
LA CONDUCTA DEL SECTOR COMERCIAL URUGUAYO FRENTE AL RIESGO Y LA TEORÍA DEL CICLO ECONÓMICO

THE BEHAVIOR OF URUGUAY'S COMMERCIAL SECTOR VIS-À-VIS RISK AND THE ECONOMIC CYCLE THEORY

Aristides S. Gianello²

aristides@email.com

Natalia Melgar³

nmalassio@gmail.com

RESUMEN

| 35

En este trabajo se presenta una nueva técnica simple de cobertura financiera para las pequeñas empresas comerciantes en Uruguay sobre la base de la personalidad y el entorno de la economía según los ciclos de negocios, ya que las técnicas de cobertura regulares son complejas y no tienen en cuenta las percepciones y emociones intrínsecas humanas ni la tendencia de la economía. Esta investigación fue motivada por el hecho de que la mayoría de los uruguayos no entienden o no aplican ninguna cobertura como un plan de gerencia.

Palabras clave: ciclo, cobertura, análisis

ABSTRACT

This paper presents a new simple financial hedging technique for small business enterprises in Uruguay based on their owner's personality and economic analysis under a business cycle perspective, since regular hedging techniques are somewhat complex and do not take into consideration human's intrinsic perceptions and emotions or economic trends. This research was inspired by the fact that the majority of Uruguayans does not understand or apply any hedging as a management plan.

Key words: cycle, hedge, analysis.

² Aristides S. Gianello es Profesor de la Universidad de Lobachevsky. Obtuvo su título de Licenciado en Economía en la Universidad UniBrasil y su Maestría en la Universidad de la Empresa. Estudia su Doctorado en la Universidad de Lobachevsky.

³ Natalia Melgar es Profesora de la Universidad de la Empresa. Obtuvo su título de Licenciada en Economía en la Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República, su Maestría en la Facultad de Ciencias Sociales de la misma universidad y su Doctorado en Universidad de Granada.

INTRODUCCIÓN

Las corporaciones están expuestas a incertidumbres con respecto a una variedad de precios. Cobertura (*hedge*, en inglés) se refiere a las actividades que la empresa realiza con el fin de mitigar el impacto de dichas incertidumbres sobre su valor. Este es el foco de estudio, especialmente los hechos con el auxilio de derivados. Así, el objetivo central de este artículo es orientar al pequeño empresario o comerciante uruguayo a entender por qué los precios cambian (vía análisis de entorno) y hacia dónde tenderán a irse (vía estudio de los ciclos económicos), mediante la utilización de una estrategia de *hedge* con derivados en dólares, adecuada y adaptada a su perfil personal de riesgo, con la meta de proteger el patrimonio de su empresa, crear un escenario de flujo de caja más estable, mejorar su previsibilidad y disminuir las incertidumbres de precios. Estudiamos dichas incertidumbres a partir del análisis de escenario vía la técnica de matriz FODA y los ciclos económicos, previendo situaciones críticas, tales como la eminencia de crisis económicas sistémicas.

Estudiamos este tema por el gran impacto de la crisis actual en el escenario mundial y uruguayo, ya que la mayoría de los empresarios de este país desconocen o no usan *hedge* en sus corporaciones. Por lo tanto, la principal contribución de este trabajo es responder las siguientes interrogantes: ¿cómo prever una crisis financiera inminente? ¿Cómo se pueden minimizar sus impactos vía *hedging*, especialmente en el sector comercial de Uruguay?

El objetivo general de este artículo es analizar la capacidad del empresario comercial uruguayo de predecir y protegerse de una futura crisis financiera, a partir del uso de variables absolutas. Para alcanzar este objetivo más amplio, se proponen los siguientes objetivos específicos: i) conceptualizar la crisis económica; ii) discutir cómo el concepto de ciclo económico es relevante para explicar el dinamismo de los cambios ocurridos en la economía, basado en las principales teorías sobre la materia; iii) verificar la posición de la economía en el actual ciclo económico; y iv) presentar soluciones de *hedge* a los empresarios de comercio uruguayos, sobre todo a los pequeños comerciantes.

36 | Para ello, adoptamos la siguiente metodología: (1) en cuanto a los procedimientos técnicos, la investigación tiene carácter bibliográfico y se guía en una revisión de la literatura sobre el tema estudiado y (2) en cuanto a los objetivos, la investigación tiene un carácter descriptivo y explicativo. Estudiamos el año 2015, aunque la revisión de la literatura también incluye algunas referencias de años anteriores y de principios del 2016. Aunque algunos datos pueden estar obsoletos para el momento de publicación de este artículo, creemos que la relevancia de este estudio es atemporal e invitamos a los lectores a adaptarlo a su contexto, tiempo y país.

Fue utilizada una metodología mixta con predominio cualitativo para abordar las preguntas investigativas de este estudio, basado en el libro de Hernández Sampiere (1991)

Esta investigación es un estudio descriptivo analítico, con una amplia visión del objeto de estudios aplicados a una empresa ficticia

El objeto de la investigación de este estudio se refiere al análisis de los principales datos económicos relacionados a los ciclos económicos y entornos empresariales, buscando relacionarlos con una propuesta de *hedge* experimental.

La teoría experimental de la aplicación del *hedge* sin base práctica y la dificultad de obtención de algunos datos relevantes de la economía uruguaya en relación a los estudios de los ciclos económicos también pueden considerarse como una limitación de la investigación, pues las informaciones se convertían en antagónicas en algunos casos y algunas cuestiones subjetivas pueden haber influido en este estudio. También hay cierto desencuentro de informaciones o percepciones sobre el mismo tema en algunos períodos que el estudio trató de determinar. Sin embargo, a pesar de las limitaciones señaladas, esta investigación se utilizó para provocar una discusión sobre lo mejor o más apropiada manera para asociar las herramientas de cobertura en cuanto a lo que concierne el momento de 2015 de la economía mundial y uruguaya.

1. CONSIDERACIONES TEÓRICAS

Burns y Mitchell (1947) explican que “un ciclo consiste en expansiones que ocurren al mismo tiempo en muchas actividades económicas, seguidas por recesiones igualmente generales, contracciones, y el retorno se funden en la próxima fase de expansión del ciclo” (p. #) Las señales más comunes de crisis y prosperidad económica son:

1. El nivel de la deuda de las familias y empresas.
2. La tasa de inflación.
3. El nivel de *spreads* bancarios.
4. El flujo de capital extranjero.
5. El nivel de producción de la industria.
6. La balanza comercial y las cuentas públicas.
7. El nivel de desempleo.

En Uruguay, los Decretos 54/92 del 7 de febrero de 1992 y 66/95 del 19 de julio de 1995 definieron formalmente la figura de pequeña empresa (PYME) como aquella que tiene entre cinco y 19 empleados, con ventas anuales de hasta u\$ 180.000 y activos de hasta u\$50.000.

2. ANÁLISIS DEL ENTORNO URUGUAYO SEGÚN LOS ESTUDIOS DE LOS CICLOS ECONÓMICOS

1. Nivel de la deuda de las familias y empresas

| 37

Tres de cada 10 hogares uruguayos tienen crédito y su nivel de endeudamiento, aunque bajo, creció en el primer trimestre de 2015 en comparación con el primer trimestre de 2014. En los préstamos al consumo que otorgan los bancos privados se observó un aumento de la morosidad en el primer trimestre de 2015 (El País, 2015). No obstante, en términos históricos, los niveles de incumplimiento en el sector privado son bajos y aún están muy lejos de las tasas de dos dígitos que se registraron hasta mediados de 2007 (El País, 2015).

2. La tasa de inflación

Según el Banco Mundial (2014), la tasa de inflación anualizada de Uruguay fue de 6,7% en 2010; 8,1% en 2011; 8,1% en 2012; 8,6% en 2013; y 8,9% en 2014. Los periódicos locales indican una estimación anualizada de 9% para 2015 (Expansión, 2015).

Por otra parte, el Instituto Nacional de Estadística (INE) tiene una lectura diferente sobre la evolución de la inflación en Uruguay, como se muestra en el siguiente gráfico. Sin embargo, tanto el INE como el Banco Mundial coinciden en que la inflación es alta en términos históricos.

Gráfico 1: Inflación en Uruguay



Fuente: INE, AÑO.

3. Spreads bancarios

Los créditos concedidos por el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU) e indexados por la Unidad Reajustable (UR) merecen un comentario. Si bien para ellos no hay información públicamente disponible, se estima que el *spread* de las operaciones es del orden del 4% al 5%. Sin embargo, este *spread* es engañoso, al menos por dos razones: primero, puesto que el BHU tiene que correr un importante riesgo de descalce por posición en UR al ser la totalidad de los pasivos en UR sustancialmente menor que los activos en la misma unidad de cuenta y, segundo, dado que el rol de este tipo de préstamos del BHU es facilitar la compra de vivienda a los sectores de clase media y media baja que no pueden acceder a un préstamo para tales efectos en la banca privada (BCU). Así, este *spread* es *artificial* y puede no representar la realidad.

38 |

Las Tablas 1 y 2 ilustran...

Tabla 1. Las tasas de interés para las personas

	Tasa Fija Nominal anual	Tasa Fija Efectiva Anual
Préstamos Personales (sola firma)	48,00 %	60,10 %
Préstamos prendarios automotores	32,00 %	37,14 %
Tarjeta de crédito	35,00 %	41,20 %

Fuente: Banco de la República (BROU), AÑO.

Tabla 2. Tipo de interés para depósitos (tasa nominal anual)

Plazo Fijo	
30 a 59 días	15,00%
60 a 89 días	15,00%
90 a 179 días	16,00%
180 a 365 días	16,00%

Fuente: Banco de la República (BROU), AÑO.

Si se compara ambas tablas, es evidente la gran diferencia entre el préstamo y la suministración de dinero. Encontrar la tasa *real* de *spread* bancario es una de las limitaciones de esta investigación

4. Capital extranjero

Uruguay tenía una reserva de 16 billones de dólares en 2014, pero el Banco Central del Uruguay la está usando para contener el alza del dólar, fragilizando así la defensa monetaria con el objetivo de evitar que el dólar alcance 30 pesos y la inflación, 10% (BCU). Se estima que las reservas actuales de Uruguay son aún menores, aunque este dato no ha sido divulgado.

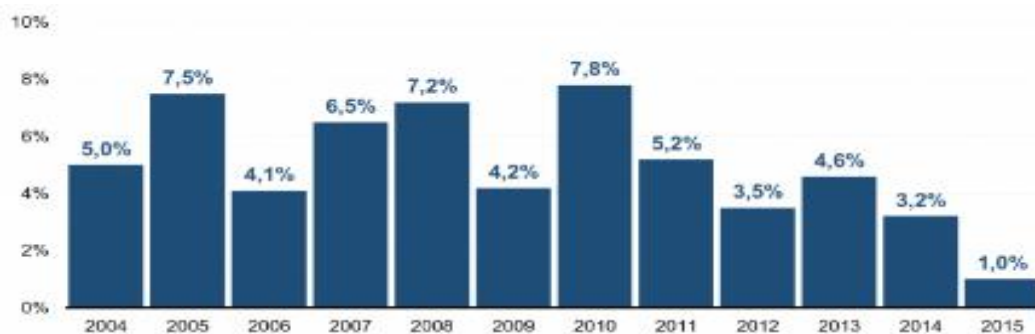
| 39

5. Nivel de producción de la industria

En el 2015 cayeron los precios de exportación y la producción de alimentos, prendas de vestir y minerales, entre otros. Por otro lado, aumentó la productividad industrial, sobre todo de la celulosa.

Según el INE, la tasa de actividad en 2015 fue de 63,8. En términos relativos, el siguiente gráfico muestra la variación del Producto Interno Bruto (PIB) a precios constantes, cuya actividad tiende a disminuir cada año.

Gráfico 2. La variación del PIB con precios constante

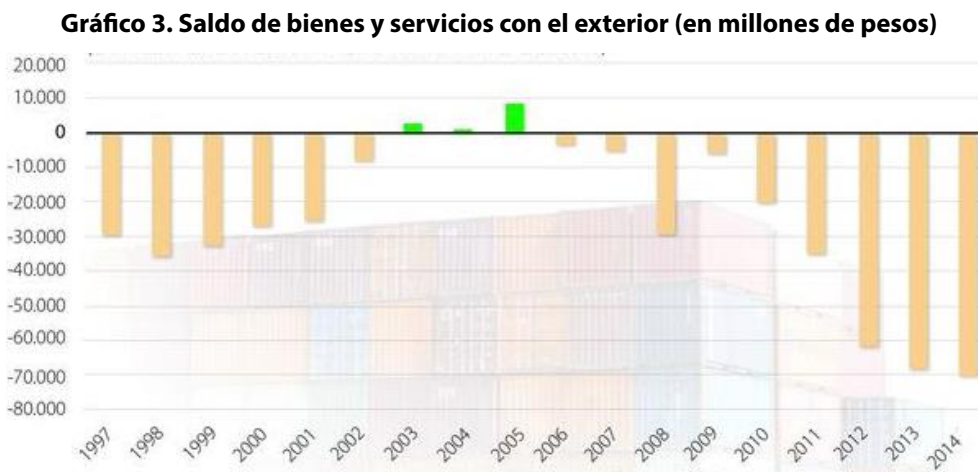


Fuente: BCU, AÑO.

6. Balanza comercial y cuentas públicas

Aunque Uruguay produce cada vez más (PIB creciente), su balanza comercial se deteriora más rápido que su producción, lo cual indica un debilitamiento constante de la economía del país. Una posible explicación reside en el aumento de las importaciones y la pérdida de competitividad relativa (BCU, 2015).

En 2015, el saldo comercial de Uruguay acabó con nueve años de déficit, como se muestra en el siguiente gráfico.



Fuente: El País, AÑO.

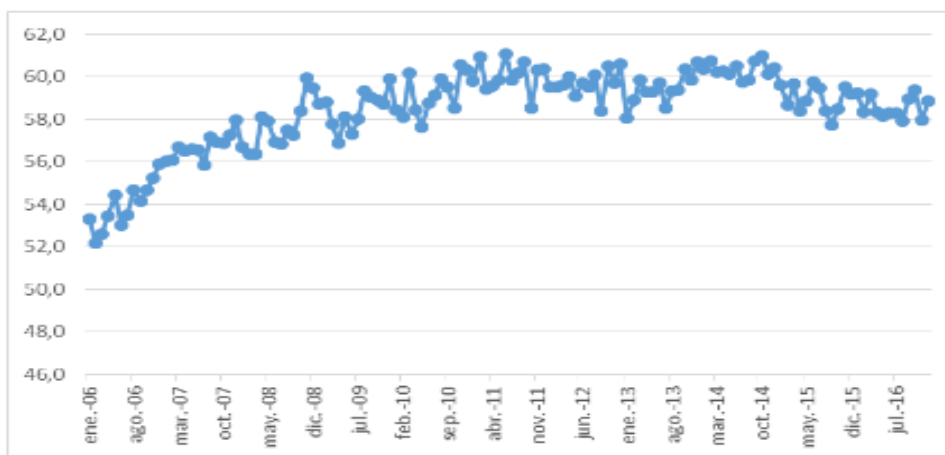
40 |

7. Nivel de desempleo

A partir de la *crisis de Grecia* en el 2011 hasta la actualidad se evidencia un empeoramiento de los niveles de desempleo y empleo, así como de la actividad económica en Uruguay. Una posible explicación reside en el enfriamiento de otras economías, como la de China, así como de socios comerciales, incluyendo Brasil y Argentina.

La siguiente figura muestra la evolución de la tasa de empleo en el período 2006-2016 y la pérdida de fuerza de la economía uruguaya.

Gráfico 4. Evolución de la tasa de empleo (período 2006-2016)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas, AÑO.

3. ANÁLISIS DE INVERSIONES PARA CUBRIRSE DE RIESGOS

En Uruguay existen las siguientes opciones de inversiones financieras para hacer *hedge* (cobertura, en español): plazo fijo, cesión de depósito, bonos del tesoro, letras de tesorería, obligaciones negociables, acciones, inmuebles, inversiones exóticas y *offshore*, letras de regulación monetaria, fondos de inversión, instrumentos híbridos, derivados, productos estructurados, SWAPS y contratos *forward*.

Hay muchas situaciones de riesgo financiero sistémico por las cuales uno puede intentar cubrirse preventivamente. Los riesgos más comunes son de crédito, inflación, liquidez y tasa de interés (Banco HSBC).

Los tipos de estrategia de *hedge* más usados incluyen quedarse líquido (retener dinero), rotación defensiva (cambiar la inversión), rentabilidad de las acciones inversas (acciones contra-cíclicas en relación a su producto) y opciones (derivados) (Zhang, 2014).

4. PROPUESTA DE APLICACIÓN DEL HEDGE

Proponemos una *fórmula* simple para que el empresario pueda proteger su negocio de reveses económicos. Sus pasos son los siguientes:

1. Hacer un análisis de corto plazo –menos de un año– del escenario económico proyectado, situándose en el mal, neutro o benigno, de acuerdo con un modelo basado en la matriz Foda. Las variables exógenas utilizadas serán aquellas más relevantes de acuerdo con los estudios de los ciclos económicos: la tasa de inflación, el nivel de *spreads* bancarios, el flujo de capital extranjero, el nivel de producción de la industria, la balanza comercial y las cuentas públicas, el nivel de desempleo y la deuda de las familias y las empresas. Las demás variables serán endógenas de la empresa, como la situación de las competencias. Para simplificar, utilizamos las siguientes: tendencias fiscales, estabilidad política del país, restricciones a la importación y exportación, nivel de salarios, cambios de tecnología, competidores y ventajas de la empresa

Las características Foda de la empresa recibirán una puntuación de 0 (neutro), 1 (regular), 2 (excelente), -1 (mala) y -2 (terrible). Un valor promedio positivo indica que la compañía es estable sólida y en el mercado, lo cual requiere menos cobertura. Una puntuación promedio negativa indica peligro y urgencia de protección de activos. Un resultado perfecto sería de 2 y uno totalmente imperfecto sería de -2.

La siguiente tabla permite estimar cuánto del patrimonio de cobertura será hecho *hedge*.

Tabla 3. Patrimonio a ser cubierto en relación a la matriz FODA

Valor Foda	Cantidad del patrimonio a ser protegido
2	0% (no hay riesgos visibles, solo por <i>Black-Swans</i>)
1	25% (hay pocos riesgos, escenario optimista)
0	50% (imposible decir, futuro incierto)
-1	75% (escenario negativo)
-2	100% (crisis)

Fuente: Elaboración propia.

En el caso de que el valor FODA sea, por ejemplo, 1,26, se aplicará la matemática proporcional para determinar el porcentaje del patrimonio a ser protegido

2. Dibujar un perfil psicológico con un cuestionario para el empresario que sea similar al que realizan los bancos. Esta herramienta simple y ampliamente utilizada permitirá calificar al empresario como conservador, moderado, moderadamente agresivo y agresivo. La encuesta *padrón* que utilizan los bancos incluye las siguientes preguntas:

- ¿Cuál es su edad?
- ¿Cómo evalúa su grado de conocimiento del mercado financiero?
- ¿Qué tipos de inversiones tiene o ha tenido?
- ¿Cuánto de sus activos desea invertir en *hedge*?
- En la parte que desea invertir en cobertura, ¿cuáles son sus objetivos?
- ¿Qué haría si sus acciones están en condiciones de sufrir una devaluación del 30%?

42 |

Cada pregunta ofrece cuatro posibles respuestas: la primera, A, vale un punto; la segunda, B, dos; la tercera, C, tres; y la cuarta, D, cuatro. Según el resultado de puntos totales, el empresario se puede clasificar como conservador individual (hasta 10 puntos), moderado (10-16 puntos), moderadamente agresivo (17-25 puntos) o agresivo.

El perfil psicológico del empresario determinará el nivel de sensibilidad de la barrera de opciones (modelo *Black and Scholes*), de acuerdo con la estrategia elegida.

Tabla 4. Patrimonio a cubrir en relación a la matriz FODA

Perfil	Sensibilidad de la barrera (variable gama)
Agresivo	2 barreras <i>out-the-money</i> (OTM)
Moderadamente agresivo	1 barrera <i>out-the-money</i> y otra <i>at-the-money</i>
Moderado	1 barrera <i>at-the-money</i> (ATM) y otra <i>in-the-money</i>
Conservador	2 barreras <i>in-the-money</i> (ITM)

Fuente: Elaboración propia.

3. Obtener los datos contables de la empresa a tomar la cobertura como el valor contable y los activos que desea proteger, entre otros. Dado que la mayoría de los comerciantes tienen productos hetero-

géneos, es decir, productos sin los correspondientes derivados directos, se unificarán los activos de la empresa en una cantidad dolarizada y se tratarán como un solo producto genérico. En el caso de productos importados, se utilizará una estrategia de *Bull Call Spread*, es decir, cuando se cree que el dólar va a evaluarse en relación al peso uruguayo, comprando opciones de dólar con dos *strikes* diferentes. Si se utilizan productos nacionales destinados a exportación, se utilizará una estrategia de tipo *Put Spread* o *Bear Call Spread*, es decir, cuando se cree que el dólar va a devaluarse, comprando opciones de dólar con dos *strikes* diferentes. Los datos contables con relevancia para el uso de *hedges* son los siguientes: descalce de monedas de largo y corto plazo, dolarización de la deuda, apalancamiento, razón corriente, descalce de plazos, rotación de ventas sobre activos y stock (Licandro et al., 2014). El monto total de estos elementos recibe el nombre de *patrimonio de cobertura* y su equivalente se comprará en opciones de dólar.

Proponemos como ejemplo una empresa de suplementos alimenticios deportivos, llamada *El Cuerpo*, que posee productos de origen estadounidense.

Paso 1: Entorno económico y matriz FODA modificada

Basado en la situación económica Uruguay de octubre del 2015, se define:

- El nivel de la deuda de las familias y las empresas: 1 (El País)
- La tasa de inflación: 2 (El Observador)
- El nivel de *spreads* bancarios: 0 (no se sabe)
- El flujo de capital extranjero: 0 (no se sabe)
- El nivel de producción de la industria: 2 (El Observador)
- La balanza comercial y cuentas públicas: 2 (El País)
- El nivel de desempleo: -1 (El País)
- Las tendencias fiscales: 1 (Banco Interamericano de Desarrollo, BID)
- La estabilidad política del país: 1 (Banco Mundial)
- Las restricciones a la importación y exportación: 1
- El nivel de salarios: 1 (Banco Mundial)
- Los cambios de tecnología: 0 (no se sabe)
- Los competidores: 2 (no hay)
- Las ventajas: 2 (sin competencia, tendencia mundial)

| 43

Conclusión del paso 1: A pesar de que la economía uruguaya está demostrando señales de sobrecalentamiento, las perspectivas son buenas.

Promedio general: 1. Buenas perspectivas. Necesita un *hedge* menos agresivo o intermedio, que en el mercado financiero recibe el nombre de *bull-market* (mercado optimista). Su opuesto se llama *bear-market*.

Promedio análisis interno (fortaleza): 2. Excelente. Es una empresa sin competencias y bien consolidada alrededor del mundo.

Promedio análisis interno (debilidades): 1. El único revés es la tasa de cambio e inflación.

Promedio análisis externo (oportunidades): 1,5. Sin competencias.

Promedio análisis externo (amenazas): 1. Economía mundial en expansión.

Se aplicarán estos resultados a todas las estrategias posibles del paso 3.

Conclusión del paso 2:

- Se considerará un empresario de perfil moderado con una puntuación de 15 puntos para ejemplificar todas las estrategias posibles del paso 3.
- Esta persona tiene un conocimiento intermediario del mercado financiero y es capaz de realizar operaciones de *hedges* más complejas.

Conclusión del paso 3:

La empresa *El Cuerpo* usará la estrategia *Call* (compra de derivados de dólar) para comprar productos importados (sustracción del monto total de productos nacionales adquiridos menos los productos importados). Por lo tanto, *El Cuerpo* necesita hacer *hedge* contra oscilaciones del cambio de dólar o *quedarse comprado*, según la jerga financiera para esta situación.

Para esta empresa hipotética, se considerará:

1. Reserva de importaciones netas: 5000 dólares.
2. Dolarización de la deuda y apalancamiento: 2000 dólares.
3. Descalce de plazos en general: 1500 dólares.
4. Rotación de ventas sobre activos: 0,5 (ratio de eficiencia). Cuanto más eficiente sea una empresa, más resistente será a la crisis.

El resultado de $(1+2+3)/4$ se llamará *Monto Para Hedge (MPH)* o *patrimonio a ser protegido*. Su total es de 17 mil y corresponde al total de bienes que necesita de *hedge*. No debe ser confundido con el patrimonio total o los activos totales.

44 | El resultado se protegerá como MPH 4250 dólares, que corresponde al 25%, de acuerdo con la metodología usada. Por tratarse de un empresario de productos importados con perfil de riesgo moderado (estrategia *Call*), se usará una estructura de *Bull Call Spread ATM/ATM*, ya que dicho empresario posee conocimientos intermedios del mercado financiero y la economía es favorable.

CONCLUSIONES

Una estrategia de cobertura decente no se puede hacer de forma arbitraria. El tomador de decisiones debe esforzarse en la recopilación de información, en la toma de decisiones y en la selección de herramientas adecuadas (Elaine, 2009).

La situación más preocupante es que el mercado de derivados en Uruguay sigue siendo pequeño a pesar del desarrollo en años recientes. El tamaño del mercado está lejos de lo que es en economías desarrolladas o en las economías líderes de la región (Licandro, 2014).

En este artículo se presentó una breve revisión de los instrumentos de cobertura, de conceptos de teoría económica –sobre todo de ciclos económicos– y de análisis de entorno para ilustrar una estrategia de cobertura adecuada. También se observó que Uruguay puede estar llegando al ápice de una ola de crecimiento económico, lo cual significa un riesgo para el comerciante del país.

Esta técnica simplifica cálculos complejos y los vuelve accesibles a una pequeña empresa. Así, este trabajo propone una forma innovadora para que el empresario de una PYME pueda hacer *hedge* de manera simple y directa.

ÍNDICE DE FUENTES

SECUNDARIAS

Bibliografía

- BANCO HSBC (2015): Recuperado el 22/03/2015. Disponible en: [http://www.hsbc.com.uy/uruguay/internetpub.nsf/AttachmentsByTitle/Cartilla_Productos_Inversiones.pdf/\\$FILE/Cartilla_Productos_Inversiones.pdf](http://www.hsbc.com.uy/uruguay/internetpub.nsf/AttachmentsByTitle/Cartilla_Productos_Inversiones.pdf/$FILE/Cartilla_Productos_Inversiones.pdf)
- BCU (2015): Recuperado el 26/08/2015. Disponible en: <http://www.bcu.gub.uy/Paginas/Default.aspx>
- BID (2014): Las tendencias actuales en la reforma fiscal, recuperado el 09/11/2014. Disponible en: <https://www.oecd.org/tax/tax-global/Session-1-BID.pdf>
- BM (2014a): Recuperado el 06/12/2014. Disponible en: <http://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG> y <http://www.bancomundial.org/es/country/uruguay/overview>
- BM (2014b). Recuperado el 22/08/2015. Disponible en: <http://www.bancomundial.org/es/country/uruguay/overview>
- BLANCHARD, O. (1999). *Macroeconomía: Teoría e política económica*. Rio de Janeiro: Campus.
- BURNS, A.F. & MITCHELL, W.C (1946): *Measuring Business Cycles*. New York: National Bureau of Economic Research.
- CINCO DÍAS (2015): Recuperado el 21/08/2015. Disponible en: http://cincodias.com/cincodias/2015/07/01/economia/1435741614_862892.html
- COMEX HOY (2015): Recuperado el 22/08/2015. Disponible en <http://www.comexhoy.com/restricciones-existenimportacion-en-uruguay>
- DELOITTE (2015): *Latin America economic outlook*. Montevideo: Deloitte.
- EL OBSERVADOR (I) (2015): Recuperado el 20/08/2015. Disponible en: <http://www.elobservador.com.uy/la-industria-registro-la-mayor-caida-del-empleo-ocho-anos-n668101>
- EL OBSERVADOR (II) (2015): Recuperado el 22/08/2015. Disponible en: <http://www.elobservador.com.uy/especialistas-recomiendan-sus-opciones-invertir-2015-n294795>
- EL OBSERVADOR (III) (2015): Recuperado el 22/08/2015. Disponible en: <http://www.elobservador.com.uy/con-plata-ahorrar-el-uruguayo-confirma-su-fama-conservador-n255623>
- EL PAÍS (I) (2015): Recuperado el 03/08/2015. Disponible en: <http://www.elpais.com.uy/economia/noticias/aumento-endeudamiento-morosidad-familias-creditos.html>
- EL PAÍS (II) (2015): Recuperado el 20/08/2015. Disponible en: <http://www.elpais.com.uy/economia/noticias/saldo-balanza-comercial-completa-anos.html>
- EL PAÍS (III) (2015): Recuperado el 21/08/2015. Disponible en: <http://www.elpais.com.uy/economia/noticias/industria-se-estanco-preven-complicado.html>
- El País (IV) (2015): Recuperado el 22/08/2015. Disponible en: <http://www.elpais.com.uy/economia/noticias/empresarios-peores-perspectivas.html>
- EXPANSIÓN (I) (2015): Recuperado el 03/08/2015. Disponible en: <http://www.datosmacro.com/deuda/uruguay>
- EXPANSIÓN (II) (2015): Recuperado el 19/08/2015. Disponible en: <http://www.datosmacro.com/ipc-paises/uruguay>
- FORBES (2012): *5 simple hedges strategies for volatile times*. Recuperado el 19/02/2015. Disponible en: <https://www.forbes.com/sites/thestreet/2012/02/27/5-simple-hedge-strategies-for-volatile-times/>
- HERNÁNDEZ SAMPIERI, R. (1991): *Metodología de la investigación*. México: Mcgraw-hill. ISBN 968-422-931-3
- HURTADO COLL, R. (2008). *Hedge Fund, Expansion*.
- INE (2015): Recuperado el 26/08/2015. Disponible en: <http://www.ine.gub.uy/>
- KYDLAND, F. E. & PRESCOTT, EDWARD, C. (1990): *Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth*. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review, Spring.

- LED (2015): *Inversión extranjera directa en Uruguay*. Montevideo: Siglo XXI.
- LICANDRO, G. (2014): *Uso de derivados em Uruguay*. Montevideo: Uruguay.
- MINISTERIO DE FOMENTO DE ESPAÑA (2015): *Elaboración de un análisis DAFO en organizaciones de transportes*. Recuperado el 26/08/2015. Disponible en: <http://www.fomento.es/NR/rdonlyres/286FB432-2D3C-4596-94B3-1B2D96AF526D/19424/IVA3.pdf>
- MINSKY, H. (1992): *The Financial Instability Hypothesis*. Working Paper Organización?, no.74.
- MITCHELL WESLEY, C. (1927): *Business Cycle and Employment*. National Bureau of Economic Research, p. 5-18.
- Revista Pro-universitaria (2011): *Opciones de inversiones rentables para universitarios*. Montevideo: s/e.
- SCHUMPETER, J. A. (1939): *A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill.
- SOLSONA DÍAZ, A. (1999): *Determinantes del "spread" en las tasas de interés bancarias en el Uruguay*. Montevideo: Editorial?.
- TOPOROWSKI, J. (2007): *Cambridge Journal of Economics*, 2007, 1 of 13 doi: 10.1093/cje/bem059.
- UCAM. Recuperado el 22/08/2015. Disponible en: <http://www.ucam.edu.uy/presentacion/entorno-economico>
- VARELA, F. (2007): *Opciones de inversiones en Uruguay* Montevideo: Editorial?
- XP INVESTIMENTOS (2015): Recuperado el 24/11/2015. Disponible en: <http://www.xpi.com.br/>
- YE-JEN, E. (2009): *The mathematics of hedging*. The University of Texas at Austin.
- YOHAI, W. (2014): *Uruguay: El oro, la deuda y las reservas*. Recuperado el 21/08/2015. Disponible en: <https://docs.google.com/document/d/1GR7mO9oOj2HPU9RoR1rHuwwvPzoZrJwJlt8LSzCc9w/edit?pli=1>
- ZARNOWITZ, V. (1991): *What is a Business Cycle?* NBER Working Papers. No. 13073.
- Zhang, J.J. (2014): *Protect your portfolio with these*. Lugar:? MarketWatch.