

UNA ESTRATEGIA PARA ENFRENTAR LOS PERJUICIOS DE LA DOLARIZACIÓN

“I think one has to recognize that there is a social cost to excessive dollarization. ..I think that what countries have to begin to do is to explore alternative ways of de-dollarizing gradually. Probably the most important kinds of vehicles for doing that have to do with a combination of taxation, information and regulation”.

Joseph Stiglitz

Premio Nobel de Economía 2001

11 de noviembre de 2001, Entrevista de Radio el Espectador.

GERARDO LICANDRO
JOSÉ ANTONIO LICANDRO

1. INTRODUCCIÓN

Una de las consecuencias más evidentes que se derivan del fenómeno de la dolarización de activos es la pérdida de capacidad para hacer política monetaria, puesto que el canal de la demanda agregada ya no es un vehículo que pueda ser piloteado por el banco central mediante el manejo de la tasa de interés en moneda nacional. Sin embargo, esta especie de “ineficacia” de la política monetaria no es el único mal que se deriva de la dolarización. Efectivamente, se genera otra dificultad que está en el seno de la actividad de intermediación y que podemos denominar *fragilidad financiera*, vinculada a los cambios bruscos del tipo de cambio real.

La realidad uruguaya a partir de la crisis de 2002 es elocuente en la ilustración de este punto. Los agentes que tienen sus ingresos atados a la moneda doméstica pero tienen sus deudas en moneda extranjera, comienzan a sufrir los efectos de dicha depreciación. De este modo, cuando la relación

Las opiniones vertidas en el presente trabajo son de responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen la posición institucional del Banco Central del Uruguay.

ingreso-dólar se deteriora, la carga del endeudamiento se hace cada vez más pesada, cuando no insostenible. Un shock de esta naturaleza puede catalogarse como un hecho catastrófico, en la medida que haga desaparecer buena parte del capital existente y signifique, consecuentemente, una caída en escalón del nivel de producto. Este fenómeno se amplifica toda vez que la insolvencia de los deudores se transforma en un problema para el sistema de pagos, con sus consecuencias en materia de crisis bancaria y los costos fiscales que se le asocian, por lo que el hecho catastrófico suele agregar insolvencia fiscal y reducción del crecimiento de mediano plazo. Sin embargo, nuestra sociedad parece sufrir el problema con un alarmante sentido de resignación. Parece que no hay mucho para hacer en este campo pues se entiende generalmente que el proceso de dolarización es irreversible. Ello nos mantiene siempre expuestos a las consecuencias de algo que puede ocurrir bajo ciertas circunstancias: una gran devaluación real como la que ocurrió a fines de 1982 y mediados de 2002.

Este documento tiene por objeto echar luz sobre algunos de los temas vinculados al fenómeno de la dolarización de activos. Se enfatiza que es deseable y posible llevar adelante una estrategia de desdolarización que reduzca la fragilidad financiera y potencie el desarrollo para el largo plazo. En ese sentido, abonamos la idea de que algunos de los componentes básicos de la red de seguridad del sistema financiero presentan debilidades de diseño, que disuadieron a banqueros y tomadores de créditos de tomar en cuenta los peligros de la dolarización. Finalmente, señalamos el rol que el Estado puede asumir en la construcción de una unidad de cuenta que sea efectivamente una alternativa al dólar como la unidad indexada a IPC (UI).

2. DOLARIZACIÓN Y FRAGILIDAD FINANCIERA¹

La fragilidad financiera ocasionada por la dolarización está referida a aquellos deudores que, teniendo sus ingresos mayoritariamente vinculados a la actividad doméstica, toman sus deudas en moneda extranjera.

Ejemplifiquemos el punto considerando a un individuo que financia en dólares un proyecto de inversión que está destinado al mercado

¹ Esta sección se basa en Gerardo Licandro y José Antonio Licandro (2003) "Building the Dedollarization Agenda: Lessons From the Uruguayan Case." Mimeo BCU.

doméstico. En la medida que el Valor Actualizado Neto (VAN) del proyecto sea positivo, dicho individuo estará dispuesto a pedir prestado y el banco estará en condiciones de resarcirse del préstamo en las condiciones originalmente pactadas. Ahora, ello ocurrirá siempre y cuando la relación entre el precio del bien que vende (vinculado al mercado doméstico) y el precio del tipo de cambio (moneda en la que contrata su deuda) varíe dentro de ciertos límites.

A medida que el tipo de cambio comienza a evolucionar por encima del precio del bien el VAN del proyecto comienza a descender, puesto que el peso del endeudamiento es relativamente mayor que los ingresos que obtiene por su negocio. Incluso, a partir de determinada devaluación “real”, el proyecto se vuelve inviable y el individuo no podrá hacer frente a las obligaciones del crédito que ha obtenido. He ahí *la fragilidad financiera*, puesto que la evolución del tipo de cambio real (TCR) no afectaría la viabilidad del proyecto (y consecuentemente del crédito) si la deuda hubiera sido denominada en moneda nacional². Además, conviene recordar que la evolución del TCR está determinada por aspectos macroeconómicos, los que no están bajo el dominio de los agentes que participan en el contrato, y que economías pequeñas y abiertas como la uruguayana suelen estar sujetas a *shocks* exógenos que afectan de manera importante su valor de equilibrio.

En esencia, una economía sin alternativas válidas al crédito en dólares expone a este tipo de agentes a quedar insolventes en caso de una devaluación real lo suficientemente grande. Asimismo, cuanto más generalizado es el fenómeno, mayor es el riesgo de que se transforme el problema en algo sistémico. Es necesario resaltar este aspecto, pues economías que han sufrido procesos inflacionarios y de represión financiera similares al uruguayano, sin embargo, encontraron alternativas para el desarrollo del mercado de ahorro y crédito distintas al dólar, tal como ha sido el caso de Chile con la Unidad de Fomento³.

Es necesario agregar que la fragilidad financiera no se limita únicamente a la intermediación financiera tradicional. En particular, resulta

2 Puede argumentarse que si la deuda es en moneda nacional el financiamiento es más caro porque la tasa incorporaría la devaluación esperada. Eso podría ser cierto, pero nunca expondría la viabilidad del proyecto a una devaluación real inesperada. De ahí que la fragilidad financiera no exista en este caso.

3 De hecho, la UI que se está impulsando en nuestro país está inspirada en la Unidad de Fomento (UF) chilena, ligada al IPC de aquel país y con liquidación diaria.

de interés analizar cómo se ve afectado el nuevo sistema previsional. Lo primero a señalar es que la moneda natural de ahorro de los Fondos de Ahorro Previsional (FAP) es la UI. En efecto, como los fondos se acumulan con el objeto de financiar pensiones que se utilizarán para satisfacer las necesidades de consumo de los individuos que se retiran, ahorrar en moneda extranjera expone a los futuros jubilados a asumir riesgos en cuanto a apreciaciones inesperadas del TCR, pues quien tenga sus ahorros en dólares tendrá menos capacidad de consumo si el TCR se aprecia fuertemente. De todos modos esta situación hace perder bienestar en el caso contrario al planteado para un deudor en dólares, por lo que la fragilidad financiera no tiene las mismas connotaciones que en el caso del sistema de intermediación. Sin embargo, es necesario pensar qué sucederá con las empresas de seguros que tengan que servir las rentas perpetuas cuando los individuos que hoy ahorran en los FAP cumplan con las condiciones para retirarse. En ese momento, la empresa de seguros se comprometerá a servir una pensión vitalicia denominada en UR (lo que constituye su pasivo) pero, de mantenerse el alto grado de dolarización actual, estará obligada a mantener sus activos en dólares. Eso hace que la fragilidad financiera en este sector también genere posibilidad de incumplimientos, tal como ya se señaló en el sector de intermediación. Lo novedoso es que, en este caso, la insolvencia se dará cuando la economía enfrente una apreciación fuerte e inesperada, al contrario que con la intermediación financiera.

Lo anterior implica que la fragilidad financiera actuará de manera simétrica ante *shocks* inesperados de TCR una vez que el nuevo sistema previsional madure. Cuando esos *shocks* signifiquen depreciaciones fuertes, serán los deudores de los bancos y los bancos en sí mismos los que tendrán problemas. Cuando los *shocks* signifiquen apreciaciones importantes, serán las empresas de seguros que paguen pensiones por el nuevo sistema las que estarán en dificultades. SI el gobierno asegura la insolvencia de bancos (depositantes) y empresas de seguros (jubilados), en ambos casos las cuentas fiscales sufrirán las consecuencias.

El Estado uruguayo es el paradigma de este tipo de fragilidad financiera, pues obtiene sus ingresos principalmente del mercado doméstico, mientras que su deuda está dolarizada. Para agravar su situación, cuando se da una crisis generalizada como la que vivimos en 1982 y 2002, hay un aumento sustancial de las demandas de grupos de presión para que sus pérdidas sean socializadas. De esta manera, el Estado está doblemente

expuesto a las correcciones abruptas del tipo de cambio real. Por un lado, por su propio descalce de monedas entre ingresos y deuda y, por otro, por la socialización de los descalces de otros sectores, como típicamente ha sido el caso del Agro y los depositantes del Sistema Financiero.

3. LA RED DE SEGURIDAD Y LA DOLARIZACIÓN

Cabe ahora hacerse las siguientes preguntas:

¿Cuáles son las razones que llevan a este tipo de problemas? ¿Por qué los bancos prefieren prestar en dólares y asumir el riesgo? ¿Por qué los tomadores de crédito vinculados al sector no transable están dispuestos a tomar ese riesgo en lugar de endeudarse en pesos? Más aún: ¿porqué los depositantes están dispuestos a ahorrar en dólares en bancos que podrían llegar a quebrar?

Tener respuestas adecuadas a estas preguntas permite diseñar una estrategia acorde, en caso de que se desee tratar de enfrentar este problema. Como la fragilidad financiera a que hacemos referencia está indisolublemente ligada al funcionamiento del sistema financiero, es también necesario preguntarse si existe alguna estrategia a seguir en materia de regulación prudencial que permita enfrentarlo. La respuesta que se ensaya en este documento apunta en ese sentido. En efecto, dado que tanto las normas de capitalización, previsionamiento y requerimientos de liquidez pueden alterar el costo relativo de dichas decisiones, es claro que el concepto de *neutralidad por monedas* en estos campos puede resultar inapropiado, lo que abre la posibilidad para incidir sobre la fragilidad mediante el diseño adecuado de la red de seguridad (regulación prudencial, prestamista de última instancia y seguro de depósitos).

De la experiencia traumatizante derivada de la crisis de 1982 se aprendieron varias cosas. Entre ellas, que la regulación del sistema financiero debía propender a mantener la solvencia del sistema. Con ese fin el país se adhirió a los principios elaborados en Basilea, obligando a los bancos a mantener ratios de capital ajustados por riesgo, a realizar provisiones por incobrabilidad, a calificar las carteras de préstamos, etc. En particular, referido a tema de la dolarización, el BCU puso límites claros a la posición de moneda de los bancos, justamente con la finalidad

de que no estuvieran severamente expuestos al riesgo cambiario.⁴ Sin embargo, esta reglamentación no logró eliminar dicha exposición puesto que los bancos reaccionaron dolarizando más los créditos. De este modo, si bien el riesgo cambiario desaparecía de las hojas de balance de los bancos al tener éstos cerrada su posición de monedas, el mismo se transfería a los tomadores de crédito, tal como se explicó antes, transformándose en riesgo crediticio.

(a) Normas de capital, previsiones y seguro de depósito

Hoy en día los requisitos de capital y provisionamiento no discriminan por monedas, de manera que un crédito a un agente vinculado al sector no transable impone los mismos ratios de capital y provisionamiento, independientemente de la moneda en la que se pacte el crédito. Si bien es cierto que el banco debería en cada caso analizar dicho riesgo, incluyendo en el mismo la probabilidad de que una depreciación repentina del TCR deje insolvente a su cliente, no parece ser ésta la regla. Un ejemplo claro de esta situación se observa en la política de tasas de interés de los bancos para con los créditos al consumo, donde parece penalizarse el crédito en moneda nacional con los diferenciales de tasas⁵, cuando la lógica indicaría que la exposición a la fragilidad financiera debería conducir a los bancos a hacer exactamente lo contrario. Lo anterior conduce a pensar que los riesgos de contraparte no están debidamente previstos, y ello derivaría en una baja capitalización de los bancos (ya sea vía requisitos de capital mínimo como vía fondo de previsiones).

¿por qué los bancos no internalizan los costos derivados de dicha fragilidad? Una respuesta posible es pensar que ello sucede debido a que existen reglas de juego no escritas en el funcionamiento del sistema que ponen a los bancos a buen resguardo de este riesgo.

4 La excepción a este criterio fue el Banco Hipotecario del Uruguay, quién, afectado por una conducción proclive a la toma de riesgos, gozó de una inadecuada supervisión en este campo, a nuestro criterio derivada de la falta de autonomía política del regulador para con un banco de propiedad estatal. La pérdida que experimentó dicho banco en 2002 (US\$ 1.100 millones) encuentra su mayor explicación en el descalce entre sus obligaciones en dólares y sus derechos en Unidades Reajustables (UR).

5 Cabe recordar que en estos segmentos de crédito el diferencial de tasas entre moneda nacional y extranjera excede largamente la devaluación esperada, al menos la que los bancos sí están dispuestos a pagar cuando captan depósitos.

Por un lado, la presencia de una garantía de depósito implícita, como la existente en Uruguay hasta 2002 (ilimitada y sin costo), favorece el comportamiento riesgoso de los banqueros, por lo que la menor predisposición a valorar bien los riesgos incluye este aspecto que denominamos fragilidad financiera del deudor, así como los demás típicos de la actividad. Por otra parte, la historia pasada signada por los paquetes de salvataje de bancos que devinieron de la gran depreciación de fines de 1982 operó incentivando el riesgo moral, pues muchos agentes podían pensar que en caso de una gran depreciación de la moneda el Estado actuaría de igual modo⁶.

De cualquier manera, para los riesgos de crédito más tradicionales, las normas de capital a la Basilea actúan mitigando el riesgo moral, pues penalizan al banco obligándolo a una mayor capitalización cuando los créditos son más riesgosos (básicamente observando el tipo de deudor). Algo similar ocurre con las normas de previsionamiento. Sin embargo, las normas no hacen la misma discriminación en función de la exposición a la denominada fragilidad financiera, pues no obligan a los bancos a disponer de más capital en función de este riesgo⁷, por lo que en este campo no se lo mitiga adecuadamente.

Los problemas *ex ante* que definíamos en los párrafos anteriores pueden devenir en situaciones inmanejables *ex post*. Si sucede el hecho catastrófico, los bancos no estarán bien pertrechados para esa eventualidad, por lo que probablemente no podrán hacer frente a la situación, requiriendo de la intervención del estado para salvaguardar el sistema de pagos y los depósitos. Esto es exactamente lo que el proceso de reestructura bancaria de 2002 confirmó con la retasación de las carteras de los bancos liquidados: el valor efectivo de los créditos cae a causa de la inhabilidad de los deudores de cumplir con sus obligaciones en los términos en los que estaban pactadas originalmente.

Estas razones nos hacen concluir que es necesario diseñar las normas de capital de modo que el riesgo asociado a esta fragilidad financiera sea

6 Recientemente, las refinanciaciones de la cartera del BHU, la refinanciación del agro para los créditos del BROU y los bancos gestionados, así como las amnistías tributarias, son indicios de que el Estado se muestra aún proclive a este tipo de comportamiento.

7 Es necesario tener en cuenta que los acuerdos de Basilea se hicieron pensando, fundamentalmente, en la realidad de las economías desarrolladas en las cuales el fenómeno de la dolarización es virtualmente intrascendente.

prevenido adecuadamente. Ello implica requisitos de capital diferenciados cuando las colocaciones a determinados clientes (los expuestos a dicho riesgo) sean en moneda nacional o moneda extranjera. Ese mecanismo genera, por una parte, incentivos adecuados para que los bancos internalicen los costos⁸, lo que redundaría naturalmente en una disminución del grado de dolarización. Por otro, para las operaciones que aún se sigan realizando en dólares, los bancos estarán más capitalizados para enfrentar la ocurrencia eventual del hecho catastrófico, lo que reduciría la necesidad de una intervención estatal y sus costos asociados.

Sin perjuicio de lo anterior, el seguro de depósitos, que es una pieza clave en la red de seguridad del sistema financiero, debería evolucionar hacia uno explícito que permitiera internalizar a los agentes intervinientes parte de los costos de la asunción de riesgos excesivos. Las recomendaciones vienen por el lado de establecer un seguro parcial (fijando montos máximos asegurados) y la creación de un fondo al que los bancos deben aportar mediante el pago de una prima, la que debe estar debidamente ajustada por riesgo. Estos mecanismos ayudan a mitigar el comportamiento riesgoso, tanto por parte de los bancos como por parte de los grandes depositantes, y en este marco podría explorarse la posibilidad de discriminar por monedas. Por ejemplo, fijando topes mayores para depósitos en moneda nacional y primas superiores para operaciones en moneda extranjera. Si bien es posible que estas regulaciones puedan encarecer el crédito en dólares en el corto plazo, sin lugar a dudas mejoran la solvencia del sistema y aumentan su potencial de contribución al desarrollo nacional. Esta solvencia es particularmente importante para países como Uruguay donde los conflictos de propiedad tienen dificultades de resolución en el sistema judicial.⁹

(b) Prestamista de última instancia y normas de liquidez

En Uruguay las normas de encaje se han diseñado también basándose en un criterio de neutralidad por monedas. Salvo algunas diferencias, los

8 Si existiera una normativa diferencial los bancos que presten aún en dólares a clientes expuestos a la fragilidad financiera deberán estar más capitalizados. Asimismo, este mayor costo debería redundar en una reducción del diferencial de tasas entre los préstamos en pesos y en dólares, lo que también genera incentivos en los tomadores de crédito para endeudarse en pesos.

9 La ley 17613 del 27/12/2002 prevé la creación de una Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario. En abril de 2003 este organismo todavía no había sido creado.

requisitos de liquidez para moneda local y extranjera han sido, históricamente, bastante parecidos.¹⁰ Sin embargo, en caso de requerir asistencia de liquidez, el costo para el Banco Central (*Lender of Last Resort* en este caso) no es simétrico, pues dar asistencia en moneda nacional es más barato que dar asistencia en moneda extranjera. La crisis de 2002 nos demuestra que hay situaciones en las cuales es imposible dar asistencia en moneda extranjera, mientras que siempre es posible hacerlo en moneda nacional.

De lo anterior se desprende que hacerle internalizar los costos de la dolarización a los banqueros mediante diferenciales en las normas de capitalización/previsión y las de liquidez, conducirá a reducir el nivel deseado de dolarización por unidad de crédito. Asimismo, en la medida que dichos costos se reflejen en las tasas de interés, tanto activas como pasivas, ello debería conducir a que deudores y depositantes también se sientan dispuestos a realizar sus operaciones en moneda nacional, todo lo que ayudaría a reducir el grado de dolarización y sus riesgos.

En última instancia, el porcentaje de cartera que se mantuviere en moneda extranjera estaría mejor cubierto desde el punto de vista prudencial, pues los bancos que decidieran seguir captando y prestando en dólares tendrían mayores niveles de capitalización y liquidez para enfrentar las adversidades.

4. LA RED DE SEGURIDAD Y LA UNIDAD INDEXADA

Las medidas antes expuestas en materia de regulación no harán más que apuntalar la estrategia de recreación del mercado en moneda nacional que se está promoviendo con la creación de la unidad indexada (UI).

Por lo tanto, una estrategia de estas características tiene que estar acompañada con el fomento de la UI, pues para que los portafolios de los agentes se desdolaricen es necesario generar una alternativa en moneda nacional que pueda competir con el dólar.

¹⁰ Durante la crisis de 2002 y para evitar aumentos fuertes de la cantidad de dinero, se aumentaron los encajes en moneda nacional muy por encima de los encajes en moneda extranjera.

Cabe preguntarse si la experiencia fallida de la UR no invalida una propuesta de estas características. Para contestar adecuadamente a la pregunta es preciso entender el porqué del fracaso de la UR. Cabe recordar que el mercado de títulos en UR tuvo su auge con la Obligaciones Hipotecarias Reajustables (OHR) en la década de los años 70, pero que dichos títulos fueron heridos de muerte por la manera en que el propio BHU manejó la fórmula de reajuste. Además, la UR tiene una propiedad muy negativa para el ahorrista: su rendimiento es bajo cuando el ahorrista más lo necesita. En efecto, el salario real cae en períodos de crisis, por lo que un agente que colocara su portafolio en UR concentraría todo su riesgo, lo que explica la falta de desarrollo de la UR fuera del mercado estatal de vivienda.

La UI por su parte, es la unidad natural de ahorro de los agentes domésticos, particularmente de las AFAP. Para apreciar este hecho es necesario responder a la pregunta de ¿porqué ahorramos?. Ahorramos para garantizar consumo futuro. No para garantizar salarios futuros cuyo poder de compra es incierto. Las propias AFAP, conscientes de este tema, habían planteado la creación de la UI reiteradamente antes de su aparición oficial en julio de 2002. En forma adicional, el IPC puede ser un instrumento interesante para el financiamiento de vivienda, tal como consta en varios informes de consultores del BCU. Otra ventaja de la UI es su liquidez. De la forma en que ha sido diseñada asegura al inversionista un valor diario de referencia, lo cual la hace especialmente apropiada para depósitos de ahorro y títulos de deuda. Finalmente, si, como la teoría económica explica, luego de la corrección de tipo de cambio real que tendríamos que experimentar, el dólar debe depreciarse sistemáticamente en el largo plazo, un esquema de inversiones dolarizadas puede poner en peligro los ahorros del sistema previsional.

Asimismo, sería de mucha utilidad que fuera el propio sector público el que diera el puntapié inicial a este mercado. Primero, porque sería una medida coherente con lo anterior comenzar a emitir deuda en UI. Segundo, porque siendo el propio sector público el agente más expuesto al riesgo de tipo de cambio real (su deuda prácticamente está 100% dolarizada mientras que sus ingresos dependen principalmente del nivel de precios domésticos), debería ser el más interesado en poder cubrirse del riesgo cambiario aprovechando este nuevo mercado. Tercero, porque por sus dimensiones, resulta un agente crucial para que este mercado comience a andar y es el único que estaría en condiciones de hacerse cargo de la prima por liquidez que todo nuevo instrumento debe pagar.

5. ARMONÍA CON LA NUEVA POLÍTICA MONETARIA

Luego del abandono de la banda cambiaria en Junio de 2002, el país se embarcó en una etapa de control de la política monetaria a través de los agregados monetarios. Es importante destacar que el cambio no fue voluntario y que tampoco responde a un estudio de cuál es el mejor sistema monetario cambiario de largo plazo para el país. El Uruguay simplemente tuvo que abandonar el tipo de cambio y, por ende, solo podía recurrir al manejo de una política monetaria más tradicional. Sin embargo, este intento se ve frustrado por el efecto que la dolarización ha tenido sobre los canales de transmisión de la política monetaria en Uruguay. En efecto, tradicionalmente se asume que la política monetaria afecta la actividad económica a través de dos canales principales: el canal de crédito y el canal de tasas de interés. Como el crédito en Uruguay está casi completamente dolarizado, ambos canales funcionan principalmente a través del tipo de cambio. Esta es una de las razones por las cuales Uruguay históricamente, cuando tuvo opción, eligiera el manejo del tipo de cambio como instrumento monetario-cambiario.

Forzados ahora a manejar o la tasa de interés en moneda nacional de corto plazo o los agregados monetarios, el Uruguay se encuentra con que, de hecho, estos no funcionan de la forma tradicional. De hecho, ambos operan principalmente a través del tipo de cambio. Sin embargo, y como dijéramos anteriormente, esa no es una opción. ¿Qué puede hacerse para recuperar un manejo más ordenado de la política monetaria? Aquí es donde la política de fortalecimiento de la red de seguridad esbozada en las secciones anteriores se da de la mano con las nuevas condicionantes de la política monetaria, ya que tanto la creación y desarrollo de los mercados en UI, como la adopción de las medidas sugeridas para el fortalecimiento de la red de seguridad del sistema financiero, implican una profundización del impacto de los mercados en moneda nacional y, en consecuencia, del impacto de la política monetaria tradicional.¹¹

11 Para que la política monetaria sea efectiva otras condiciones también son necesarias o deseables, entre las cuales se destacan la falta de dominancia fiscal y la independencia del Banco Central del Uruguay. Esta nota deja de lado esa discusión para concentrarse en el punto fundamental de la misma que es la estrategia de reducción de la fragilidad financiera.

6. SÍNTESIS: UNA VISIÓN ESTRATÉGICA GLOBAL

De este modo, la creación de la UI, la recreación de los mercados en moneda nacional con base en esa unidad de cuenta, conjuntamente con las propuestas para modificar la red de seguridad, deben entenderse como partes integrantes de una estrategia global definida a los efectos de minimizar en todos los campos los efectos perversos de la dolarización de activos. Por un lado, contribuyen a recrear el proceso de intermediación en moneda nacional, lo que reduce *per se* la fragilidad financiera y fortalece las posibilidades para la política monetaria en el futuro. Por otro, las propuestas de modificación de la red de seguridad contribuyen a fortalecer la solvencia y liquidez del sistema actual, pues obligan a mayores niveles de capitalización y liquidez cuando el grado de dolarización es aún significativo. Algo similar sucede en el sistema previsional al limitar la exposición de los FAP al riesgo cambiario. Todo lo anterior reduce también los pasivos eventuales del gobierno y permite sostener con mayor eficacia la solvencia intertemporal del sector público así como la estabilidad de precios.

Analicemos en detalle los dos puntales de la estrategia de reducción de la fragilidad financiera: Desarrollo de los mercados en moneda nacional con base en la UI y fortalecimiento de la Red de Seguridad del Sistema Financiero mediante el reconocimiento de riesgos.

Mercados de activos en moneda nacional.

En Julio de 2002, el Poder Ejecutivo, a propuesta del Banco Central del Uruguay, aprobó la elaboración de la unidad indexada (UI), e instruyó al Instituto Nacional de Estadística a que la publicara diariamente. A partir de ese momento, la UI ha formado parte de la estrategia del gobierno en materia económica con los siguientes adelantos:

- i) En el marco de la reestructura del Banco Hipotecario del Uruguay, se estableció que la actividad de esta institución debía girar en torno a la nueva unidad. En ese sentido, se ha reestructurado el sistema de ahorro y crédito del BHU para que el ahorro previo del Sistema se constituya en UI.
- ii) El Estado ha comenzado a emitir papeles en UI. Si bien el mercado hasta el momento ha funcionado fundamentalmente a través de

canjes con inversores institucionales, ya hay emisiones del Sector Privado en esta unidad.

- iii) Las regulaciones ha comenzado a exigir a las AFAP la reducción del riesgo tipo de cambio en el portafolio del sistema previsional.

Estos esfuerzos están enfocados en la dirección correcta y deben consolidarse, pero todavía queda mucho por hacer desde esferas públicas para propiciar el crecimiento de los mercados en UI, principalmente en el sistema financiero desde la actividad del Banco de la República Oriental del Uruguay. En efecto, el BROU, con una participación superior al 30% en depósitos y créditos, está llamado a cumplir un rol preponderante en la creación de los mercados en UI. El comienzo probablemente estaría en la captación de depósitos en esta moneda a plazo fijo y en caja de ahorros, para luego avanzar hacia la concesión de créditos. La emisión de Certificados de Depósito es también una alternativa viable que ya está siendo utilizada por algunos bancos privados, aunque por ahora solo restringida a los inversores institucionales. Un mercado en el cual ya existe una cierta cultura de préstamos a mediano plazo en IPC es el de préstamos al consumo. En ese sector las tasas en moneda nacional son tan altas que dan espacio para la colocación en UI.

En materia de emisiones de deuda, el Estado debe continuar con las emisiones en UI, dosificando la tentación de emitir más deuda en dólares a la espera del abaratamiento del costo de la deuda vía apreciación cambiaria. En el corto plazo, como en la década de los 80, las emisiones en dólares pueden aparecer como más sencillas y baratas, por lo que la tentación de diferir costos a través de la contratación de deuda en dólares será fuerte. Asimismo, para evitar la laxitud de la política fiscal que este tipo de endeudamiento generara en el pasado es conveniente continuar con una política de emisión de títulos en UI. Sin embargo, para asegurar el éxito del desarrollo de este tipo de instrumentos, es necesario reconstruir primero la confianza en las cuentas públicas. Esta fragilidad de las cuentas públicas seguramente ha jugado un papel preponderante para que las emisiones a largo plazo en UI tuvieran altísimas tasas de rendimiento real.¹²

12 La literatura explica que, cuando se espera un incumplimiento en un entorno de información asimétrica con respecto a la capacidad de pago de un deudor, el tenedor del papel (acreedor) intentará obtener un rendimiento alto en los períodos en los que espera que su deudor pueda o quiera cumplir con sus obligaciones. Ver Freixas y Rochet (1998).

Una pregunta que puede plantearse naturalmente es, dado que tenemos la UR en funcionamiento, ¿porqué no usarla en vez de crear la UI? En primer lugar, es necesario notar que, de ajustar por UR la deuda, habría otro tipo de volatilidad, pero más acentuada. Es decir, esta deuda se encarecería en los tiempos buenos y se abarataría en los tiempos malos como se demuestra en Licandro y Masoller(2000). Esta propiedad es beneficiosa. Sin embargo, como la amplitud de las fluctuaciones es enorme, el costo de la deuda en UR aumentaría demasiado en tiempos buenos, presionando en demasía las cuentas públicas. Ello implica que, tiene buenas propiedades cíclicas pero excesiva volatilidad, lo que hace muy dificultoso la programación de su servicio. Adicionalmente, con agentes a los que les disgusta al riesgo, es dable esperar que una unidad que no asegure un consumo estable no sea deseable. La UR suma a su elevada volatilidad, en el disgusto del demandante de títulos, la desventaja de que su rendimiento es mínimo cuando los ingresos corrientes del ahorrista también lo son. De esta manera, no es un misterio que la UR no haya sabido captar ni la atención ni las preferencias del público doméstico en sus más de treinta años de vida (lo que la convierte en uno de los indexadores de más larga data de América Latina) y con razón. Al día de hoy, la UR se está dejando de usar en el financiamiento de vivienda, propósito por el cual fue creada. En síntesis, la UR fracasó como unidad de cuenta, y debe dejar lugar a una unidad que pueda servir como alternativa válida para el dólar.

Fortalecimiento de la red de Seguridad a través del reconocimiento de los riesgos de descalce.

En materia regulatoria deben hacerse avances en el reconocimiento del riesgo de descalce. Ya se ha comenzado en el sistema de ahorro previsional y hay que continuar en el sistema financiero.

En éste último, hemos visto que la regulación actual no da los incentivos adecuados para el reconocimiento del riesgo de descalce de monedas en varios niveles.

- 1) Las normas prudenciales de capital y provisiones no reconocen diferencias en los requisitos para el caso de bancos que prestan a sectores no transables en dólares, aún cuando su riesgo es mayor.

- 2) Los requerimientos de encaje no reconocen el mayor costo que tiene para la autoridad monetaria la provisión de liquidez de emergencia en dólares.
- 3) El seguro de depósitos total implícito que existía hasta hace poco tiempo no incentiva a los bancos a prestar cautelosamente. -

Todos estos puntos deben ser considerados. Deben estudiarse normas diferenciales de capital y previsiones, normas diferenciales de encajes y un seguro de depósito que sopesa el riesgo de descalce de monedas en forma apropiada.

En el corto plazo, el efecto de estas medidas reduce nuestra fragilidad aún cuando no haya una desdolarización efectiva de la economía. En efecto, aún cuando el crédito no se vuelque en grandes proporciones a U.I., el Sistema Financiero tendrá una red de seguridad más fuerte por su mayor capitalización y liquidez, reduciendo las posibilidades de una crisis sistémica y fiscal. Un resultado esperable es el encarecimiento del crédito en moneda extranjera, el que surgiría como resultado del reconocimiento regulatorio de los riesgos. Sin embargo, ese aumento no significaría un encarecimiento real del crédito para la economía en su conjunto sino un reconocimiento de riesgos que hoy le son endosados al Estado a través de la garantía implícita. Desde este punto de vista, el hecho de incorporarlos a la ecuación de los agentes privados les estaría generando el incentivo para que operen más en moneda doméstica. Asimismo, la fragilidad actual se potencia con el problema de los conflictos de propiedad que se generan cuando una institución se ve forzada a liquidar las garantías. En ese caso, como ocurrió en la crisis de la deuda, cuando un banco no puede recuperar sus créditos se retira del mercado, lo que redundaría en la desaparición del financiamiento de largo plazo a empresas (racionamiento de crédito de tipo *red-lining*). El perfeccionamiento de la regulación a través de la reducción de la fragilidad financiera, reducirá la posibilidad de ocurrencia de estos conflictos de propiedad y potenciará el crecimiento económico de largo plazo.

Por otra parte, el sistema de ahorro previsional debe calzar sus activos con sus obligaciones de largo plazo, las que deben servirse en UR de acuerdo a la constitución de la República. Sin embargo, la UI es la unidad natural del ahorro de largo plazo. El motivo último del ahorro es el consumo

futuro y el consumo de los uruguayos está resumido en la canasta del IPC, así, el referente ineludible del ahorro previsional debería ser el IPC. En Julio de 2002, sólo el 5.0% de las inversiones de las AFAP estaban en moneda nacional. Este descalce implica que los ahorristas de este sistema no tienen idea de cuánto va a representar este portafolio en términos de su consumo futuro. Este es un problema que la UR comparte con el dólar.

Para eliminar este descalce del sistema de ahorro previsional y los problemas de solvencia que se le pueden generar es necesario, en primer lugar, cambiar la unidad de referencia del mismo. Luego, el regulador deberá establecer los niveles tolerables de descalce. Si este hecho se reconoce, las AFAP serán los principales dinamizadores del mercado de crédito en UI y las empresas de seguros podrían calzar en el futuro sus obligaciones con los activos que reciban de los FAP.

Si la regulación de indexación de las pasividades no es modificada a tiempo, es posible que el sistema de ahorro previsional colapse en el futuro por su eslabón más débil: las compañías de seguros. Si éstas reciben y mantienen un portafolio dolarizado, cuando sus obligaciones están en UR, un episodio de apreciación del tipo de cambio real como el experimentado al inicio de la década de los 90 puede determinar la bancarrota de las empresas de seguros y, muy probablemente, la aparición de un pasivo contingente para el Estado de magnitud, el que podría revertir los beneficios atribuidos al nuevo sistema y podría debilitar la solvencia de las cuentas fiscales futuras.¹³

El conjunto de temas esbozados en esta nota constituye un primer esbozo de una agenda de trabajo. De su pronta implementación y desarrollo depende nuestra habilidad futura de sobrellevar eventos como el que nos tocó vivir en 2002.

13 En este sentido, debería apoyarse en forma entusiasta la iniciativa de los *lobbies* de pasivos de cambiar la indexación de pasividades desde la UR hacia el IPC.