidad macroeconómica se continúe consolidando.

En el cuadro no. 3 se estima el spread efectivo en dólares, sobre la base de una estructura financiera conformada por encajes mínimos, tenencias de títulos, depósitos en corresponsales, préstamos de riesgo y depósitos a la vista y a plazo fijo. Se aprecia una tendencia claramente creciente entre 1991 y 1994, y ligeramente descendente a partir de 1996. El período de crecimiento se explica básicamente por la mayor relación entre los créditos al sector no financiero y los depósitos, que parte de un 39% en 1991 y trepa hasta un 56% en 1995.

En el cuadro no. 4 se ponderan los spreads efectivos calculados en los dos cuadros anteriores en función de la participación de cada moneda en la intermediación total. Se aprecia una gran estabilidad del coeficiente de dolarización de los depósitos en torno a niveles del 89%. El máximo de este coeficiente se encuentra en el primer año de la serie (1991), que fue precisamente el de mayor inflación. A partir de allí, la pronunciada decli-

nación de la inflación sólo logró rebajar en un dos por ciento el coeficiente de dolarización de los depósitos, lo cual avala la hipótesis formulada a lo largo de todo este trabajo de que la desdolarización de los depósitos no es segura, ni cabe aguardar que opere significativamente en el corto plazo.

El spread efectivo global determinado en este cuadro no. 4 parte de un mínimo del 5,71% en 1991 y llega a un máximo del 8,31% en 1995, para caer a niveles del 7,1% durante el último año y medio. Nótese que la contribución que hace la moneda nacional al spread efectivo global es casi la misma que la que hace la moneda extranjera, a pesar de que los volúmenes de intermediación financiera en moneda extranjera son casi nueve veces superiores a los de moneda nacional. Por lo tanto, el descenso del spread efectivo global a partir de 1996 se explica fundamentalmente por el descenso del spread efectivo en moneda nacional que habíamos constatado en el cuadro no. 2, y que es de esperar que se profundice en el futuro.

Nótese también que el punto de inflexión del spread efectivo global coincide con el punto de inflexión del ratio de costos del cuadro no. 1, por lo cual la caída del spread global podrá verse compensada, total o parcialmente, por la caída del ratio de costos operativos.

En el cuadro no. 5, se compara el spread efectivo global estimado a través de los cuadros 2,3 y 4 con el spread efectivo global que surge de los estados contables. Este último se obtiene restando los capítulos de ganancias financieras y de pérdidas financieras del estado de resultados, y dividiendo el margen financiero total así calculado entre los depósitos promedio de cada año. Es curioso observar que el promedio aritmético de ambos spreads efectivos, para el período 1992-1997, esto es excluyendo el año 1991, es exactamente el mismo: 7,21% anual. La explicación del bajo spread efectivo global que surge de los datos contables en 1991 se encuentra, al menos en parte, en el hecho de que algunas instituciones financieras tenían en cartera títulos de deuda pública o documentos emitidos por el Banco Central por montos muy significativos, a tasas muy inferiores al promedio de operaciones corrientes de crédito bancario. En los años siguientes esta distorsión continuó, pero con un peso progresivamente menor debido a la licuación de estos activos, por la acción del proceso inflacionario y por el canje de los documentos emitidos por el Banco Central a medida que se iba recuperando cartera morosa comprada por éste, pero administrada por instituciones privadas. Obsérvese asimismo que la tendencia seguida por ambos spreads efectivos globales es básicamente la misma, ya que se aprecia

un crecimiento sostenido hasta 1995 del spread efectivo estimado, y hasta 1996 del spread efectivo contable. Por lo tanto, dentro de un panorama de razonable equivalencia entre ambos spreads, se encuentra que el contable es menor durante los primeros años de la década por las razones ya apuntadas, pero sobrepasa al estimado durante 1996 y el primer semestre de 1997.

Existen muchas razones que explican esta divergencia durante el último año y medio. De entre ellas, sólo señalaremos las tres más importantes: i) el costo del fondeo con cuentas corrientes en moneda nacional está algo exagerado en la estimación del cuadro no.2, porque como ya se explicó, al no existir datos publicados, se tomó la tasa de caja de ahorros; ii) las tasas medias de operaciones corrientes de crédito bancario publicadas por el Banco Central que se utilizaron para estimar los spreads efectivos incluyen las vinculadas con operaciones del Banco de la República, que suele aplicar tasas activas menores que las de la banca privada; iii) estas mismas tasas medias, corresponden a las operaciones corrientes de crédito bancario realizadas durante cada trimestre calendario, y no al promedio de toda la cartera de créditos en ese trimestre. Cuando las tasas activas comienzan a descender fuertemente, la tasa marginal publicada por el Banco Central es significativamente menor que la media, ya que esta última refleja el efecto de "arrastre" de operaciones pactadas durante trimestres anteriores. En consecuencia, el procedimiento seguido para estimar el spread efectivo tiende a subestimar el verdadero spread medio, como muestra el cuadro no. 5 que sucede durante los años 1996 y 1997. Esta distorsión resulta imposible de evitar, puesto que se trata de la única tasa activa promedio oficialmente publicada. Es por eso que, para atenuarla, se considera el promedio de los cuatro trimestres de cada año. Sin embargo, la distorsión se ve amplificada por el hecho de que el matching de fondos no es perfecto para los créditos de consumo en moneda nacional, ya que mientras se presta en general a plazos superiores al año, el plazo máximo de los depósitos en moneda nacional es de un año, y sólo alrededor de un 5% de los depósitos totales en moneda nacional se pactan a este plazo, contra una ponderación del 25% de los créditos a plazos superiores al año. En un contexto de pronunciado descenso de las tasas, este descalce tiende a ensanchar el spread efectivo en pesos, ya que la cartera de créditos de consumo queda "anclada" a tasas altas contratadas en el pasado, mientras que el fondeo con depósitos a plazo fijo se beneficia con la baja continua de las tasas pasivas.

En definitiva son estas tres razones las que explican que el spread efectivo que surge de los datos contables resulte bastante superior al estimado para los últimos años. El spread estimado tiene la ventaja de que permite la desagregación por monedas, y además, permitirá en cuadros posteriores estimar aquellos parámetros de la ecuación (32) que miden el desarbitraje de las tasas activa promedio y pasiva de cuentas corrientes con sus similares de moneda extranjera. Pero el spread efectivo que surge de la contabilidad es más exacto para evaluar la verdadera rentabilidad del sistema, y por consiguiente es el que debe usarse para la comparación con el ratio de costos.

Por lo tanto, a los efectos de evaluar la rentabilidad global del sistema, en el cuadro no. 6 se compara el spread efectivo contable del cuadro no. 5 con el ratio de costos del cuadro no. 1. La diferencia entre ambos, que aparece en la última columna del cuadro no. 6, aporta información acerca del signo de los resultados. Como se explicó a través de la ecuación (7) del modelo, esta diferencia tiende a reflejarse en la tasa de ganancias amplificada por la relación de apalancamiento financiero (ratio de leverage).

El análisis de los guarismos que aparecen en la última columna del cuadro no. 6 sugiere poderosamente tres conclusiones esenciales:

- i) el sistema bancario privado fue deficitario durante los tres primeros años de la serie (1991, 1992 y 1993);
- ii) el sistema bancario privado fue superavitario desde 1994 hasta la fecha;
- iii) la tendencia seguida por la tasa de ganancias ha sido creciente a medida que bajaba la tasa de inflación de la economía, ya que los números rojos de los tres primeros años son progresivamente menores con el transcurso del tiempo, y los números negros de los últimos tres años y medio son cada vez mayores.

Los datos del cuadro no. 7 confirman plenamente estas conclusiones. En él se muestran las ganancias en dólares ajustadas por inflación, el patrimonio neto promedio de cada año, la tasa de ganancias que resulta de dividir las dos magnitudes anteriores, y la tasa de inflación. Es de destacar que no se presentan los resultados reales anteriores a 1994 porque recién a partir de este último año comenzó a reflejarse contablemente el ajuste por

inflación de los balances bancarios. Como este ajuste implica siempre una pérdida, dado que el patrimonio neto es muy superior a los activos no monetarios (básicamente los bienes de uso), comparar las utilidades nominales anteriores a 1994 con las utilidades reales de dicho año y los posteriores, carece de fundamento. Por otra parte, si bien no se cuenta con datos publicados sobre el ajuste por inflación antes de 1994, una estimación gruesa muestra que todos los ejercicios anteriores a ese año hubieran arrojado pérdidas de haberse reflejado contablemente el ajuste. Por lo tanto, la evidencia empírica confirma plenamente las predicciones que surgen de comparar el spread efectivo con el ratio de costos, en el sentido de que los tres primeros años de la década fueron deficitarios, y a partir de 1994, los resultados han ido mejorando en forma consistente. La tasa de ganancias creció del 2,55% en 1994 a casi el 9% en 1995 y a más del 9,5% en 1996. Para 1997 se perfila una tasa de ganancias muy superior, ya que las utilidades reales de los primeros seis meses del año son equivalentes, medidas en dólares corrientes, a las de todo el ejercicio 1996.

Por consiguiente, la caída de la inflación que se fue verificando sostenidamente a lo largo de toda la década, estuvo acompañada de una mejora y no de un deterioro de la rentabilidad de la banca privada de Uruguay. ¿ Continuará esta tendencia en el futuro cercano ? Los cuadros números 8 y 9 tratan de proporcionar una respuesta inicial a esta pregunta, mediante la estimación de los parámetros del modelo que miden el desarbitraje de las tasas en moneda nacional.

En el cuadro no. 8 se estima el desarbitraje de las tasas activas en moneda nacional. Siguiendo la misma metodología que para el cálculo de los spreads efectivos, se determina en primer término la tasa efectiva mensual equivalente, y luego se la compara con la tasa mensual de arbitraje (suma de la tasa activa efectiva mensual en moneda extranjera más la tasa de devaluación mensual). Luego se calcula la diferencia y se la expresa como tasa nominal anual. El análisis de esta tasa de desarbitraje anualizada, muestra que el sobreprecio por prestar pesos supera todos los años el 20% en dólares e incluso, en algunos de ellos, llega a sobrepasar el 30% en dólares. Si bien la trayectoria temporal de este sobreprecio es fluctuante hasta 1996, ya durante el primer semestre de 1997 se aprecia una importante caída del parámetro w , la cual se ve agudizada por los datos disponibles para el tercer trimestre del año. Por eso se afirmaba en la introducción de este documento que los efectos más negativos que conlleva la estabilización sobre la rentabilidad de los bancos comerciales aún no han tomado

lugar. Para expresar esta misma idea en términos más precisos, podemos afirmar ahora que, a la luz de los datos del cuadro no. 8, el proceso de reversión parcial del desarbitraje de tasas activas recién ha comenzado a hacerse sentir fuertemente a partir del año 1997.

En el cuadro no. 9 se procede a la estimación del parámetro x , que mide la brecha existente entre la tasa de arbitraje de los depósitos a la vista y la tasa que efectivamente se paga por ellos. A diferencia de lo que sucede con el parámetro w en el cuadro no. 8, en el presente cuadro no. 9 se aprecia una importante caída del desarbitraje ya en los años 1992 y 1993, y una caída más lenta pero de tendencia firme a partir del año 1994. Esto confirma nuestra teoría, en el sentido de que a medida que desciende la inflación cada vez es menor la rentabilidad que obtienen los bancos comerciales por el hecho de pagar tasas negativas en términos reales por los saldos captados a través de las cuentas corrientes y las cajas de ahorros en moneda nacional.

Tanto la caída del parámetro w que muestra la tendencia del cuadro no. 8 como la caída del parámetro x que muestra la tendencia del cuadro no. 9, se conjugan para explicar el descenso de los spreads efectivos en moneda nacional. No obstante, alcanza con analizar los valores numéricos de ambos parámetros para el primer semestre de 1997, para comprender que el margen de posible caída del parámetro w en el futuro es muchísimo mayor que el margen que tiene para seguir cayendo el parámetro x . Por lo tanto, a la hora de estimar el probable spread efectivo en moneda nacional del año 1998, no es muy difícil estimar la posible caída de x , pero es realmente dificultoso hacer lo propio con w .

VI.2 PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DE 1997 Y UNA PROYECCION PARA EL AÑO 1998

Todo parece indicar que la tendencia de crecimiento de las utilidades evidenciada durante el primer semestre de 1997 continuará durante el segundo. A la fecha de entrega de este trabajo (fines de octubre de 1997) existen pocos datos publicados por el Banco Central para el tercer trimestre del año, pero en términos generales ellos apuntan a la continuidad del incremento de los volúmenes de intermediación, que vienen creciendo en 1997 a un ritmo prácticamente sin precedentes del 17% anual, y también a la continuidad de la caída del spread efectivo, la cual parece particularmente fuerte por los datos de tasas promedio para operaciones corrientes de

crédito bancario publicados por el Banco Central para el tercer trimestre del año. Las tasas pasivas, por su parte, han continuado descendiendo, pero a un ritmo más pausado que las activas. Aún así, mediante supuestos razonables se llega a que el spread efectivo global contable (que de acuerdo con el cuadro no. 5 fue del 8% anual para el primer semestre de 1997), no caerá por debajo del 7,7% para el conjunto del ejercicio. Esto supondría un nivel de utilidades reales para el segundo semestre del año aproximadamente del mismo monto que en el primero, esto es, del orden de 45 millones de dólares en el segundo semestre, y de 90 millones en todo el año. Por lo tanto, la tasa de ganancias del sistema bancario privado en su conjunto oscilará en un entorno del 17%, o tal vez algo menos, durante el ejercicio 1997.

Se trata de una de las tasas de ganancias más elevadas en la historia del sistema bancario privado uruguayo, la cual, aunada a la tendencia que se percibe para toda la década de los años noventa, hace posible afirmar que hasta el presente, el fuerte descenso de la inflación no ha impactado negativa sino positivamente sobre la rentabilidad de los bancos comerciales privados. Sin embargo, el ajuste que queda por delante no será sencillo, dada la fuerte presión a la baja que muestran las tasas activas en moneda doméstica.

Sobre la base de los conceptos teóricos manejados a lo largo de todo el trabajo, y de la evidencia empírica que se acaba de comentar, hemos efectuado un ejercicio numérico de estimación de los probables resultados del sistema bancario durante el año 1998. Como es lógico, los resultados de esta estimación conllevan un alto grado de incertidumbre, en especial si se tiene en cuenta que pequeños errores de estimación de los spread o del ratio de costos pueden repercutir en fuertes efectos sobre las ganancias netas, dado el alto grado de apalancamiento financiero que caracteriza a las firmas bancarias. Por consiguiente, este ejercicio numérico no puede tomarse como definitivo ni muchísimo menos, pero es claro que contribuye a anticipar el escenario que muy probablemente enfrentará el sector durante el próximo año, al menos en términos de tendencias.

De acuerdo con toda la evidencia disponible y con los propios anuncios del equipo económico, las tasas de inflación y de devaluación serán muy probablemente de un dígito durante 1998. Por lo tanto, coherentes con el supuesto efectuado al desarrollar el modelo, hemos estimado que estas tasas serán relativamente equivalentes, y se situarán en el entorno del 8%

anual. Calculando las tasas de arbitraje, es razonable suponer entonces que la tasa promedio del encaje rentado será del orden del 15% y que la tasa pasiva promedio pagada por depósitos a plazo fijo rondará el 14% efectivo anual. Por otra parte, ya se percibe un fuerte descenso de las tasas asociadas con los depósitos en cuentas corrientes y en cajas de ahorros, las cuales podrían estimarse en el orden del 5% promedio anual para 1998, manteniéndose por lo tanto por debajo de la tasa de devaluación.

Asumiendo que el coeficiente de dolarización de los depósitos y que la estructura porcentual de los activos y pasivos en cada moneda sean semejantes a las del primer semestre de 1997, y dado que tampoco cabe aguardar variaciones muy significativas de los niveles de tasas de interés en moneda extranjera, las dos grandes incógnitas que quedan en pie para tratar de anticipar el nivel de probables beneficios son hasta donde pueden crecer los depósitos y hasta donde puede caer la tasa activa promedio en moneda nacional. Para tener un panorama general de como puede llegar a impactar la combinación de estos dos elementos, en el cuadro no. 10 se efectúa un análisis de sensibilidad de los resultados, que toma como variables relevantes la tasa de crecimiento de los depósitos totales promedio del año y los probables niveles de tasas activas promedio en moneda nacional.

Los rangos de variación de estas dos variables que hemos previsto en este cuadro son amplios, de modo de poder valorar una multiplicidad de posibles escenarios. Por un lado, parece muy difícil que la tasa activa promedio del sistema pueda caer por debajo del 30% en el año, ni tampoco que pueda mantenerse en niveles superiores o iguales al 50%. Una estimación razonable, que contempla de algún modo el efecto de arrastre que generan las operaciones pactadas a plazos superiores al año, parece apuntar a niveles del orden del 38 al 40% promedio, que implican un spread efectivo global de entre 6,2 y 6,3% para el conjunto del año.

Por su parte, los depósitos han crecido a un ritmo del 9,7% acumulativo anual en el período 1991-96, pero lo han hecho en el orden del 17% anualizado durante el primer semestre de 1997. En el cuadro no. 10, permitimos un rango para la tasa de crecimiento de los depósitos que parte de la hipótesis altamente improbable de crecimiento nulo, y que llega hasta un máximo del 18% de crecimiento anual, también bastante improbable. Si consideramos la incipiente tendencia hacia la desintermediación financiera que ha aparecido en la plaza local debido a la presencia creciente de los fondos de inversión y a la emisión también creciente de obligaciones nego-

ciables por parte de muchas empresas, podría pensarse en la posibilidad de que la tasa de crecimiento de los depósitos caiga en 1998 a niveles del orden del 1% mensual, esto es, de alrededor del 10 o 12% anual.

En cuanto a los costos operativos netos, ellos han crecido un 3% durante 1996, y crecerán alrededor de un 4% en 1997. Parece razonable entonces que esta última tasa se mantenga para 1998. Si esto fuera así, y si los depósitos totales crecieran al 12% anual, el ratio de costos operativos podría caer a niveles del 6,3%, muy semejantes al spread efectivo global estimado. Teniendo en cuenta también que la versión simplificada de la función de beneficios de la ecuación (12) no incluye las ganancias reales derivadas de la posición cambiaria, esto es, los intereses que se generan por el gap existente entre el patrimonio neto y los activos de largo plazo, ni la optimización de recursos financieros de corto plazo que origina apartamientos transitorios de la posición de equilibrio con el fin de mejorar la rentabilidad, es razonable suponer que, a pesar de la probable equivalencia entre el spread efectivo global promedio y el ratio de costos, el sistema bancario privado uruguayo continúe generando beneficios reales durante el año 1998.

En el cuadro no. 10 se ponen en juego todos estos elementos, a los efectos de obtener valores probables de los resultados en cada uno de los posibles escenarios. Cabe advertir que el cuadro debe entenderse como un instrumento para caracterizar cualitativamente los posibles escenarios, más que para estimar con precisión los resultados, porque como se comprende fácilmente existe un margen de error relativamente significativo en las estimaciones.

Un examen de los datos que aparecen al interior del cuadro, permite concluir que sólo bajo hipótesis sumamente pesimistas (tasa activa promedio en moneda nacional y tasas de crecimiento de los depósitos anormalmente bajas) se podría llegar a generar pequeñas pérdidas netas. Y aún en este escenario tan pesimista, constituye un hecho ampliamente conocido que durante los años de muy buenos resultados como 1996 y 1997, la política contable de las empresas tiende a amplificar los niveles de provisiones y de reservas, dejando un margen para amortiguar posibles resultados negativos en períodos menos favorables. Por todo esto, basados en la formalización matemática del modelo y en el manejo de la evidencia empírica disponible, podemos afirmar que es sumamente improbable que la fuerte caída de las tasas reales de interés activas en moneda nacional que ya se percibe clara-

mente durante 1997 y que continuará en 1998, pueda acarrear una reversión de la rentabilidad positiva que ha venido caracterizando al sistema bancario privado uruguayo durante los últimos años. Sin embargo, parece también poco probable que la tasa de ganancias vuelva a alcanzar los niveles de 1997, ya que esto requeriría un gran crecimiento de los volúmenes y una baja muy tenue de las tasas activas en moneda nacional. Analizando las cifras de resultados que aparecen en el interior del cuadro, se concluye que para mantener las utilidades reales en dólares de 1997 se requeriría una caída de la tasa activa promedio sólo hasta el 48% y una tasa de crecimiento de los depósitos del orden del 18% anual. Y aún así, mantener el monto en dólares de las ganancias implicaría una reducción de la tasa respectiva, dado que para calcular esta última corresponderá dividir entre un patrimonio neto promedio mayor que el de 1997.

En conclusión, el escenario más probable para 1998 y muy posiblemente para el primer semestre de 1999 será de ganancias reales para el conjunto del sistema, tal vez algo inferiores en monto a las de 1997, aunque esto no está muy claro, y probablemente más bajas medidas como porcentaje del patrimonio neto promedio. Por otra parte, es evidente que este promedio esconde realidades distintas según las diferentes instituciones que conforman el sistema, y que los bancos que más sufrirán las consecuencias negativas del proceso de reconversión que requiere la baja de la inflación serán aquellos cuya cartera de depósitos se encuentre menos dolarizada y cuyo dinamismo para introducir mejoras tecnológicas y acceder a volúmenes de negocios crecientes sea menor. Pero, evaluada desde una óptica de conjunto, la situación previsible hacia fines de 1998 o principios de 1999 deja margen para un razonable optimismo, a pesar del necesario ajuste que tendrá que procesarse en la relación entre los costos operativos y los volúmenes de negocios bancarios. En tal sentido, mucho podría contribuir en el mediano y largo plazo una mayor flexibilidad de las reglas de juego vigentes en materia laboral, en especial si se tiene en cuenta que otros países de la región tienen costos operativos más bajos, mecanismos institucionales más flexibles, y han accedido a una estabilidad macroeconómica creciente.

Por último, como ya se apuntó en la sección cuarta, las predicciones a partir de mediados de 1999 se vuelven mucho más difíciles, ya que dependen del desarrollo de los acontecimientos políticos y de como afectan los mismos a las expectativas de los distintos agentes económicos. Pero en todo caso, hasta el momento no cabe achacar al descenso de la inflación la aparición de dificultades para el sistema financiero, sino todo lo contrario.

VII RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. Manipulando identidades contables, es posible expresar la tasa de rentabilidad de los bancos comerciales como el producto de dos factores: por un lado el ratio de leverage, que mide el grado de apalancamiento financiero y que oscila en las trece veces y media para el sistema bancario privado uruguayo, y por otro lado, la diferencia entre el spread efectivo sobre depósitos y el ratio de costos operativos. Este último, se define a su vez como el cociente entre los costos operativos netos de comisiones de servicios y los volúmenes de depósitos. Su valor en el año 1996 osciló en el 7,5% anual, guarismo sumamente elevado si se lo compara con otros sistemas financieros.

2. La alta inflación que ha caracterizado a lo largo de las últimas cuatro décadas a la economía uruguaya, ha conducido a la dolarización de los depósitos bancarios, y al incremento de los márgenes de intermediación en moneda doméstica. En la actualidad, casi el 90% de los depósitos del sistema bancario privado se encuentran nominados en moneda extranjera, pero el restante 10% nominado en moneda nacional, contribuye poderosamente a la obtención de rentabilidad debido a los elevados márgenes que genera. Para el año 1996 el spread efectivo en moneda extranjera puede estimarse en el 4,22% anual, mientras que su similar en moneda nacional alcanza al 30,24% anual.

3. Por consiguiente, el ratio de costos es muy superior al spread efectivo en moneda extranjera, pero muy inferior al spread efectivo en moneda nacional. Como la intermediación financiera se realiza en las dos monedas, resulta necesario ponderar la diferencia entre el spread efectivo sobre depósitos y el ratio de costos por la participación de cada moneda en la intermediación financiera total, antes de multiplicar por el ratio de leverage. Con datos contables, se encuentra que el spread efectivo promedio ponderado para el año 1996 fue del 8,35%, para caer al 8% durante el primer semestre de 1997. Se concluye por lo tanto que el spread efectivo promedio es superior al ratio de costos y que los resultados bancarios son positivos, pero que la obtención de rentabilidad depende fuertemente del spread efectivo en moneda nacional, el cual explica casi la mitad del spread efectivo global, a pesar de la ponderación de sólo 11% en el volumen total de negocios que tiene la moneda nacional.

4. Esta realidad ha conducido a muchos economistas y analistas del sistema bancario a sostener una posición pesimista acerca de la evolución de la rentabilidad de los bancos comerciales ante el descenso de la tasa de inflación. En general, estos analistas advierten que si los spreads efectivos en moneda nacional tienden a converger a los valores de sus similares en moneda extranjera a medida que la inflación va descendiendo hasta llegar a un dígito, la rentabilidad del sistema bancario se volverá negativa por los altos costos operativos, y adicionalmente, el elevado apalancamiento financiero tenderá a empeorar la situación, descapitalizando a los bancos comerciales, y eventualmente, conduciendo a la quiebra a algunos de ellos.

5. Si bien esta postura pesimista se apoya en la evidencia empírica reseñada anteriormente, no puede desconocerse que el problema es mucho más complejo que comparar valores estáticos de los spreads efectivos y del ratio de costos, ya que el descenso de la inflación suele ir acompañado de un importante incremento de los volúmenes de intermediación financiera, el cual tiende a disminuir el ratio de costos y a ampliar la base sobre la cual se genera el margen financiero. Por otra parte, una convergencia completa del spread efectivo en moneda nacional a su similar de moneda extranjera sólo sería razonable de plantear si desapareciera el signo monetario doméstico, dolarizándose completamente la economía. Como este no es el caso, los spreads en moneda nacional, aún declinantes, continuarán superando a sus similares en moneda extranjera, porque subsiste en mayor o menor medida el riesgo de devaluación del signo monetario doméstico. Dadas estas consideraciones, tendremos un spread efectivo en pesos de alta inflación como el actual, otro spread efectivo en pesos menor de baja inflación, y otro aún menor, en moneda extranjera.

6. Si además de crecer los volúmenes totales de intermediación financiera, la dolarización de los depósitos se revirtiera parcialmente, la existencia de un spread efectivo en pesos de baja inflación mayor que su similar en dólares tendería a mejorar los resultados, ya que por cada unidad monetaria que se traspasara del signo foráneo al doméstico, se obtendría un mayor spread. Sin embargo, toda la evidencia indica que en el corto y mediano plazo este efecto no será significativo, entre otras razones debido a la larga memoria inflacionaria de los agentes económicos y a la prima de riesgo muy poco atractiva que se está pagando por captar depósitos a plazo fijo en moneda nacional. Por lo tanto, la trayectoria que sigan los resultados bancarios en el corto y mediano plazo dependerá esencialmente de dos elementos contrapuestos: la velocidad con la cual vayan cayendo los spreads

efectivos en moneda nacional versus la velocidad con la cual se vaya reduciendo el ratio de costos operativos, al influjo tanto de la introducción de mejoras tecnológicas como, fundamentalmente, del incremento de los volúmenes de intermediación financiera. adicionalmente, cabe citar también como factor positivo el probable crecimiento de la participación de los depósitos a la vista dentro de la intermediación en moneda nacional, al bajar sensiblemente el costo de oportunidad de mantener saldos expuestos a la desvalorización monetaria.

7. El spread efectivo en moneda nacional es afectado por la caída de la tasa de inflación debido a tres razones fundamentales:

- i) el descenso del valor negativo de las tasas de interés pagadas por captar fondos en cuentas corrientes y cajas de ahorros;
- ii) el descenso de los valores reales de las tasas de interés activas en moneda nacional;
- iii) la caída del impuesto inflacionario que deben pagar los bancos comerciales por mantener encajes no rentados en moneda doméstica.

Los dos primeros elementos afectan a la baja el spread efectivo, mientras que el tercero juega en la dirección contraria. La evidencia empírica indica que de estos tres efectos, el más importante es la probable caída de las tasas activas reales, ya que durante 1996 estas tasas se situaron en promedio un 25% en dólares por encima de sus niveles de arbitraje, y en el primer semestre de 1997, casi un 22% por encima. Por lo tanto, mientras las tasas pasivas pagadas por depósitos a plazo fijo ya están prácticamente arbitradas, las tasas activas tienen todavía un margen superior al 20% anual en dólares para continuar cayendo. Sin embargo, como ya se explicó, no es razonable que las tasas activas lleguen a arbitrar perfectamente con sus similares en moneda extranjera, dado que subsiste el riesgo de devaluación. En lo que atañe al desarbitraje de las tasas de cuentas corrientes y cajas de ahorros, se ha estimado en un 7,2% anual la tasa negativa en dólares que pagan los bancos comerciales. En el extremo de inflación y devaluación cero, esta tasa por hipótesis no podría ser negativa. Por lo tanto, el juego conjunto de la caída de las tasas activas reales y el incremento de las tasas pasivas reales pagadas por las cuentas corrientes y las cajas de ahorros, esto es, el hecho de que se vuelvan menos negativas, tiende a reducir el margen de intermediación en moneda nacional con mucho más fuerza que

lo que tiende a incrementarlo la caída del impuesto inflacionario pagado por mantener encajes no rentados.

8. Los resultados del sistema bancario privado uruguayo han evolucionado favorablemente en la misma medida que la tasa de inflación descendía en forma permanente a lo largo de la década de los años noventa. Entre 1990 y 1993 los resultados globales del sistema ajustados por inflación fueron negativos, pero ya a partir de 1994 se obtuvo una tasa de ganancia promedio del 2,55%, que subió al 8,78% en 1995 y al 9,56% en 1996. Durante el primer semestre de 1997, las utilidades reales, medidas en dólares, han resultado equivalentes a las de todo el año 1996, y la tasa de ganancia anualizada oscila en el 17%, con buenas posibilidades de mantenerse durante el segundo semestre. Por lo tanto, la evidencia empírica disponible hasta la fecha desmiente la visión pesimista según la cual la caída de la inflación deteriora la rentabilidad de los bancos comerciales.

9. No obstante, la misma evidencia empírica apunta también hacia un fuerte descenso de las tasas activas y de los márgenes de intermediación en moneda doméstica, que ya se percibe claramente con los datos publicados para el tercer trimestre de 1997, los cuales a su vez ratifican la tendencia de los trimestres anteriores. Por lo tanto, se vuelve relevante efectuar un análisis de sensibilidad de los posibles resultados del año 1998, que combine el casi seguro descenso del spread efectivo global con las probables tasas de incremento de los volúmenes de intermediación financiera. El ejercicio numérico presentado en el trabajo, que no tiene otra pretensión que arrojar luz sobre los posibles escenarios desde un punto de vista más cualitativo que cuantitativo, concluye que muy probablemente se mantendrán las ganancias reales para el sistema bancario privado considerado en su conjunto, siendo baja la probabilidad de incurrir en pérdidas. No obstante, parece más difícil que se mantenga la misma tasa de ganancias que en el primer semestre de 1997, ya que probablemente las utilidades caerán medidas como porcentaje del patrimonio neto promedio. Por otra parte, es evidente que el descenso de la inflación no afectará por igual a todas las instituciones financieras que integran el sistema, sino que tenderá a perjudicar más a aquellas cuyos depósitos se encuentren menos dolarizados y cuyo dinamismo para introducir mejoras tecnológicas y para conseguir expandir sus volúmenes de negocios sea menor.

10. El escenario de incremento de los volúmenes de negocios, que constituye el elemento clave para compensar la caída de los márgenes de

intermediación, puede verse afectado por contingencias desfavorables, provenientes tanto del entorno regional como de factores internos. Dentro de estos últimos, sobresale la probabilidad de que los procesos electorales constitucionalmente previstos para el año 1999 puedan generar expectativas pesimistas en los agentes económicos acerca de la continuidad del programa de estabilización, alentando fugas de capitales e incrementos de las tasas de inflación, de devaluación y de intereses reales. Pero hasta comienzos de 1999 no parece probable que el sistema bancario privado uruguayo enfrente resultados globales negativos originados en el descenso de la tasa de inflación. Y en todo caso, no cabe hasta el momento achacar al descenso de la inflación la aparición de dificultades en materia de rentabilidad para el referido sistema, sino todo lo contrario.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Bailey, Martin J. :** *"The welfare cost of inflationary finance"* Journal of Political Economy 64 - Abril de 1956.
- Banco Central del Uruguay -** *Boletín Estadístico*, varios números
- Banco Central del Uruguay -** *Boletín Informativo*, varios números
- Friedman, Milton :** *"Government revenue from inflation"* Journal of Political Economy 79 - 1971
- Gagliardi, Enrique :** *"Dinámica de las finanzas de los bancos comerciales"* - Revista de Economía del Banco Central del Uruguay Vol. 1 no.2, noviembre de 1994
- Gagliardi, Enrique :** *"El margen de intermediación bancario en el Uruguay"*, Premio Asociación de Bancos del Uruguay, febrero de 1992
- Noya, Nelson y Dominioni, Daniel :** *"El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberación y regulación. El caso uruguayo"* Informes de Investigación no. 26 - Abril de 1993 CINVE, Uruguay

CUADRO Nº 1						
EVOLUCION DEL RATIO DE COSTOS OPERATIVOS NETOS (en miles de dólares y porcentajes)						
Año	Costo Operativo Bruto	Ganancias p/serv.	Otras ganancias no financieras	Costo Operativo Neto	Depósitos Promedio	Ratio de costos
1991	264,072	61,698	9,255	193,119	3,442,490	5.61
1992	306,533	69,093	10,364	227,076	3,708,557	6.12
1993	355,549	80,466	12,070	263,013	3,896,842	6.75
1994	405,981	96,206	14,431	295,344	4,155,877	7.11
1995	467,050	109,307	16,396	341,347	4,343,930	7.86
1996	492,785	123,141	18,471	351,173	4,664,019	7.53
1997(*)	512,881	128,436	19,265	365,180	5,167,744	7.07

(*) 1er. semestre anualizado

CUADRO Nº 2				
ESTIMACION DEL SPREAD EFECTIVO EN MONEDA NACIONAL (en porcentajes)				
Año	Rend.mensual pond. de los activos	Cto. Mensual pond. de los pasivos	Spread efectivo	
			Mensual	Anual
1991	6.30	3.50	2.80	33.60
1992	5.22	2.67	2.55	30.60
1993	4.77	1.94	2.83	33.96
1994	4.57	1.81	2.76	33.12
1995	4.76	1.82	2.94	35.28
1996	4.04	1.52	2.52	30.24
1997(*)	3.61	1.22	2.39	28.68

(1er. semestre)

CUADRO N° 3			
ESTIMACION DEL SPREAD EFECTIVO EN MONEDA EXTRANJERA (en porcentajes)			
Año	Rend.anual pond. de los activos	Cto. anual pond. de los pasivos	Spread efect. anual
1991	7.38	4.41	2.97
1992	6.18	2.97	3.21
1993	5.98	2.61	3.37
1994	7.66	2.72	4.94
1995	8.44	3.50	4.94
1996	7.84	3.62	4.22
1997(*)	8.10	3.62	4.48
(1er. semestre)			

CUADRO N° 4							
ESTIMACION DEL SPREAD EFECTIVO GLOBAL ANUAL (en porcentajes)							
Año	Moneda nacional			Moneda extranjera			Spread Global
	Spread	(1-d)	Pond.	Spread	d	Pond.	
1991	33.60	8.95	3.01	2.97	91.05	2.70	5.71
1992	30.60	9.63	2.95	3.21	90.37	2.90	5.85
1993	33.96	11.03	3.75	3.37	88.97	3.00	6.75
1994	33.12	11.20	3.71	4.94	88.80	4.39	8.10
1995	35.28	11.12	3.92	4.94	88.88	4.39	8.31
1996	30.24	11.25	3.40	4.22	88.75	3.75	7.15
1997 (1er.sem.)	28.68	10.92	3.13	4.48	89.08	3.99	7.12

CUADRO N° 5		
COMPARACION DEL SPREAD GLOBAL ESTIMADO CON EL SPREAD GLOBAL CONTABLE (en porcentajes)		
Año	Spread Estimado	Spread Contable
1991	5.71	2.48
1992	5.85	4.80
1993	6.75	6.64
1994	8.10	7.34
1995	8.31	8.12
1996	7.15	8.35
1997 (1er.sem.)	7.12	8.00
Prom.1992/97	7.21	7.21

CUADRO N° 6			
COMPARACION DEL SPREAD CONTABLE CON EL RATIO DE COSTOS (en porcentajes)			
Año	Spread Contable (a)	Ratio de Costos (b)	Diferencia (a) - (b)
1991	2.48	5.61	-3.13
1992	4.80	6.12	-1.32
1993	6.64	6.75	-0.11
1994	7.34	7.11	0.23
1995	8.12	7.86	0.26
1996	8.35	7.53	0.82
1997 (1er.sem.)	8.00	7.07	0.93

CUADRO N° 7				
EVOLUCION DE LA TASA DE GANANCIA (en miles de dólares y porcentajes)				
Año	Ganancias	Patrimonio Promedio	Tasa de Ganancia	Tasa de Inflación
1991	neg.	186,260	neg.	81.50
1992	neg.	225,941	neg.	58.90
1993	neg.	299,727	neg.	52.90
1994	8,992	352,593	2.55	44.10
1995	35,623	405,835	8.78	35.40
1996	44,599	466,721	9.56	24.30
1997 (*)	44,781	519,323	17.25	21.10

(*) Ganancia semestral, tasa de ganancia anualizada y tasa de inflación últimos doce meses

CUADRO N° 8								
Estimación del parámetro w (en porcentajes)								
Año	Moneda Nacional		Moneda extranjera		Devaluación Prom.mens.	Tasa de arbitraje	w	
	TEA	TEM	TEA	TEM			mensual	anual
1991	124.39	6.97	11.41	0.90	3.89	4.83	2.14	25.68
1992	99.62	5.93	9.53	0.76	2.91	3.69	2.24	26.88
1993	88.41	5.42	9.09	0.73	1.99	2.73	2.69	32.28
1994	81.93	5.11	9.84	0.79	2.03	2.84	2.27	27.24
1995	89.46	5.47	11.36	0.90	1.98	2.90	2.57	30.84
1996	72.49	4.65	10.38	0.83	1.72	2.56	2.09	25.08
1997 1er.sem	63.14	4.16	10.96	0.87	1.45	2.33	1.83	21.96

Cuadro N° 9								
Estimación del parámetro x								
(en porcentajes)								
Año	Moneda Nacional		Moneda extranjera		Devaluación Prom.mens.	Tasa de arbitraje	w	
	TEA	TEM	TEA	TEM			mensual	anual
1991	30.0	2.21	3.40	0.28	3.89	4.18	1.97	23.64
1992	24.5	1.84	2.20	0.18	2.91	3.10	1.26	15.12
1993	17.2	1.33	1.80	0.15	1.99	2.14	0.81	9.72
1994	16.1	1.25	1.60	0.13	2.03	2.16	0.91	10.92
1995	16.0	1.24	1.70	0.14	1.98	2.12	0.88	10.56
1996	15.0	1.17	1.70	0.14	1.72	1.86	0.69	8.28
1997 1er.Sem	12.6	0.99	1.70	0.14	1.45	1.59	0.60	7.20

Cuadro N° 10
Análisis de sensibilidad de los resultados
(en millones de dólares)

Tasa crecim. de depósitos		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
T.Activa m/n	Spread global																					
30	5.65	-38	-35	-32	-29	-26	-23	-20	-17	-13	-10	-7	-4	-1	2	5	8	11	14	17	20	23
31	5.72	-34	-31	-28	-25	-22	-19	-16	-12	-9	-6	-3	0	3	6	9	12	15	18	21	24	28
32	5.80	-30	-27	-23	-20	-17	-14	-11	-8	-5	-2	1	5	8	11	14	17	20	23	26	30	33
33	5.86	-26	-23	-20	-17	-14	-11	-8	-4	-1	2	5	8	11	15	18	21	24	27	30	33	37
34	5.93	-23	-20	-16	-13	-10	-7	-4	0	3	6	9	12	16	19	22	25	28	32	35	38	41
35	5.99	-19	-16	-13	-10	-7	-3	0	3	6	10	13	16	19	22	26	29	32	35	39	42	45
36	6.07	-15	-12	-9	-5	-2	1	4	8	11	14	17	21	24	27	31	34	37	40	44	47	50
37	6.14	-11	-8	-5	-2	2	5	8	12	15	18	22	25	28	32	35	38	41	45	48	51	55
38	6.20	-8	-5	-2	2	5	8	12	15	19	22	25	29	32	35	39	42	45	49	52	55	59
39	6.27	-4	-1	2	6	9	12	16	19	23	26	29	33	36	39	43	46	50	53	56	60	63
40	6.34	-1	3	6	10	13	16	20	23	27	30	33	37	40	44	47	51	54	57	61	64	68
41	6.40	3	6	9	13	16	20	23	27	30	34	37	40	44	47	51	54	58	61	65	68	71
42	6.47	6	10	13	17	20	24	27	31	34	38	41	45	48	52	55	59	62	66	69	73	76
43	6.53	10	13	17	20	24	27	31	34	38	41	45	48	52	55	59	62	66	69	73	76	80
44	6.60	13	17	20	24	28	31	35	38	42	45	49	52	56	60	63	67	70	74	77	81	84
45	6.66	17	20	24	27	31	35	38	42	45	49	52	56	60	63	67	70	74	78	81	85	88
46	6.73	20	24	28	31	35	38	42	46	49	53	57	60	64	67	71	75	78	82	86	89	93
47	6.78	23	27	30	34	38	41	45	49	52	56	60	63	67	70	74	78	81	85	89	92	96
48	6.85	27	30	34	38	42	45	49	53	56	60	64	67	71	75	78	82	86	90	93	97	101
49	6.91	30	34	37	41	45	49	52	56	60	64	67	71	75	78	82	86	90	93	97	101	104
50	6.98	34	38	41	45	49	53	56	60	64	68	71	75	79	83	86	90	94	98	101	105	109
Otros resultados		342																				
Spread/Dep.		5,384	5,438	5,492	5,546	5,599	5,653	5,707	5,761	5,815	5,869	5,922	5,976	6,030	6,084	6,138	6,192	6,245	6,299	6,353	6,407	6,461