

INTERNACIONALIZACION FINANCIERA EN PAISES EMERGENTES:

Las experiencias monetarias de México y Uruguay

Financial internationalization in emerging countries:
The monetary experiences of Mexico and Uruguay

Samuel Lichtensztein

“Se puede pinchar una burbuja y hacerla estallar, y desde luego esto no es cosa difícil. Pero conseguir que vaya rebajando su volumen poco a poco, es una tarea extremadamente delicada”

*John K. Galbraith **El crac del 29***

Resumen

La crisis en curso de 2007-2014, ha tenido diversos efectos sobre las economías de América Latina, entre los cuales se encuentra la alta liquidez, la cual se ha volcado sobre las llamadas economías emergentes. Tanto México como Uruguay han sido polos de atracción de dicha liquidez, generando efectos de alto riesgo para dichas economías. La políticas públicas de ambos países han contribuido a fomentar condiciones de vulnerabilidad en lugar de prevenirla.

Palabras clave: Política monetaria; riesgo y vulnerabilidad; México y Uruguay

Abstract

The ongoing crisis of 2007-2014 has had different effects on the economies of Latin America, among which is the high levels of liquidity channeled

towards so-called emerging economies. Both Mexico and Uruguay have been centers of attraction for liquidity, generating effects that entail high risk for these economies. The public policies of both countries have helped to foster conditions of vulnerability rather than preventing them.

Keywords: Monetary policy; risk and vulnerability; Mexico and Uruguay

Introducción

Desde la crisis financiera global de 2008, los países centrales o avanzados tomaron decisiones procurando evitar la desestabilización y el colapso de sus sistemas financieros y sus nexos internacionales. Las políticas adoptadas no fueron las mismas en Estados Unidos (US), la Unión Europea (UE) y Japón. En el caso estadounidense, se aceptó un régimen de inyectar liquidez al sistema, mediante subsidios a grandes empresas productivas y consorcios financieros. Posteriormente, y hasta el presente, para evitar un proceso deflacionario, la Reserva Federal (Fed) puso en marcha un proceso de recompra de activos respaldados por hipotecas y Bonos del Tesoro de US, (QE3), que alcanzó un máximo de 85 mil millones de dólares (mmdd) mensuales que han disminuido en septiembre 2014 a 15 mmdd con vistas a bajarlas aún más en el resto de este año. Estas decisiones de la Fed tendientes a fortalecer la economía han dejado de lado, parcialmente, como criterio operativo la tasa de desempleo y se guían más por la evolución del Producto Interno Bruto (PIB) y las expectativas de crecimiento (todavía muy bajas, relativamente). Desde 2009, y en consonancia con estas medidas, la tasa de interés de referencia se fijó en un rango de 0% a 0.25%, o sea, prácticamente, una tasa nula.

En el caso de la UE, golpeada también por la crisis financiera, las políticas asumidas siguieron otro camino. El Banco Central

Europeo (BCE), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Comisión Europea (CE) -grupo de instituciones conocido como la “troika”. Impulsaron desde un comienzo una política de ajuste muy drástico, con importantes disminuciones del gasto público, la privatización y encarecimiento de algunos servicios públicos y así evitar contraer un mayor endeudamiento externo. Todo lo cual desencadenó un proceso recesivo con altos índices de desocupación. El BCE redujo en septiembre 2014 a 0.05% su tasa de referencia con la finalidad de enfrentar el proceso deflacionario en varios países del bloque Euro.

Esta clase de medidas extremas con motivo de la crisis ha tenido repercusiones importantes en la cotización internacional del dólar, pero también en la circulación y localización de los capitales financieros. Con respecto al dólar, la consecuencia de las medidas adoptadas por el gobierno de US fue una tendencia a su depreciación en términos de otras monedas a nivel internacional. En lo que respecta a los capitales financieros, como resultado de las políticas adoptadas con motivo de la crisis en los países desarrollados, hubo pocos incentivos para invertir en títulos y depósitos en esos países dadas sus bajísimas tasas de interés y la escasa rentabilidad resultante. La incertidumbre de la crisis también afectó las operaciones de acciones o de renta variable, y sólo fueron atractivas las inversiones de mayor riesgo en fondos mutuales o bonos de empresas interesadas en atraer capitales a tasas mayores con vistas a sobrellevar sus dificultades por su alto apalancamiento y menores ventas.

En estas circunstancias, los grandes inversores estuvieron dispuestos a hacer cambios en sus carteras con el objetivo de obtener mayores rendimientos. Esta clase de opción llevó a que sus inversiones se dirigieran en los últimos 15 años hacia las

economías emergentes que mantenían altas tasas de interés con atractivos rendimientos. A favor de esta opción operaba el hecho de que esos países no habían sufrido tanto la crisis financiera internacional, mantenían políticas macroeconómicas ortodoxas y, en muchos casos, se habían visto favorecidos con precios al alza de sus productos de exportación, sobre todo alimentos y minerales.

Es así que desde mediados del 2012, la inversión financiera en los países emergentes se había quintuplicado desde el año 2000, hasta alcanzar los 1.08 billones (millones de millones de dólares). Esa tendencia se estimó continuaría si se mantenían las condiciones económicas internacionales poco propicias en el caso de los países avanzados. Según investigadores del FMI, el 80% de la deuda pública de 24 países emergentes seleccionados son poseídos por inversionistas internacionales (S. Arslanalp y T. Tsuda, 2014). Corresponde señalar que los países que concentran la mayor participación extranjera en su deuda pública, según los citados autores, son Brasil, China, Indonesia, Polonia, Malasia, México y Sudáfrica.

En lo que concierne a los países de la región latinoamericana se observaron también importantes flujos de ingresos de fondos especulativos invertidos en sus deudas públicas, sobre todo en moneda local. A tal grado, que entre el año 2008 y 2012 se duplicó la proporción de esas deudas en manos extranjeras, la que alcanzó a ser en promedio del 25% (IMF Report, Chapt.2, año 2014). Según el FMI, el país cuya experiencia en ese sentido ha sido la más significativa ha sido Perú, donde los extranjeros poseían el 60% de los bonos gubernamentales locales en el año 2013 (cuando ese porcentaje era de 20% en 2009).

Según el citado Informe del FMI, los recursos que fluyeron hacia los países emergentes fueron invertidos en bonos o títulos gubernamentales por parte de inversionistas institucionales

globales y locales. Estos inversionistas institucionales están constituidos, sobre todo, por fondos mutuales, los fondos de pensión, los fondos de seguros, corporaciones internacionales y los fondos de reservas internacionales. Los inversionistas globales detallistas o inversores menores alcanzan apenas el 20% (Gráfica 2.1 IMF. Op. Cit.). El destino de esos fondos fueron colocados mayormente en títulos y bonos en monedas locales superando en general su colocación en bonos soberanos en monedas extranjera, en tanto las inversiones directas se mantenían, en términos generales, en valores estables en los países emergentes.

Esa posición adoptada por los inversionistas en materia bursátil obedeció a que se sentían muy seguros porque los Bancos Centrales de los países emergentes utilizaban relativas altas tasas de interés con el objetivo de frenar cualquier impulso inflacionario y aplicaban una política macroeconómica ortodoxa. Además los inversionistas sentían que sus colocaciones en cartera contaban con suficientes garantías y eran más resistentes para enfrentar cualquier altibajo en los mercados internacionales porque los países emergentes mantenían en general un tipo de cambio flexible (más bien, casi fijo), a la vez que acumulaban crecientes tenencias en reservas financieras internacionales.

Esta investigación ha tomado como casos de países emergentes a estudiar, México y Uruguay. La evolución de ambas economías ha sido muy distinta en lo que se refiere a su tasa de crecimiento del PIB. Mientras México ha mantenido una economía semiestancada, con tasas anual promedio del 1.9% durante el período 2006-2013, Uruguay ha tenido un desempeño extraordinario con un crecimiento del 5.7% anual promedio en ese mismo período. Sin desmedro de esa desigualdad en términos comparativos de dinámica productiva, ambos países poseen en común un fuerte

impacto de la internacionalización financiera en varios ámbitos de su economía. Ese impacto merece un análisis particular ya que actualmente comienzan a preocupar los cambios que se avecinan en las políticas monetarias de los países desarrollados, en la dinámica del comercio exterior y en las balanzas de pagos en ambos países, todo lo cual puede representar riesgos crecientes ante eventuales *shocks* externos.

A efectos de extraer conclusiones sobre el tema, en ambos países se analizarán varias temáticas que conforman parte del proceso de internacionalización financiera de sus economías. En primer lugar, se expondrán los lineamientos de sus políticas monetarias. En este campo interesa sobremanera estudiar el enfoque en el manejo de esas políticas macroeconómicas en relación a la cuestión inflacionaria y sus efectos sobre variables claves como las tasas de interés o los agregados monetarios. En segundo término, se trata de observar la evolución del endeudamiento público, su relación con el PIB, el saldo deficitario en cuenta corriente de la balanza de pagos y su financiamiento, el monto acumulado de las reservas internacionales y particularmente, la proporción de la deuda pública en poder de instituciones extranjeras. Seguidamente se plantea la participación extranjera en el sistema bancario del país y el grado de su papel dominante en materia de créditos y depósitos. Finalmente, con base a los anteriores elementos, se pretende analizar y subrayar cuáles son los focos de vulnerabilidad que corren ambas economías ante los riesgos que eventualmente pueden surgir de cambios en las condiciones y políticas financieras en los mercados internacionales.

I.- El caso de México

1.- La política monetaria. La política monetaria mexicana se caracterizó y aún se caracteriza por aplicar las metas de inflación con base al manejo de la tasa de interés. Ello obedece, por una parte, a que el Banco Central de México tiene como principal objetivo evitar la inflación; y por otra, que ese propósito privilegia la determinación y manejo de la tasa de interés interbancaria, según la conocida Regla de Taylor, en su intento de contraer las corrientes crediticias como factor de control del nivel de la demanda monetaria y del nivel de precios. Esa política basada en la fijación de la tasa de interés interbancaria influye en un aumento de la deuda interna basada en instrumentos emitidos como los siguientes:

- CETES, Certificados de la Tesorería de la Federación, que pagan una renta fija- asociada a la tasa de interés interbancaria- cuya garantía es que están respaldados por el Gobierno Federal. Los rendimientos anuales de los CETES a 28 días, han venido disminuyendo desde el año 2000 a la fecha. En el año 2000 y 2001 el promedio de la tasa anual fue de 13.3%. Desde el año 2002 al 2008 el promedio de la tasa anual fue 7.4%. Desde entonces, a la par de las disminuciones que el Banco de México (Banxico) ha realizado a la tasa interbancaria (a fines de 2013 la situó en 3.50%) la tendencia de los rendimientos de los CETES han venido disminuyendo. Así, entre 2009 y 2013, han obtenido un promedio anual de 4.40% (Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, Cámara de Diputados, 2014).

-UDIBONOS, Unidades de Inversión, son instrumentos de mediano y largo plazo indexados al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), por lo cual su rendimiento supone una sobretasa por encima de la inflación.

-BONOS DE DESARROLLO, son instrumentos emitidos por el gobierno federal y paga un rendimiento mínimo- que puede ser mayor- al que se obtiene con los CETES.

- PAGARE DE INDEMNIZACION CARRETERO es un instrumento con valor nominal en UDIS garantizado por el Gobierno Federal cuyo rendimiento depende del precio de adquisición y el pago de una tasa de interés fija.

- BPAs, Bonos de Protección al Ahorro, son emisiones del Instituto de Protección al Ahorro (IPAB), garantizado por el Gobierno Federal, y que fue creado durante la crisis y la reestructuración bancaria cuyo costo financiero tiende a reducirse con el tiempo. Su tasa de interés que establece será la mayor entre los rendimientos de los CETES a 28 días y la tasa que fije Banxico para los pagarés liquidables a plazo de un mes.

La actual tasa de referencia de Banxico, a mediados de 2014, de 3.5%, ha ido progresivamente a la baja como forma de alentar una mejora que contrarreste el bajo crecimiento que ha experimentado la economía mexicana. No obstante, los rendimientos en bonos de tasa fija e indexados han podido alcanzar un rendimiento a veces superior a 5%. A pesar de que el manejo de la tasa de interés por parte de Banxico ha sido el instrumento preferido, los peligros de un aumento de la inflación han obedecido a otros factores. En el terreno financiero cabe mencionar entre ellos el importante ingreso de capitales golondrinos o financieros colocados en moneda nacional, lo que ha significado un importante aumento de las reservas monetarias del país, pero también una inyección de pesos por la conversión de dólares a pesos y, llegado el caso, por el vencimiento de los bonos en moneda nacional.

Por esa razón y por las consecuencias inflacionarias que una base monetaria impulsada por esos factores podría producir en la

relativa estabilidad del tipo de cambio, Banxico ha procedido a esterilizar dinero en circulación. Ese objetivo se ha buscado mediante la reducción o el subejercicio del gasto público y la regulación del sistema financiero mediante mayores requisitos de capital y provisiones de los bancos, topes al apalancamiento y al crecimiento del crédito.

Vale decir que en su enfoque antiinflacionario, Banxico aplicó como instrumento complementario al manejo de la tasa de interés el acotar o disminuir coyunturalmente el ritmo de crecimiento de una base monetaria de la economía claramente influida por el ingreso de capitales financieros externos y su conversión de divisas a moneda nacional. Así se puede observar lo ocurrido en los últimos años respecto a los agregados monetarios como el M1 (dinero en circulación más depósitos a la vista en la banca). Su variación anual que llegó a ser del 18% en el año 2011 descendió en el curso del 2013 al 13% a finales de ese año.

Bajo estas circunstancias, pese a que su déficit fiscal ya alcanzó el 3.85% del PIB en 2013, México ha tenido en los últimos años una inflación promedio anual no superior a 4%, y un tipo de cambio con oscilaciones pero que ha mantenido una relativa estabilidad. A ese propósito concurrieron, pues, la política monetaria aplicada de tasa de interés y, coyunturalmente, al control de los agregados monetarios. Además de esa política monetaria cabe mencionar que la baja tasa de inflación fue también fruto del bajo nivel de demanda interna que, en una economía casi estancada, no presionaba el nivel general de precios subyacente de la economía.

2.- Endeudamiento público e ingreso de capitales financieros

Una de las consecuencias de la política macroeconómica y antiinflacionaria empleadas fue que no impedía y, por el contrario,

alentaba un mayor endeudamiento público con motivo del ingreso masivo de capitales financieros que provenían de países desarrollados. Ese ingreso de capitales financieros a México, por un lado, compensaba parcialmente el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y, por otra parte, permitía acumular reservas internacionales como garantía de eventuales retiros futuros. El resultado final de todo ello fue precisamente que la deuda pública mexicana en el corto y mediano plazo se internacionalizó.

En efecto, una faceta de la internacionalización financiera mexicana consiste en observar ese gran **ingreso de capitales financieros externos o “golondrinos”** al país, uno de los países emergentes preferidos para realizar inversiones financieras o de cartera de corto y mediano plazo. Así, a fines del año 2013, según el Banxico, la deuda pública llegaba al 47% del PIB. En el año 2013, sólo a título ilustrativo, cabe mencionar que hubo en promedio una emisión de bonos que alcanzó la cantidad de 125.000 dólares diarios, aproximadamente. Pero lo más relevante en ese proceso de endeudamiento fue que el 40% de la deuda pública total estaba en poder de extranjeros (Gráfica 2.3 IMF, Op. cit.), porcentaje que en el año 2006 apenas fue de 7.8%, lo que demuestra el exponencial crecimiento experimentado. El crecimiento de la deuda pública interna basada en una gama de bonos y títulos financieros arriba enumerados fue continuo y avanzó a un ritmo superior al crecimiento del PIB.

Los recursos externos provenientes de inversiones de cartera, conjuntamente con la Inversión Directa Extranjera (IED) neta constituyen parte de la cuenta financiera del balance de pagos. A título ilustrativo, la composición en esa cuenta de capitales fue de 66% para las inversiones financieras y 34% para las inversiones directas netas. Lo anterior demuestra la importancia que las inversiones financieras de cartera han tenido en el financiamiento

del déficit de balance de pagos de México, a la inversa de lo que ocurre en el caso uruguayo, como se analizará más adelante.

Esos recursos externos fueron destinados a financiar actividades del sector público, particularmente, a compensar los déficits crecientes de la cuenta corriente de la balanza de pagos de México que han venido creciendo: en términos del PIB la evolución de ese déficit ha ido en aumento (1.1% en 2011, 1.2% en 2012 y 1.8% en 2013). Pero también merece reconocerse que ese ingreso de capitales externos permitieron acumular más divisas en las reservas monetarias internacionales del país.

Justamente, uno de los destinos principales de los flujos financieros provenientes de inversionistas extranjeros tuvo como su principal destino el acrecentar las reservas monetarias internacionales de México, que en el primer trimestre del año 2014 ya acumulan un monto algo superior a los 180 mdd. Dicha inversión financiera extranjera invertida en deuda pública interna mexicana en su totalidad representaba, en proporción, un 74% de dichas reservas en el año 2012, porcentaje que se elevó 79.2% en el año 2013. El hecho de la alta tenencia de deuda pública mexicana en manos extranjeras y su significativa proporción respecto a las reservas monetarias internacionales, entre otros factores, pone al descubierto el alto grado de internacionalización del sistema financiero mexicano y un foco de su eventual vulnerabilidad.

3.- Concentración extranjera de la banca mexicana

En cuanto a México se refiere, otra notoria característica de la internacionalización financiera en el país es la que se refiere a **la gran concentración de la actividad bancaria en entidades subsidiarias de bancos extranjeros**. Este fenómeno fue el

resultado de la gran crisis financiera que vivió el país a partir de 1995, pero que se arrastraba desde comienzos de los años ochenta. Es así que si en 1982 había 82 bancos, en el año 1988 sólo quedaban 20 bancos, 18 de los cuales eran del gobierno federal (R. Chavarin, 2012).

A partir de la gran crisis financiera que vivió el país en 1995, los grandes bancos nacionales fueron adquiridos por bancos extranjeros. En el año 2003, las subsidiarias de bancos extranjeros habían adquirido cuatro grandes bancos : BBVA (Bancomer) y Santander (Serfin), Citigroup (Banamex), HSBC (Bital) a los que luego se agregó directamente el Scotiabank. Esas subsidiarias extranjeras representaban a bancos españoles (37.6%), estadounidenses (27.6%), ingleses (10.1%) y de Canadá (7.0%) y, por lo tanto, ya alcanzaban en conjunto el 82.3% de los capitales invertidos en la banca mexicana según Banxico. En 2004, BBVA, Banamex y Santander administraban alrededor más de la mitad de la operativa bancaria.

En 2010, los cinco bancos extranjeros, de las 41 entidades bancarias existentes en el país (en 2014 la cantidad de bancos se ha elevado a 46) concentraban por concepto de activos, cartera total y captación total 87.5% del sistema bancario y prácticamente monopolizaban las tarjetas de crédito y los créditos para compras automotrices y consumo (Chavarin, op. cit.). Ese altísimo nivel de concentración se mantiene hasta la actualidad. Ciertos estudios concluyen al respecto que “no hay evidencia de que la extranjerización de la banca haya beneficiado la productividad y la eficiencia en el sistema bancario mexicano” (Avalos y Trillo, 2006), pero sí “explican casi la totalidad de la concentración del sistema bancario” (Chavarin, op.cit.).

Restando esos cinco bancos extranjeros, en 2010 había cerca de 36 bancos, la mitad de los cuales eran de grupos económicos locales

(algunos con participación extranjera) que concentraban 12% del mercado (Chavarin, 2012). En términos generales, puede afirmarse que en 2014 la situación no ha variado sustancialmente.

La alta concentración en la banca extranjera se expresa también en los niveles de ganancias obtenidas. Se estima que un 84% de las muy altas ganancias del sistema bancario mexicano (estimado en 10 mil millones de dólares en 2013) queda en poder de los grandes bancos extranjeros, porcentaje muy cercano a su alto grado de participación en el sistema bancario mexicano. La banca extranjera en México es subsidiaria de las casas matrices y, relativamente, se la considera de la más rentable. A tal grado, que especialmente durante la crisis española que sucedió a la crisis financiera iniciada en 2008, los bancos españoles BBVA-Bancomer y Santander en México apuntalaron a sus casas matrices remitiéndoles importantes montos de ganancias. Por ejemplo, la filial de BBVA aportó entre 32 y 35% de sus ganancias a su casa matriz sólo en 2011, Santander México, también transfirió 10% de sus ganancias en ese mismo año. Por su parte, Banamex aportó de sus utilidades el 11% en 2010 y 10% en 2011 a su matriz, Citigroup en US (El Economista, marzo 2012). Estas decisiones adoptadas por los bancos subsidiarios a instancias de sus casas matrices en momentos críticos, se suma a las transferencias usuales que los mismos han venido realizando desde su instalación en México, que según la ley no podrían superar el 20% de su capital social.

En síntesis, México presenta tres grandes debilidades o puntos vulnerables que ante circunstancias externas desfavorables el país puede afrontar por la internacionalización de su deuda pública, la alta tenencia de deuda pública en manos de extranjeros y la muy alta concentración de la banca extranjera en su sistema bancario. Por una parte, hay que destacar el alto volumen de endeudamiento

público en relación al PIB del país. En segundo lugar, cabe subrayar el elevado monto de su deuda interna en poder de extranjeros tanto por su importancia en relación al PIB como también respecto al nivel de reservas financieras internacionales disponibles. Lo anterior pone de manifiesto que cualquier fenómeno que afecte las expectativas de los inversionistas extranjeros y provoque salidas o fugas de divisas pondría en peligro variables como el financiamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos, así como el tipo de cambio y la estabilidad financiera de las políticas macroeconómicas.

Finalmente, el otro factor a considerar es la muy alta concentración de las entidades subsidiarias de la banca extranjera en el mercado local. Ello es determinante en la canalización y selección de los créditos (dígase de paso, relativamente bajos para la producción y muy altos para el consumo). Esa alta extranjerización de la banca incide también en la política de remesas de las filiales puesto que ante situaciones críticas internacionales llevan a una salida extraordinaria de divisas a cargo de esas entidades subsidiarias en apoyo a sus casas matrices.

II.- El caso de Uruguay

1.- La política monetaria en el Uruguay, como lo ha sido en México, ha procurado en los últimos diez años tener como objetivo principal el control de la inflación. No obstante, los instrumentos utilizados a esos efectos han ido oscilando. Efectivamente entre los años 2003 y 2007, el Banco Central de Uruguay (BCU) utilizó principalmente como instrumento acotar los agregados monetarios, entendido como el M1 (dinero circulante y depósitos a la vista). Desde 2008 hasta junio de 2013, comenzó a utilizar como instrumento antiinflacionario de referencia la tasa

interbancaria. Esta tasa fue aumentando en distintos momentos hasta llegar en 2013 a alcanzar 9.25% anual, en una política comparable con la que aplicaba Brasil, que incluso en 2014 ya superaba los dos dígitos.

Como una tendencia a aumentar como referencia la tasa de interés, el BCU, el 26 de junio de 2013 resolvió volver a establecer límites al crecimiento de los agregados monetarios como instrumento antiinflacionario. El ministro de Economía, en ese momento, justificó la medida bajo la premisa de que si bien “somos fundamentalistas en los objetivos, somos flexibles en los instrumentos...”. Justificando que “la apreciación excesiva del tipo de cambio producto del masivo ingreso de capitales especulativos del exterior... ha provocado distorsiones en los mercados cambiario y monetario, así como un mayor costo fiscal asociado al mantenimiento de la estabilidad en los referidos mercados” (El Observador, junio 2013). Se admitió también como la razón del cambio de instrumento que el diagnóstico de la situación monetaria del país mostraba que la tasa de interés era una variable que el gobierno no podía manejar directamente y que tenía una incidencia prácticamente nula en la operativa financiera y por ende en la moderación de las presiones inflacionarias que estaba enfrentando el gobierno.

Bajo esa línea de pensamiento, el BCU eliminó la existencia de una tasa de referencia de la tasa de interés y estableció como referencia de su política antiinflacionaria los agregados monetarios compuestos por un M1 ampliado (que incluye dinero en circulación, depósitos a la vista y además, los depósitos en cajas de ahorro). El Banco fijó como referencia un crecimiento no mayor al 12.5-13% interanual esperando su convergencia hacia sus metas de inflación cuyo rango máximo proyectado había aumentado al 7%.

Con este propósito, el BCU trató de esterilizar moneda nacional mediante la licitación frecuente de letras llamadas de Regulación Monetaria que, dada una inflación que ya roza el 10%, han debido de ser colocadas con una tasa de interés de 16%, aproximadamente.

El gobierno igualmente resolvió extender el régimen de fondos inmovilizados a la tenencia de títulos de no residentes en moneda nacional o valores indexados, aumentando el porcentaje de retención del 40% (antes sólo aplicable a títulos emitidos por el BCU) al 50% para todos los títulos en manos de no residentes. Ello sin desmedro de mantener el régimen de encajes o liquidez mínima de 25% para obligaciones a la vista o a plazos menores a 180 días, o de 19% por plazos mayores.

A pesar de las medidas adoptadas en materia monetaria, la inflación durante el año 2013 alcanzó el 8.52% anual, en tanto el déficit fiscal se encuentra entre el 2% y 3%. Los analistas económicos han subrayado que la política monetaria tiene escasa incidencia sobre la inflación. Como un implícito reconocimiento de ese hecho, el gobierno a fines de 2013 y en el primer semestre de 2014 ha utilizado otros instrumentos para atenuar las presiones inflacionarias: rebaja de tarifas públicas, subsidios en algunos servicios, acuerdo de precios con las gremiales de grandes comercios e industrias, entre otras. Todas estas medidas están fuera del área monetario-financiera, lo que pone al descubierto que existen factores de otra índole que están influyendo en la persistencia de las presiones inflacionarias.

2.- La internacionalización de la deuda pública uruguaya sigue representando un riesgo latente en la estabilidad del sistema financiero, sobre todo en vísperas de elecciones presidenciales y del Congreso a fines de 2014, en un contexto de expectativas de cambios que se anticipan en las condiciones externas en el

mercado financiero mundial. Entre otras razones, las nuevas medidas monetarias se fundamentaron precisamente, según el propio Ministro de Economía y Finanzas “en un contexto internacional marcado por altos grados de incertidumbre y volatilidad... ese contexto (mantenimiento de políticas expansivas en los países desarrollados y bajas tasas de interés... llevó a que Uruguay comenzara a recibir flujos de capitales del exterior” (El Observador 2013, op. cit.).

En ese sentido, oficialmente se reconoció el crecimiento exponencial que ha tenido la tenencia de títulos de deuda pública uruguaya en manos de no residentes. A fines del año 2011, sólo el 2% del portafolio de deuda de Ministerio de Economía y Finanzas (o sea, sin contar la deuda emitida por el BCU) estaba en manos de extranjeros. Ese porcentaje pasó a ser el 10% a mediados de 2012 y ya alcanzaba el 50% a mediados de 2013, según cifras oficiales. Por esa razón, el Ministro de dicho Ministerio fue enfático al afirmar que las presiones de los capitales externos amenazaban con afectar los fundamentos de la economía uruguaya y poner en riesgo el crecimiento y el desarrollo del país. Concretamente, cabe recordar que cuando se cambió la instrumentación monetaria, se afirmó que ese ingreso masivo de capitales externos especulativos había producido una apreciación excesiva del tipo de cambio y distorsiones en el mercado monetario y en el campo fiscal.

La deuda del sector público hacia fines de 2013 se situaba en 32 mmdd que representa un 58% del PIB. Ciertos estudios establecen que 38% de la deuda pública total (aproximadamente 13 mmdd) está en manos de no residentes o extranjeros. En su mayor parte, los titulares de esas inversiones financieras son inversionistas institucionales que operan con diversos tipos de Fondos (S. Arslanalp y T. Shuda, 2014). Lo anterior representan una relación

entre deuda pública en poder de no residentes/PIB que alcanza el 24% en la fecha arriba indicada. El crecimiento de títulos soberanos en moneda extranjera, sobre todo después que Uruguay consiguió la calificación de inversión en 2012, fue cercano al 10% anual. En cambio el crecimiento de deuda pública en moneda local en igual período sólo creció a un 6% anual. Ello determinó, por ejemplo, que en 2010 la deuda en pesos representa-ba el 40% contra 60% en monedas extranjeras. Sin embargo, hacia fines del 2013, las proporciones se invirtieron correspondiendo un 60% a deuda pública en pesos y 40% en moneda extranjera.

Esa tendencia a una mayor pesificación de la deuda pública se debió a varios factores. Entre esos factores, cabe mencionar, por un lado, la política de retención aplicada en su momento a los bonos soberanos emitidos en moneda extranjera por el BCU y adquiridos por los inversionistas no residentes. Por otro lado, también influyó el cambio en la política monetaria y el abandono de la tasa de interés como principal referente monetario. Ello abrió las puertas como principal referente antiinflacionario el control de los agregados monetarios, uno de cuyos instrumentos fue licitar Letras de regulación monetaria para esterilizar pesos, las cuales obtuvieron altas y atractivas tasas de interés. No obstante, la presencia de capitales provenientes del exterior en la adquisición de deuda pública en pesos condujo a extender el régimen de retenciones a los títulos en moneda nacional adquiridos por no residentes.

Aún no se conocen los efectos que ha tenido esa decisión, complementariamente con la de ampliar la política de retención a inversiones en valores públicos en moneda local adquiridos por no residentes. Existen presunciones de que esas medidas en un contexto más inflacionario y devaluacionista puede haber disminuido en algo el interés de los no residentes en adquirir la

deuda pública uruguaya. El escaso crecimiento relativo en el monto de las reservas monetarias internacionales del sistema bancario puede significar un indicio en esa dirección.

La cuenta corriente de la balanza de pagos de Uruguay ha experimentado una clara tendencia deficitaria en el último trienio. Luego de haber logrado un superávit del 2.0% del PIB en el año 2010, los déficits se volvieron cada vez mayores: -2.8%, -5.3% y -5.8% del PIB en los años 2011, 2012 y 2013, respectivamente. Esos déficits fueron financiados, fundamentalmente, por la entrada de inversiones extranjeras directas las que para esos mismos años representaron 5.1%, 5.3% y 5.1% del PIB uruguayo. A ello se agregaron, en segundo lugar, los ingresos de inversiones financieras o en cartera que en los años 2012 y 2013 presentaron montos equivalentes a 3.5% y 4.5% del PIB, respectivamente.

Se puede concluir, en consecuencia, que resulta muy evidente que los recursos externos no sólo permitieron financiar el déficit cada vez mayor de la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino que seguramente permitieron acumular mayores divisas en las reservas monetarias internacionales en el BCU. En efecto, esas reservas en dicho Banco crecieron 58% al pasar de 10.302 mmdd en 2011 a 16.281 mmdd en 2013. Los primeros datos del año 2014 denotan un cierto estancamiento de las reservas, posiblemente por las mayores restricciones impuestas a las inversiones financieras externas y un cierto rezago en la entrada de nuevas inversiones extranjeras directas.

Adicionalmente, se ha estimado la relación que guarda la deuda pública que es propiedad de extranjeros en términos de las reservas monetarias internacionales. Esa relación señala que la deuda pública de no residentes son casi del 80% de las reservas monetarias internacionales. Vale decir, que el financiamiento

externo es suficiente en el corto plazo y mediano plazo, pero sigue siendo fundamental y un aspecto vulnerable en cuanto a la sostenibilidad a más largo plazo del pago de la deuda pública ante la eventual volatilidad y cambios en las relaciones financieras internacionales.

Por cierto, el endeudamiento externo ha sido redefinido por las autoridades monetarias uruguayas en términos de postergar obligaciones externas de corto plazo y convertirlas en deudas en el mediano y largo plazo. Ello garantiza márgenes razonables de maniobra financiera en el tiempo, siempre y cuando se logre acumular más reservas o aumentar los préstamos contingentes sin asumir, a la vez, un mayor endeudamiento privado extranjero. Todo lo cual, al fin y al cabo, significa apostar y facilitar el mayor ingreso de inversiones extranjeras directas.

3.- La concentración en la actividad bancaria y operativa de los bancos fue la consecuencia de que Uruguay sufriera sucesivas crisis bancarias desde mediados de los años sesenta del siglo pasado, que luego se sucedieron con motivo de la gran crisis económica sufrida a partir del año 2002. Durante ese proceso, no sólo disminuyó el número de bancos privados sino que se vivió un fuerte proceso de concentración y extranjerización de la banca. El número de instituciones bancarias disminuyó drásticamente, de tal modo que en 2013 sólo operaban diez bancos en el país. Pero lo realmente importante es que en la actualidad, tres instituciones filiales de bancos extranjeros han asumido la mayor parte de la actividad bancaria en el país. Dos bancos españoles (BBVA y Santander) y un brasileño (ITAU) concentran a fines de 2013 el 67.1% de la participación en el financiamiento en el mercado, puesto que han concedido el 68.4% de los créditos vigentes al sector privado no financiero y captaron el 66.4% por depósitos al

mismo sector. Esos porcentajes se incrementan hasta alcanzar el 75% si le agregamos el Nuevo Banco Comercial adquirido por el Scotiabank, filial canadiense.

A ese fenómeno asociado a la internacionalización financiera en Uruguay se agrega el hecho de la existencia de un alto nivel de dolarización de las operaciones en el sistema bancario del país. En 2013 se estima en un 73% las operaciones realizadas en moneda extranjera, resultado de que se registraban en moneda extranjera 53% de depósitos y un 20% de créditos otorgados al sector privado (AEBU, 2014). Respecto a este proceso de dolarización del sistema bancario cabe agregar el que experimentan ciertos mercados de bienes y servicios no financieros que cotizan en dólares como, por ejemplo, la compra venta de tierras, inmuebles urbanos, automotores y bienes de consumo duradero (principalmente, electrodomésticos) y turismo. Esta peculiar dolarización de ciertos mercados no financieros es un resabio de las épocas de altas devaluaciones que vivió Uruguay en el pasado pero que se mantiene vigente puesto que el tipo de cambio se ha mantenido relativamente estable en casi una década.

La síntesis de la realidad uruguaya en cuanto a los problemas de vulnerabilidad en materia financiera se reduce a tres cuestiones centrales. Por un lado, existen desequilibrios en los fundamentos de su política macroeconómica que afectan el contexto monetario. Particularmente, esto se refiere a altos y crecientes déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, a un déficit fiscal que supera en los dos últimos años el 2% y, principalmente, a un ritmo inflacionario que ubica los aumentos del nivel de precios que supera el nivel máximo oficial del 7% y se ubica entre el 9 y 10%.

En segundo lugar, aparecen los problemas de mediano y largo plazo en cuanto a la capacidad de pago de la deuda en poder de los

no residentes. Las reservas monetarias internacionales han crecido hasta 2013 y, por supuesto, su nivel no amenaza las obligaciones de corto plazo. En cambio, los riesgos son mayores a mediano y largo plazo por su relación con la deuda total en manos de extranjeros y por la disminución en el ritmo de crecimiento de las reservas monetarias a partir de 2014, lo que vuelve la variable fundamental el ingreso de inversiones directas extranjeras al país más que las inversiones financieras.

Finalmente, como en el caso de México, hay una muy alta concentración de bancos extranjeros en el sistema bancario uruguayo lo que, entre otras características, determina el destino de su política de crédito (muy inclinada a los préstamos al consumo y escasamente a la producción).

III.- Comparativo de grados de vulnerabilidad financiera externa: México y Uruguay

Existen varios patrones de indicadores establecidos para facilitar la comparación sobre los focos o puntos de mayor o menor vulnerabilidad de los países ante condiciones económicas internas y eventuales *shocks* o fuertes oscilaciones en el mercado financiero internacional. Por ejemplo, existen trabajos de funcionarios del FMI dirigidos en esa dirección (O. Blanchard, 1990). Recientemente, ciertos autores preocupados por el monto de la deuda pública en poder de extranjeros, estableció algunos criterios para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública (S. Arslanalp y T. Tsuda, 2014). Entre esos criterios mencionan los siguientes:

- Relación deuda pública /PIB más bajo
- Menores necesidades de financiamiento bruto
- Sistemas financieros más desarrollados

- Mayores reservas de liquidez internacional.

Otro de esos indicadores- más allá de las fuertes y merecidas críticas que recibieron con motivo de la crisis financiera internacional en 2008- son los ratings que elaboran las calificadoras internacionales de riesgos. Las más influyentes y connotadas son Standard & Poor's (S&P), Moody's y Fitch.

El cuadro siguiente establece las calificaciones que han merecido México y Uruguay:

	Standard & Poor's				Moody's	Fitch
	Largo plazo		Corto plazo			
	M/ext	M/local	M/ext	M/local		
MEXICO	BBB+	A	A-2	A-1	A-3	BBB+
URUGUAY	BBB-	BBB-	A-3	A-3	Baa2	BBB-

Según este cuadro, tanto Standard & Poor's como Moody's y Fitch ubican a México como país con grado de inversión. En el caso de Uruguay, la situación es similar aunque sólo recientemente Moody's, que tenía reticencias por la alta tasa de inflación y una cierta desaceleración productiva, le concedió también el grado de inversor. En términos generales, las calificaciones son relativamente más positivas para México en virtud de la importancia que esas calificadoras han dado a los cambios estructurales que, sobre todo en materia energética, eléctrica y telecomunicaciones, se han aprobado durante el gobierno actual de Enrique Peña Nieto las que, por cierto, no han tenido aún impacto en la dinámica productiva de ese país. En ese sentido, la mayoría de las calificadoras otorgan a México una calificación de A, salvo Fitch y Standard & Poor's. Esta última calificadora no otorga esa

calificación en materia de endeudamiento en moneda extranjera a largo plazo dado que, a pesar de reconocer capacidad de protección crediticia adecuada, advierten riesgos por cambios coyunturales en condiciones internas o internacionales que debilitarían la capacidad de cumplimiento de las deudas en moneda extranjera en el largo plazo. Con respecto a Uruguay, salvo en el corto plazo, las calificaciones son inferiores a México, probablemente por factores asociados a ciertos desequilibrios macroeconómicos y a su elevado endeudamiento público.

Según el análisis realizado en esta investigación, en términos generales no coincidimos plenamente con esas calificaciones, puesto que los puntos de mayor vulnerabilidad son distintos en Uruguay que en México, según surge de los criterios que se han manejado en este trabajo, aunque el número de puntos vulnerables son similares (ver cuadro adjunto).

Sólo cabe relativizar este resultado si se tiene en cuenta que todos los criterios manejados son estáticos y responden a una realidad actual. Un análisis en términos dinámicos pudiese quizás establecer diferencias respecto a este juicio, aspectos de vulnerabilidad, si se toman en cuenta fundamentalmente las expectativas futuras en materia de dinámica productiva, inversión extranjera directa, inversiones financieros y el manejo de las políticas macroeconómicas (tales como la monetaria, cambiaria y gasto público).

	<u>Puntos Relativamente más vulnerables</u>	
	<u>México</u>	<u>Uruguay</u>
a) Fundamentos de la macroeconomía (inflación, déficit cuenta corriente balance de pagos y déficit fiscal)		X

b) Nivel de endeudamiento externo y necesidad de financiamiento externo	X	
c) Nivel de deuda pública en poder de extranjeros respecto a reservas monetarias internacional	X	X
d) Grado de concentración de la banca extranjera en el sistema bancario	X	X

IV. Algunas reflexiones finales

La situación financiera internacional es todavía de incertidumbre por distintos factores. En un primer plano, aparecen las medidas que se anticipan tomaría la Fed de US a partir de la paulatina desaparición de sus compras de activos financieros y la eventual posibilidad de que esa política lleve a un aumento de sus tasas de interés, con la lógica consecuencia sobre la movilidad de capitales financieros a escala internacional.

Por otro lado, aparecen las posibles medidas que puede tomar el BCE respecto a los procesos de recesión que vive la gran mayoría de los países del área Euro. Entre otras medidas, se menciona la posible adopción de decisiones, convergentes con la realidad de US, en el sentido de inyectar mayor liquidez mediante compra de títulos públicos para reactivar las decaídas economías europeas. En un extremo se maneja inclusive, con igual propósito, la posibilidad de llevar a cabo una devaluación del euro. Todo ello lleva, sin duda, a volver más incierta la situación de los mercados financieros internacionales, dado que todavía sigue pendiente la normalización y capitalización de bancos de varios países europeos comprometidos por la gran crisis financiera de 2008 y, por el contrario, la existencia una gran liquidez en poder de las grandes empresas y fondos de inversión.

Todo lo dicho anteriormente demuestra que las señales de los países avanzados no son muy claras ni firmes en cuanto al futuro en términos financieros internacionales. Considerando que esos países tienen una influencia decisiva por la participación internacional de sus bancos en los mercados financieros así como por el volumen de sus operaciones, esas indefiniciones introducen una variable de riesgo sobre el conjunto de la economía y las finanzas internacionales. En especial, se destacan los peligros que pueden involucrar a los países emergentes los cuales han recibido importantes flujos de capitales financieros en los últimos años y cuya salida o mayor costo puede representar un problema de financiamiento en el mediano plazo.

Estos elementos de juicio justifican la existencia de ciertos riesgos que ya se mencionan en los informes de los organismos financieros internacionales como el FMI y el Banco Mundial (BM). En cuanto al FMI, su Informe de abril de 2014, por ejemplo, señala la existencia de riesgos para los países emergentes con motivo del eventual cambio en el comportamiento de los inversionistas en el mercado internacional. Ello obedece, según dicho Informe, a que ha habido una mayor participación de los inversionistas del exterior en los mercados bursátiles locales de los países emergentes y en sus monedas nacionales además de los flujos dirigidos a sus deudas soberanas en moneda extranjera.

Esos portafolios mixtos se vuelven más sensibles e inestables ante cambios en las condiciones financieras globales. Si bien en situaciones normales, se afirma, los flujos de origen institucional externos (fondos de pensiones o de inversión de distinta naturaleza) son mayoritarios en las colocaciones financieras externas y en general son más estables, al mismo tiempo reaccionan muy fuertemente e inesperadamente si se producen *shocks* a nivel internacional. En estos casos, el FMI establece que un manejo

equilibrado y monitoreado de las políticas macroeconómicas de los países emergentes, el elevado monto de sus reservas internacionales y el alargamiento de los plazos del endeudamiento son elementos que brindan mayor seguridad a los inversionistas extranjeros y eventualmente permiten enfrentar en mejores condiciones los *shocks* externos.

El BM, por su parte, no es menos cauteloso respecto al tema de los flujos financieros externos y sus riesgos. El título de su Informe del 2014 es significativo al respecto, en especial respecto a América Latina (AL): “*La financiación externa de América Latina ¿Causa de zozobra?*”. En dicho Informe se comienza afirmando que los mercados financieros globales siguen volátiles y nerviosos lo cual puede afectar los flujos de capitales externos que han atraído muchos países emergentes por sus mejores tasas de rentabilidad y la “desalineación” de los precios de activos financieros que se produjo en los países avanzados.

No obstante, a pesar de su mayor exposición a los eventuales choques financieros externos, el BM no define esa situación como de mayor vulnerabilidad. En lo concerniente a varios países de AL, esa relativa menor vulnerabilidad es el resultado de que según el BM, muchos de esos países han reforzado su “sistema macro-financiero inmunológico”, convirtiendo esas políticas en “amortiguadores de choques”. También, se afirma que las características de bajo ahorro y la expansión de la demanda interna de los países de AL tiende a producir un efecto deficitario en la cuenta corriente de sus balances de pagos. Para compensar ese déficit, esos países necesariamente son llevados a privilegiar el ingreso de las inversiones directas extranjeras, flujos financieros que según las políticas locales aplicadas, permitirían capitalizar

las externalidades potenciales positivas originadas por esas inversiones productivas.

Si bien, no han habido desequilibrios evidentes en los mercados financieros internacionales en el curso del primer semestre de 2014, ello no impide señalar que esas advertencias siguen presentes. Por cierto, la posibilidad de un default de la deuda externa argentina con motivo del juicio de la Suprema Corte de Justicia estadounidense a favor de los llamados “fondos buitres”, pone en riesgo el proceso de reestructuración y negociación de la deuda logrado en años pasados por Argentina con la gran mayoría de los acreedores.

Lo anterior abre muchas interrogantes y crea nuevos contextos respecto a los futuros procesos de reestructuración que involucren las importantes deudas de los países emergentes con no residentes. Esa situación ha llegado a niveles políticos, como la decisión de la Organización de Estados Americanos (OEA) de pronunciarse sobre la conveniencia de los procesos de negociación en el caso argentino y alertar sobre las consecuencias negativas que podrían producirse en la región si dicho país entrara nuevamente en “default”. El desenlace de la negociación entre los acreedores pendientes y el gobierno argentino es una cuestión que debe resolverse en el curso de los próximos meses y comienzos de 2015.

En los casos de México y Uruguay se observan algunas vulnerabilidades ante el impacto de la internacionalización financiera en sus economías. Esa apreciación es compartida por las autoridades monetarias en ambos países. En México, durante la 77ª Convención Bancaria el 4 de marzo de 2014, el director de Banxico, Dr. Agustín Carstens advertía sobre los riesgos que, sobre todo, puede implicar el importante ingreso de capitales financieros del exterior, en especial dado el alto grado de endeudamiento externo de la

economía mexicana que ello implica. Concretamente, según esa autoridad “*dada la gran magnitud de las entradas de capital que han observado las economías emergentes durante los últimos años elementos [como la flexibilidad de las tasas de interés domésticas y del tipo de cambio, anclados por fundamentos económicos sólidos] podrían no ser suficientes*”. Por ello, es importante, a su entender, “*contar con reservas internacionales altas, adoptar estrategias proactivas de administración de sus deudas, procurando aumentar la duración de las mismas...*”. Como lo advertían ya el FMI y el BM se requieren tomar muchas precauciones para enfrentar eventuales perturbaciones del exterior.

En el caso uruguayo, las advertencias no son menores sobre todo porque se anuncia una desaceleración en el crecimiento de su economía y se han agravado aspectos fundamentales de su política macroeconómica en el curso de este 2014: una inflación que supera el rango oficial y que llega casi a 10%; un déficit fiscal que ya superó el 3% y un déficit en cuenta corriente que supera el 5% del PIB. El gobierno argumenta que el monto de la deuda, su composición en términos de su alta pesificación y el perfil de sus vencimientos son relativamente manejables. Además afirma que cuenta con un elevado monto de reservas internacionales y un ingreso significativo de inversiones directas extranjeras. Sin embargo, conviene recordar que, como en el caso mexicano, la participación de los no residentes en la deuda uruguaya es muy alta. Por lo mismo, cualquier choque externo puede hacer vulnerable a dicho país y lo vuelve muy dependiente del ingreso de inversiones directas, lo cual no es siempre sostenible a lo largo del tiempo sobre todo porque se circunscribe fundamentalmente a los recursos naturales del país.

En las actuales circunstancias de mercados internacionales volátiles es sumamente difícil establecer hipótesis sobre el desarrollo previsible futuro de los cambios que pueden impactar en los niveles de internacionalización financiera de estos dos países: México y Uruguay. En los últimos tiempos, por cierto, se han agregado muchos riesgos emanados de los conflictos en el Medio Oriente, la guerra civil de Ucrania que enfrenta a US con Rusia y las posiciones ambiguas de los países europeos amenazados por el abastecimiento de gas de este último país.

No obstante, con base a algunos elementos de juicio que emanan de los países avanzados y de los organismos internacionales es posible anticipar ciertos acontecimientos que pueden darse en el curso del resto del año 2014 y comienzos de 2015. En primer lugar, parece evidente que US se orientan hacia un aumento de su tasa de interés de referencia y, por consiguiente, a una elevación del valor del dólar en los mercados financieros. Ello tendrá varios efectos. Sin lugar a duda, provocará un aumento de los costos de financiamiento de los altos endeudamientos con no residentes de México y Uruguay lo que incrementaría sus déficit en la cuenta corriente de sus balanzas de pago. Probablemente, ello conduzca a las autoridades monetarias de dichos países a aumentar las tasas de interés locales con vistas a evitar fuga de capitales del sistema financiero.

En segundo lugar, una mayor valorización del dólar a nivel internacional puede influir en un aumento de las tasas de cambio en ambos países con efectos inflacionarios por la vía de productos e insumos importados, lo cual reforzaría aún más la política de mayores tasas de interés domésticas. Finalmente, los eventuales efectos antes comentados pueden influir en la cuantía de las reservas monetarias internacionales. Para evitar que como consecuencia de ello aumente el riesgo país, tanto México como

Uruguay sostendrán con mayor firmeza una política de apertura e incentivos a las inversiones directas para lograr que se localicen capitales productivos. En el caso de México, los sectores prioritarios para dichos efectos serían los energéticos, eléctricos y mineros. En el caso uruguayo, se trataría de incentivar la presencia de inversiones directas en recursos naturales e infraestructura. De esa forma, se trataría de compensar las eventuales salidas de capitales financieros provocadas por los cambios en el contexto internacional.

Bibliografía

- Arslanalp, Serkan, y Tsuda, Takahiro, (2014), “La pregunta del Billón: Quién es el dueño de la deuda pública en los países emergentes” IMF Survey, Washington, USA, Marzo 2014.
- Asociación de Bancarios del Uruguay (AEBU), (2014), Observatorio del sistema financiero, Mayo 2014.
- Avalos, Marcos, y Hernandez T., Fausto, (2016), “Competencia bancaria en México” CEPAL, Estudios y Perspectivas No. 62, México, 2006.
- Banco Mundial, (2014), “La financiación externa de América Latina ¿Causa de zozobra?, 2014.
- Blanchard, Olivier, (1990), “Suggestions for a new set of fiscal indicators” OECD, Institute of Economic Research, Massachusetts USA. No. 79, 1990.
- Carstens, Agustín, (2014), 77ª Convención Bancaria en México, 2014.
- Chavarin R., Ruben, (2012), “Bancos ligados a grupos económicos en México y concentración de mercado en la banca comercial” en Paradigma Económico Año 4 No. 1, Universidad de Guadalajara, México, 2012.

- Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, Cámara de Diputados (2014), México.
- *El Economista*, (2012), México (Marzo 2012).
- *El Observador* (2013), Uruguay (Junio 2013).
- Instituto de Finanzas Internacionales, (2013), Informe, Zurich, 2013.
- International Monetary Fund, (2014), “Global Financial Stability Report: Moving from liquidity to Growth-Driven Markets. Chapt.2. *“How do changes in the investor base and financial deepening affect emerging market economies?”* Report USA, 2014.

Recibido 10 de agosto 2014

Aceptado 15 de noviembre de 2014