

# **PANEL “ORGANIZACIÓN DE MERCADOS FINANCIEROS EN LA REGIÓN” (\*)**

**LUIS OSCAR HERRERA**

## **1. Introducción**

A través de varias décadas, los mercados financieros de la región han debido adaptarse a lidiar con episodios recurrentes de inestabilidad macro, inflación y volatilidad cambiaria. Las respuestas típicas han sido la dolarización de las transacciones financieras, en el caso de Argentina, Bolivia, Uruguay y Perú; o la indización, en el caso de Brasil y Chile. Por dolarización o indización me refiero a las prácticas de denominar los activos y deudas en una unidad de cuenta distinta del dinero de uso corriente y legal, y también puede abarcar la sustitución de la moneda.

Este tipo de prácticas surgen espontáneamente para atenuar los problemas financieros que causa la inestabilidad macroeconómica, pero, a su vez, condicionan la efectividad de las políticas macroeconómicas y pueden ser cruciales para determinar la sustentabilidad o fragilidad de los equilibrios macroeconómicos y financieros.

Considerando que Chile tiene una larga historia de indización salarial y financiera, mi exposición se concentra en las consecuencias de la indización para la implementación de las políticas macroeconómicas y la organización de los mercados financieros. Otros podrán referirse con mayor propiedad a la dolarización y sus consecuencias.

En mi exposición voy a tocar tres puntos:

- Primero, algunos comentarios para ilustrar el grado de extensión de la indización en Chile y su importancia para los mercados financieros

---

(\*) Versión corregida por el autor

- Segundo, examinar los pro's y con's de la indización financiera, sus consecuencias para las políticas macro, y la distribución del riesgo financiero. La comparación se hace respecto de mercados financieros dolarizados o pesificados.
- Tercero, me voy a referir a la estructura de la regulación financiera en Chile respecto a la indización y el riesgo de moneda.

Al final de la exposición, espero poder dejar tres conclusiones:

- Primero, existen buenos argumentos para señalar que, en comparación con la dolarización e incluso la pesificación, la indización financiera distribuye mejor el riesgo macroeconómico entre los ahorristas, los intermediarios financieros y los deudores (las empresas o el gobierno).
- Segundo, las prácticas financieras y de formación de precios son endógenas al régimen de política monetaria y cambiaria que adoptan las autoridades. La flotación del tipo de cambio reduce la dolarización de las deudas y los precios, y un régimen creíble de metas de inflación puede sustituir la dolarización de las expectativas de inflación.
- Tercero, existe un caso para la efectividad de las políticas monetarias y cambiaria en economías emergentes, aún cuando sufran de algunos síntomas del “temor a flotar” de Calvo y Reinhart o del “pecado original” de Hausman.

## 2. Indización Financiera en Chile: La “UF”

El término de indización se puede usar de varias formas. Para evitar confusiones, me voy a referir por el término de indización financiera al uso de cláusulas automáticas de reajuste en los contratos financieros basadas en la evolución de un índice de precios general, como el índice de precios al consumidor o de salarios. Esta es la forma que toma la indización en Chile, y en otros países que también usan extensivamente la indización como Israel, Islandia.

La indización financiera también puede tener una forma distinta. En el caso de Brasil, los contratos financieros están indexados a la evolución de las tasas de interés de corto plazo, que responden a la evolución de la inflación esperada (y a las tasas del Banco Central).

Chile debe ser uno de los países que hace uso más intensivo de mecanismos de indización, y también que lo ha hecho por más tiempo. El uso de cláusulas de indización automática es extendido en el mercado financiero y en muchos otros ámbitos de la vida diaria. Las deudas y los depósitos se reajustan según el IPC, y también lo hacen los salarios, los contratos de arriendo, el valor de las propiedades, las cuotas de los colegios, los impuestos y las pensiones alimenticias. Incluso, hasta el año pasado, la política monetaria también se definía como un objetivo sobre la tasa de interés expresada en la unidad de indización, llamada la UF. Y hasta 1999, la política de banda cambiaria también se establecía respecto de la paridad de la UF, no del peso, respecto del dólar (o la canasta de monedas extranjeras). Sin embargo, en los últimos años la pesificación de la economía se ha extendido, y la indización está en retirada.

#### a. La Unidad de Fomento

El sistema de indización en Chile está anclado a una unidad de cuenta, llamada la Unidad de Fomento. El valor en pesos de esta unidad se reajusta diariamente según la interpolación de la tasa de variación del IPC del mes anterior.

La UF es una moneda fantasma ó virtual. No tiene expresión física, no se transa, ni se guarda, sólo cumple la función de unidad de cuenta que se utiliza para definir valores monetarios con un valor “real” constante.

Esta idea no es nueva. Shiller señala que a fines de la Edad Media y principios del Renacimiento, era común expresar los precios en función de ciertas monedas fantasmas, llamadas “dinero imaginario”, que representaban el contenido ideal de oro o plata contra el cual se expresaban los precios. El estándar de valor era el denario de plata emitido por Carlo Magno a fines del siglo octavo, a pesar de que nadie había visto uno por siglos.

Lo novedoso de la UF, sin embargo, es que su valor no se define en función de un commodity (o una moneda) sino de una canasta representativa

del consumidor medio. Esta es una ventaja importante porque simplifica notablemente el manejo del riesgo entre las partes de un contrato financiero.

La idea tampoco es exclusiva. En años recientes, varios países, principalmente en América Latina, también han introducido unidades equivalentes. Ecuador creó en 1993 la unidad de valor constante. México comenzó a publicar la UDI en 1995. Colombia introdujo la Unidad de Poder Adquisitivo Constante. Uruguay tiene la Unidad Reajutable basada en la variación del índice de salarios, y recientemente a introducido la Unidad de Indización. En otras latitudes, Islandia, Israel y Slovenia también hacen uso intensivo de unidades de indización equivalentes a la UF.

#### b. Indización financiera en Chile

Para tener una idea de la relevancia de la UF en los mercados financieros en Chile vale la pena revisar algunas cifras.

Dentro de la deuda pública doméstica, que corresponde mayoritariamente a deuda emitida por el Banco Central, más del 50% está indizado a la UF. Si se toma la deuda de largo plazo, más de dos tercios está indizado a la UF y el resto está en dólares. El papel más largo tiene vencimiento de 20 años, y los compradores principales son inversionistas institucionales domésticos.

Sin embargo, la fracción de la deuda en UF ha venido cayendo en los últimos años conforme se ha reducido la inflación y se han adoptado nuevos procedimientos para la política monetaria a los que me voy a referir más adelante. Además el Banco Central ha comenzado a emitir pagarés nominales a dos y cinco años plazo.

En el sistema financiero, hasta agosto del año pasado los depósitos en UF representaban cerca del 60% del total, mientras los depósitos en pesos representaban el 30% y restante 10% en dólares. Sin embargo, al igual que la deuda pública, la fracción en UF ha venido disminuyendo y en la actualidad representan el 40% del total, mientras los depósitos en pesos han subido al 50%.

Por el lado de los activos, los créditos financieros en UF representan cerca del 50% del total, mientras los créditos en pesos representan el 30%.

Las colocaciones hipotecarias de largo plazo llegan hasta los 20 años y se realizan casi íntegramente en UF's.

En el sector privado, se ha producido un importante desarrollo del mercado de bonos privados. La flotación cambiaria, la menor abundancia de crédito externo y la disminución de las tasas de interés locales han llevado a las empresas nacionales a buscar recursos en el mercado de capitales doméstico mediante colocaciones de bonos. Estos bonos tienen plazos de madurez que van desde los 4 años hasta los 25 años y en su enorme mayoría son realizados en UF. Los compradores son inversionistas institucionales domésticos (Fondos de Pensiones y Compañías de Seguro Vida).

Incluso, algunos deudores extranjeros han realizado colocaciones en UF, incluyendo al Banco Mundial, Uruguay y empresas privadas.

En la próxima etapa se espera un desarrollo importante del mercado de deuda en pesos, con la emisión de "commercial paper", instrumentos de deuda con una madurez entre uno y tres años.

### **3. Pro's y Con's de la indización financiera**

En esta sección me refiero a las ventajas y desventajas de la indización financiera en comparación con sus alternativas, la dolarización o la nominalización.

Un punto elemental es que la elección del numerario financiero (dólar, peso o UF) es relevante únicamente porque los mercados financieros son incompletos y no permiten cubrir todos los riesgos macroeconómicos a un costo "razonable". De lo contrario, la elección del numerario financiero debiera ser neutral e irrelevante desde el punto de vista del comportamiento de la economía.

El tema se puede examinar desde distintos ángulos: Gestión de la Deuda Pública, Efectividad de la Política Monetaria y Distribución del Riesgo Financiero.

**a. Indización de la Deuda Pública****a.1. Completar el mercado financiero**

Una serie de países desarrollados han incorporado bonos indizados a su estructura de deuda. Este es el caso de UK, EE.UU., Nueva Zelanda, Australia y varios países Europeos. El argumento es que el retorno de los bonos indizados no puede ser replicado por otros activos financiero por lo que el mercado (ie. fondos de pensiones y otros inversionistas de largo plazo) debería pagar un premio por estos bonos.

Sin embargo, la relevancia del argumento queda en entredicho al observar que en la práctica, los papeles indizados se transan con un castigo respecto de los bonos nominales (es decir, se arbitran con una proyección de inflación menor de lo que espera el mercado), y que además, los emisores privados tampoco se han sumado a esta tendencia (a pesar de que por riesgo podría convenirles).

**a.2. Minimizar distorsiones tributarias:**

Otro argumento para emitir obligaciones indizadas se refiere a la minimización de las distorsiones que provocan los impuestos. Para una trayectoria exógena del gasto fiscal, el gobierno debe tratar de igualar el costo marginal de recaudar los distintos impuestos, incluyendo el impuesto inflación, en forma intertemporal y entre los distintos estados de la naturaleza.

Si el gobierno puede emitir obligaciones contingentes (por ejemplo, respecto del PIB, a la recaudación tributaria o a los términos de intercambio), entonces la estrategia óptima es emitir obligaciones contingentes e indizadas, cuyo valor real no se altera por las fluctuaciones no esperadas de la inflación.

Sin embargo, los mercados son incompletos y normalmente no es posible tomar deuda contingente. En este caso, la composición óptima de la deuda depende de la correlación entre los shocks al presupuesto fiscal y el valor de las monedas y las tasas de interés.

La evidencia de largo plazo para EE.UU. y otras economías indica que los períodos de mayor stress sobre el presupuesto fiscal, guerras o crisis mayores, coinciden con períodos de aumento de la inflación, por lo

que se deduce que la deuda nominal sirve de seguro para absorber situaciones de presión fiscal.

Al mismo tiempo, se presume que la indización de la deuda pública probablemente es superior a la dolarización, porque en circunstancias de recesión, cuando caen los ingresos fiscales y aumenta la presión por una política fiscal anticíclica, normalmente el tipo de cambio real se deprecia y la deuda del gobierno aumenta su valor.

Casualmente, el Estado Chileno es superávitaro en moneda extranjera (ie. impuestos del cobre y Reservas Internacionales) por lo que se podría argumentar que una porción mayor de la deuda pública debiera estar dolarizada y no indizada.

### a.3. Credibilidad anti-inflacionaria, compromiso y consistencia temporal

Finalmente, la composición de la deuda pública puede servir como herramienta de compromiso fiscal. El argumento es bien conocido. Si la deuda pública no se puede licuar mediante inflación, entonces la tasa de inflación creíble para el público se reduce, lo que reduce las tasas de interés ex ante y también ex post (si el plan de estabilización es exitoso). Las menores tasas de interés aumentan la probabilidad de éxito de un plan de estabilización.

Desde este punto de vista, la dolarización y la indización de la deuda son estrategias alternativas para lograr el mismo fin. ¿cuál es mejor?. Depende de la estrategia de estabilización monetaria. Si se ancla en una política de cambio fijo, la dolarización de la deuda es más apropiada. Si la estabilización se implementa con metas de inflación o de agregados monetarios y flotación del tipo de cambio, entonces la indización de la deuda resulta más apropiada. Y, por el contrario, la dolarización de la deuda pública implica un sistema más propenso a equilibrios múltiples y crisis de confianza fiscal. En teoría de juegos, la mayor vulnerabilidad refuerza los incentivos a la disciplina fiscal, pero, en la realidad, los procesos políticos no parecen ser tan racionales.

En todo caso, el argumento pro-credibilidad de la indización también se puede dar vuelta. La indización de la deuda puede restar sustento político al objetivo de estabilidad de precios y control de la inflación. Quizás por

esta razón, algunos países (Alemania) se han negado a emitir deuda indizada.

## **b. Política Monetaria y Cambiaria bajo indización.**

### **b.1. Indización y autonomía monetaria**

En los últimos años las circunstancias han llevado a prácticamente todos los países de la región a flotar sus monedas. Sin embargo, la conveniencia de la autonomía monetaria para economías emergentes ha estado en el centro de la discusión, precisamente por la falta de credibilidad endémica de sus políticas y la forma en que se han adaptado sus mercados financieros.

Calvo, Hausman y otros han argumentado que en estas circunstancias la política monetaria puede tener efectos diametralmente opuestos a los que se observan en economías desarrolladas. Ni la política monetaria ni el tipo de cambio serían herramientas efectivas para amortiguar del ciclo económico o calmar situaciones de stress financiero en países emergentes.

Quiero hacer algunos comentarios críticos al respecto. Sin desconocer que el ámbito de influencia de la política monetaria en economías emergentes es más limitado que en economías desarrolladas, por el sólo hecho de ser economías más pequeñas y abiertas, la evidencia no es coherente con este pesimismo estructural. Bajo condiciones apropiadas, la política monetaria y el tipo de cambio pueden cumplir un rol estabilizador que atenúa el ciclo económico sin desanclar las expectativas inflacionarias.

Primero, es bastante obvio que la política monetaria no puede funcionar adecuadamente si los fundamentos que le dan credibilidad no están o no son sustentables en el tiempo. Cualquiera sea el sistema cambiario o monetario, éste sólo puede funcionar si se cumple la lista de pre-requisitos para lograr la estabilidad financiera. Si hay problemas fiscales o financieros pendientes, cualquier sistema tendrá problemas.

Segundo, la mayor parte de los argumentos supone que los países funcionan bajo una “dolarización parcial o completa”. El contexto es distinto cuando los mercados están indizados, porque las consecuencias de las fluctuaciones del tipo de cambio spot sobre la inflación, la deuda

del gobierno o sobre el balance de las empresas e intermediarios financieros son menos dramáticas, lo que permite flotar con mayor libertad y acentúa la capacidad del tipo de cambio para actuar como amortiguador de los shocks macroeconómicos.

Tercero, los parámetros de la economía son endógenos al régimen de política económica. Si las políticas son creíbles, las conductas reales y financieras cambian. Los comentarios relativos al “temor a la flotación” son fatalistas. Los balances y los contratos se adaptan a la flotación cambiaria y, si hay bases sólidas, las expectativas se reanclan en otras variables (metas de inflación).

Las políticas de los nuevos “flotadores” para atenuar las fluctuaciones del tipo de cambio deben entenderse en el contexto de una salida gradual o precipitada de regímenes de tipo de cambio rígido. La revisión de expectativas produce ajustes significativos de cartera y “overshooting” cambiario, que inicialmente es eficiente atenuar con política de reservas internacionales y/o tasas de interés. Sin embargo, a medida que el régimen se consolida y cambian las prácticas, la economía puede flotar más libremente y aumenta la efectividad de la política monetaria.

Algunos ejemplos. Primero, el menor coeficiente de traspaso de tipo de cambio a inflación que se observa en diversos países que han adoptado regímenes de tipo de cambio flotante y metas de inflación: Brasil, Israel, México, Colombia y Chile. En todos estos casos, las proyecciones iniciales sobreestimaron el impacto inflacionario de los movimientos del tipo de cambio. Y si bien esto se puede atribuir a la brecha de producto o el desempleo, el punto no cambia, porque no sólo importa el tipo de cambio para la inflación. Es probable que esta reducción del coeficiente de traspaso se acentuará en el tiempo.

Segundo, los descalces cambiarios y la dolarización de las deudas son endógenos al régimen cambiario. Bajo tipo de cambio fijo, los riesgos de tipo de cambio real o de quiebras en el sistema pueden ser ignorados. Los experimentos psicológicos muestran que los individuos normalmente tienden a sobreponderar su experiencia más reciente, e ignorar los riesgos latentes o de baja probabilidad pero alto impacto. La explicación racional es que los deudores y prestamistas actúan bajo el supuesto de una garantía al riesgo cambiario lo que promueve “moral hazard”. En Chile, como preparación a la flotación cambiaria y posteriormente, el Banco Central,

la SVS y la SBIF modernizaron sus regulaciones relativas al riesgo de moneda.

Bajo flotación cambiaria, los riesgos de moneda y de tipo de cambio real son más visibles y los descalces cambiarios se cierran. A su vez, las prácticas financieras más prudentes atenúan los efectos contractivos de las depreciaciones cambiarias sobre la demanda interna, y quedan sus efectos expansivos sobre las exportaciones netas.

Tercero, en la coyuntura reciente, en el contexto de la desaceleración de la economía mundial y la reducción de los riesgos inflacionarios, varios de los países de la región, México, Chile, y, en menor medida, Brasil, han movido su política monetaria en una dirección más expansiva, a pesar de la depreciación de sus respectivas monedas.

#### b.2. Indización financiera y salarial:

Si bien la efectividad de la política monetaria aumenta bajo prácticas de indización financiera, al mismo tiempo es intuitivo que también puede llevar a mayor indización de salarios y precios finales. Este tema no ha sido abordado muy extensivamente en la literatura macroeconómica, con la excepción de un paper de Guidotti (1993), pero parece intuitivo que si el capital de trabajo de la empresa y todos sus activos y pasivos financieros se reajustan según la unidad de indización, las empresas buscarán minimizar su riesgo a través de negociar sus precios de venta y costos de producción en la misma unidad de cuenta.

La indización de precios y salarios puede ser costosa macroeconómicamente, Aumenta el grado de inercia inflacionaria y la rigidez de precios relativos. La estabilización de la inflación es más lenta y costosa, en comparación con situaciones en que los precios nominales son rígidos o en que los precios están dolarizados. Esta inercia puede reducir las probabilidades de éxito de un plan de estabilización de la inflación, porque aumenta los costos de empleo y producto que se pagan “up-front” y retarda los beneficios de reducción de la inflación que se reciben después. Este perfil puede ser muy poco atractivo políticamente.

A su vez, la respuesta de la economía frente a shocks reales, como una caída de los términos de intercambio, puede ser más profunda y

persistente, porque los salarios reales se rigidizan. Pero la situación puede ser peor aún bajo dolarización.

### b.3. Aspectos operativos de la política monetaria:

Un aspecto peculiar de las políticas del Banco Central de Chile es que éstas asumieron plenamente la indización. Hasta agosto del año pasado, la política monetaria se fijaba como un objetivo instrumental para la tasa de interés medida en UF, es decir el premio sobre la variación de la UF. Y hasta septiembre de 1999, el punto de referencia de la banda cambiaria, era la paridad UF/dólar, el tipo de cambio real, y no la paridad peso/dólar.

La fijación de un objetivo instrumental sobre la tasa en UF era, hasta cierto punto, equivalente a establecer un objetivo sobre la tasa real de interés. Pero es importante notar que este objetivo no era desestabilizador porque la política monetaria del Banco Central estuvo orientada al control de variables nominales, como la inflación.

El objetivo de tipo de cambio real, en cambio, sí podía ser desestabilizador, en la medida que no permitía la adecuación de los precios relativos. En la práctica esto significó que la banda cambiaria debió ajustarse y quebrarse en múltiples ocasiones.

En un contexto de inflación alta y variable, la fijación de la tasa de interés en UF permitió entregar una señal de costo del crédito más transparente y fácil de entender y procesar para los empresarios y los consumidores, e independiente de las fluctuaciones que experimentaba la inflación o de la credibilidad de las metas del Banco Central. Los cálculos financieros podían realizarse independientemente de la inflación esperada para el período.

El objetivo de tasa de política monetaria en UF también ayudó a estabilizar los precios de activos en UF, lo que promovió su utilización extensiva en activos financieros desde los tres meses. Al mismo tiempo, las tasas nominales en pesos se hicieron muy volátiles, porque absorbían todas las fluctuaciones mensuales de la inflación, lo que llevó a reducir la utilización de activos en pesos incluso en plazos cortos.

Sin embargo, conforme la inflación bajó y el esquema formal de metas de inflación se consolidó, el ratio de beneficio a costo de la fijación de la tasa de política monetaria en UF disminuyó.

Primero, los shocks transitorios sobre el IPC (ie. shocks sobre el precio de los combustibles o del tipo de cambio y los bienes transables o tarifas indizadas al tipo de cambio) se transmitían automáticamente a las tasas de interés nominales, a los agregados monetarios y el tipo de cambio, y en ocasiones, se podían producir efectos distorsionadores sobre la transmisión de la política monetaria. Por ejemplo, entre 1999 y 2000 la depreciación del tipo de cambio y el shock en el precio de los combustibles indujo un aumento transitorio de la inflación y las tasas de interés nominales, pero no de las expectativas inflacionarias, por lo que la política monetaria se hizo más restrictiva de lo necesario, en circunstancias que la demanda no repuntaba.

Segundo, en un entorno de inflación baja, tasas de interés bajas y recesión, es más probable que se produzcan variaciones negativas de la inflación que se transmiten como una reducción de la tasa de interés nominal. De haber continuado esta regla, el Banco Central habría tenido que colocar la tasa nominal en cero durante los últimos meses, o incluso negativa, lo que no era posible.

Por estas razones, en agosto del año pasado la política monetaria abandonó su objetivo de tasa en UF y pasó a fijarlo en términos de una tasa de interés nominal, como la mayor parte de los Bancos Centrales en el mundo.

Este cambio operativo ha tenido cambios relevantes sobre la estructura de los mercados de corto plazo entre pesos y UF. Anteriormente el mercado castigaba los papeles de corto plazo nominales, mientras que en la actualidad castiga los pagarés reajustables en UF. Esta situación ha llevado a una pesificación de las operaciones bancarias y de la deuda del Banco Central en los plazos hasta dos años. Esto muestra que las prácticas financieras son endógenas a las políticas macro.

### **c. Indización de los contratos financieros**

Dado que los mercados financieros son incompletos, por lo que no se puede transar y transferir todos los riesgos. La distribución del riesgo

financiero de shock macroeconómicos parece ser mucho mejor cuando se usa el IPC o cualquier otro índice amplio de precios como referencia de los contratos que cuando la economía está dolarizada.

Para el consumidor representativo, los activos indizados al IPC representan la canasta de mínimo riesgo por el lado del consumo. Sin embargo, por el lado de los pasivos puede haber un riesgo de descalce con las remuneraciones.

Para la empresa “representativa”, quizás sería mejor el deflactor del producto o el IPM, pero bajo condiciones normales las diferencias tampoco son muy importantes.

Islandia ha experimentado a lo largo de las últimas cuatro décadas con varias definiciones de índices de precios, incluyendo promedios ponderados entre el IPC, el índice de las remuneraciones y el costo de la inversión. Finalmente por razones de oportunidad y confiabilidad utiliza sólo el IPC. En cualquier caso, no es conveniente intentar usar múltiples índices para los contratos o la deuda, porque la liquidez es escasa y debe concentrarse en pocos mercados.

La dolarización, en cambio, limita el desarrollo de la intermediación financiera porque los bancos deben prestar descalzados en moneda o bien sus clientes están descalzados, por lo que el riesgo de moneda se transforma en riesgo de crédito. Y dado que existen límites, entonces una mayor parte del ahorro financiero se deposita afuera, es canalizado por los propios bancos como inversiones en el exterior, o es requerido por las autoridades para ser encajado.

#### **4. Regulaciones financieras relativas a la composición de moneda**

Finalmente, me voy a referir a la regulación financiera y su relación con la indización del mercado doméstico y el riesgo de moneda.

El origen de la indización y la UF se remonta a la necesidad en la década de los 60 de evadir ciertas limitaciones a la política de tasas de interés nominal que en un entorno inflacionario significaban una tasa real negativa y un desincentivo al ahorro financiero.

Posteriormente, en la década de los ochenta, luego de la crisis de la deuda externa y de la banca a principios de los ochenta, se reimpusieron una serie de controles y regulaciones a la balanza de pagos destinados a controlar la salida de capitales. Estas restricciones se removieron progresivamente en la década de los 90 en el contexto de una mayor abundancia de capital externo, y, en la actualidad no existen limitaciones, salvo los límites prudenciales que se describen a continuación.

En el caso de los bancos, el Banco Central tiene facultad para determinar las unidades válidas de denominación de contratos y reajustabilidad financiera. Estas normas son las que dan validez legal a la UF como unidad de cuenta financiera.

La normativa de calces y riesgo financiero del Banco Central establece que el valor absoluto de la posición neta en moneda extranjera de un banco no puede exceder del 20% de su patrimonio efectivo, según Basilea. En el caso de los activos en moneda nacional, la posición neta en activos reajustables no puede exceder de cuatro veces el capital.

Además existen algunas regulaciones específicas sobre la denominación de moneda de los depósitos o los créditos individuales. Los créditos hipotecarios para vivienda no pueden pactarse en moneda extranjera, y sólo pueden hacerlo en moneda nacional o en alguna unidad de reajustabilidad relacionada con el IPC. Los depósitos a menos de tres meses deben realizarse en moneda nacional o extranjera, pero no indizado.

En relación al riesgo de descalces cambiarios a nivel de clientes, las instituciones financieras deben constituir provisiones obligatorias para todas las operaciones mayores de crédito y las normas de la SBIF señalan expresamente que deben tomar en cuenta los riesgos financieros al que están sometidos los deudores por efecto de los descalces entre la denominación de su deuda y sus activos o flujos. La evaluación de esta situación queda a discreción de las propias instituciones financieras y no es parte de los límites de riesgo financiero, sino de riesgo de cartera, provisiones y capital.

En el caso de los Fondos de Pensiones, las comparaciones de rendimientos se establecen respecto de la rentabilidad sobre la variación de la UF, por lo tanto esta unidad representa el activo sin riesgo. Lo mismo

las Compañías de Seguro de Vida, que emiten pensiones vitalicias indizadas a la UF.

Respecto a la exposición a riesgo cambiario, los límites de inversión de los Fondos de Pensiones en el extranjero han ido aumentando en el tiempo. En la actualidad equivalen al 20% de los Fondos de Pensiones y en el plazo de los próximos 18 meses podrían incrementarse hasta 35%. Al mismo tiempo, la normativa pone límites al grado de exposición máxima del Fondo de Pensiones al riesgo de moneda extranjera. El límite varía según el tipo de fondos, más liberal para los Fondos más riesgosos, pero en el agregado la normativa actual establece que no más de un 18% de los Fondos de Pensiones puede estar sujeto a riesgo de moneda extranjera, y que en regimen este límite alcanzará al 20%.

En el caso de las Sociedades Anónimas, la SVS requiere incorporar dentro de los balances y análisis razonados de la rentabilidad de la compañía, la información relativa al grado de exposición a los riesgos de mercado, incluyendo tasas de interés, precio de materias primas y moneda, y a las políticas que desarrollan las empresas para mitigar estos riesgos.

## 5. Conclusiones

Al final de la exposición, quiero repetir las tres conclusiones principales:

- Primero, existen buenos argumentos para señalar que, en comparación con la dolarización e incluso la pesificación, la indización financiera distribuye mejor el riesgo macroeconómico entre los ahorristas, los intermediarios financieros y los deudores (las empresas o el gobierno).
- Segundo, las prácticas financieras y de formación de precios son endógenas al regimen de política monetaria y cambiaria que adoptan las autoridades. La flotación del tipo de cambio reduce la dolarización de las deudas y los precios, y un regimen creíble de metas de inflación puede sustituir la dolarización de las expectativas de inflación.

- Tercero, existe un caso para la efectividad de las políticas monetarias y cambiaria en economías emergentes, aún cuando sufran de algunos síntomas del “temor a flotar” de Calvo y Reinhart o del “pecado original” de Hausman.

Pero quizás lo más importante, es que cualquiera sea el sistema cambiario o monetario, éste sólo puede funcionar si se cumple la lista de pre-requisitos para lograr la estabilidad financiera y macroeconómica. Si hay problemas fiscales o financieros pendientes, cualquier sistema tendrá problemas. Lo fundamental es implementar todas las reformas necesarias para devolver credibilidad a la moneda, a las cuentas fiscales y al sistema financiero. Este es un camino difícil con idas y venidas, por lo que mientras se reconstruye la credibilidad monetaria, la discusión sobre la forma de organización de los mercados financieros es interesante y en algunos casos determinante para los resultados.

#### **Referencias:**

*Indexation, Inflation and Monetary Policy, 2002*, ed. Fernando Lefort y Klaus Schmidt-Hebbel, Series on Central Banking, Analysis and Economic Policies, Banco Central de Chile.