

Indexación Financiera: Ventajas y desventajas de contar con una unidad de cuenta indexada a la inflación y su posible implantación en España

Gabriela Godoy¹, Carlos Casanueva¹, Felipe Ruiz¹, Pablo Solana¹

¹Dpto. de Ingeniería de Organización, Administración de Empresas y Estadística. Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales. Universidad Politécnica de Madrid. Calle José Gutiérrez Abascal, 2. 28006. Madrid. g.godoy@alumnos.upm.es, casanueva@etsii.upm.es, fruiz@etsii.upm.es, psolana@etsii.upm.es

Palabras clave: **Indexación Financiera, Ajustes por Inflación**

1. Introducción

La inflación es un fenómeno muy importante para la economía, ya que algunas de las crisis económicas más severas que ha habido en el mundo se debieron a una descontrolada inflación. Pero una disminución de precios, llamada deflación, tampoco es positiva para la economía, puesto que se entra en una espiral peligrosa: como los bienes y servicios bajan de precio, lo lógico es retrasar las compras y las inversiones: las empresas no generan los ingresos necesarios y algunas desaparecen, aumentando el desempleo.

La indexación financiera es básicamente un mecanismo de reajuste de precios en el cual el valor de los pagos nominales se actualiza en función de algún precio o índice de precios, lo que permite crear un instrumento financiero libre del riesgo de la inflación. Esta alcanza su máxima etapa de desarrollo cuando existe una unidad de cuenta indexada de amplio uso. Este es el caso de la Unidad de Fomento (UF) de Chile creada en 1967, unidad de cuenta indexada al índice de precios al consumidor (IPC) la cual es actualizada diariamente. A diferencia del dinero, esta unidad mantiene su valor real constante por lo que es una mejor medida de valor y no es utilizada como medio de pago ya que éstos se realizan en la moneda local.

2. Objeto del estudio y metodología

Diversos estudios consideran que la indexación financiera es beneficiosa y que su uso debería estimularse mientras que otros estudios señalan que los costes asociados son mayores que las ventajas obtenidas [Shiller (1998), Lefort y Schmidt-Hebbel (2002), Fischer (1983)]. En este trabajo se analizan las ventajas y desventajas de la indexación desde el punto de vista de los inversionistas y tomadores de crédito, así como también desde la óptica de la autoridad económica y del mercado financiero en su conjunto. A su vez, se identifican los factores clave para que su implementación sea exitosa.

Se expone el caso chileno en donde la indexación de instrumentos financieros a la inflación ha sido un factor determinante en el desarrollo del mercado de capitales. La UF es utilizada ampliamente en el sector financiero de manera que se encuentran indexados todo tipo de préstamos, depósitos a plazo, hipotecas, contratos de arrendamiento, contratos de seguros, pensiones, emisión de deuda a largo plazo del gobierno y de empresas privadas, entre otros. Esta unidad ha otorgado protección contra el riesgo de inflación y, por lo tanto, ha ayudado a completar los mercados financieros. A su vez se expone la experiencia de otros países que tienen una unidad de cuenta similar a la UF, así como la de otros que no cuentan con ella pero en los que, de igual manera existen instrumentos financieros indexados a la inflación como es el caso de los index-gilts en el Reino Unido, TIPS en Estados Unidos y OATi's en Francia.

Por otro lado se argumenta que contar con instrumentos financieros indexados a la inflación podría fortalecer el sistema financiero y ayudar, junto con otras medidas, a evitar que, en un futuro, se repita una crisis financiera como la actual, ya que la utilización de una unidad indexada a la inflación hubiera dificultado el reciente boom inmobiliario de Estados Unidos. Se tiene una falsa impresión de que la inversión inmobiliaria ha proporcionado una espectacular rentabilidad cuando, en realidad, el incremento en precios, si se mide considerando una canasta de bienes como unidad de referencia, hubiera sido prácticamente nulo durante el período desde 1890 hasta antes del boom inmobiliario reciente.

Todos los países, incluidos los más desarrollados, están expuestos a experimentar periodos inflacionarios y deflacionarios. Por otro lado no hay que olvidar que, incluso en un ambiente de inflación baja y estable, en el largo plazo existe una considerable incertidumbre, por ejemplo, del valor real de la rentabilidad nominal de un bono. Hoy, \$100 recibidos dentro de 25 años, podrían tener un poder adquisitivo de \$69, si la inflación fuera, en promedio, un 1,5% pero solo \$54 si la inflación fuese un promedio 2,5%, es decir un 46% menos.

Por otra parte, el mercado de bonos indexados a la inflación en Europa ha experimentado un crecimiento significativo los últimos años lo que demuestra que existe interés por parte de los emisores e inversores en este tipo de instrumentos. En efecto, para la autoridad económica resulta beneficioso obtener información sobre las expectativas de inflación extraíble de estos instrumentos para su consideración en la política monetaria, así como por la credibilidad adicional que puede conseguirse sobre los objetivos de inflación al emitir deuda indexada. Por su parte, los inversores podrían mejorar la relación rentabilidad-riesgo de sus carteras al incluir estos instrumentos, y las compañías de seguros y fondos de pensiones mejorar el ajuste entre los flujos procedentes de sus inversiones a largo plazo y los de sus compromisos financieros. Adicionalmente, una unidad de cuenta indexada permitiría a la banca española crear nuevos productos, carteras de inversión que eliminen realmente los riesgos de inflación para inversionistas particulares y el desarrollo de nuevas estrategias de marketing de lanzamiento de productos.

3. Indexación financiera

La indexación financiera es básicamente un mecanismo de reajuste de precios en el cual el valor de los pagos nominales se actualiza en función de algún precio o índice de precios, lo que permite crear un instrumento financiero libre del riesgo de la inflación. Esta alcanza su máxima etapa de desarrollo cuando existe una unidad de cuenta indexada de amplio uso. Este es el caso de la Unidad de Fomento (UF) de Chile creada en 1967, unidad de cuenta indexada al índice de precios al consumidor (IPC) la cual es actualizada diariamente. A diferencia del dinero, esta unidad mantiene su valor real constante por lo que es una mejor medida de valor y no es utilizada como medio de pago ya que éstos se realizan en la moneda local. Es decir, el dinero sigue manteniendo las funciones básicas de servir como medio de cambio, depósito de valor y unidad de cuenta, pero esta última función pasa a ser reemplazada, en parte, por la UF. La indexación financiera puede ser una consecuencia natural de un periodo de inflación alto así como una política que un gobierno decide implementar.

4. Ventajas

4.1 Inversionistas

Completar los mercados financieros

La introducción de instrumentos indexados puede ser vista como una forma de completar los mercados financieros. La idea de mercados completos está relacionada con la posibilidad de crear seguros frente a cada estado de la naturaleza. Se dice que el mercado financiero es

completo si a través del conjunto de activos financieros disponibles en la economía, podemos crear seguros para cada uno de los posibles estados de la naturaleza. Los instrumentos financieros son el vehículo a través del cual los individuos pueden ahorrar o pedir prestado y asegurarse frente a los estados contingentes. Cuanto más diversificada esté la cartera de activos financieros de un inversionista, más estados de la naturaleza contingentes estará asegurando. Ante la ausencia de indexación, la inflación inesperada es no diversificable, mientras que con la ayuda de la indexación, este riesgo es completamente eliminado o diversificado. En este sentido la indexación ayudaría a completar los mercados financieros y elevaría el bienestar de la economía (Lefort y Schmidt-Hebbel, 2002).

Por ejemplo un pensionado que mantiene una anualidad indexada para efectos de su pensión posee un instrumento libre de riesgo. Por otro lado, una empresa o persona cuyos ingresos y gastos están ligados al índice de precios considerará niveles moderados de deuda como virtualmente libres de riesgo.

4.2 Mercados financieros

Desarrollo del Mercado de Capitales de Largo Plazo

Sin ningún tipo de indexación, en países que existen altas tasas de inflación, tienden a desaparecer los mercados de largo plazo ya que no existen incentivos para extender la madurez de los contratos, cuando la pérdida de valor de la moneda deteriora el valor real de los flujos nominales que vencen en el largo plazo.

La indexación financiera generalizada contribuiría a la existencia de un mercado de capitales de largo plazo en países con un historial de tasas de inflación altas y volátiles. Este mecanismo de protección contra la inflación fue una forma de desarrollar una serie de mercados de capitales latinoamericanos durante los años sesenta y setenta, como por ejemplo el mercado chileno. La idea es que al proteger los retornos contra shocks inflacionarios se generarían incentivos importantes para aumentar el ahorro financiero privado en términos de flujo (ahorro de personas y empresas) y en términos de stock (tamaño del mercado y alargamiento de plazos). Por otra parte, el desarrollo de un mercado de bonos contribuye al de otros como al mercado accionario, fondos de pensiones, seguros de vida y mercado de la vivienda.

4.3 Inversionistas institucionales

Las Administradoras de Fondos de Pensión y las Compañías de Seguros de Vida en principio debieran estar interesadas en la existencia de un mercado líquido y profundo de instrumentos financieros indexados. En el caso de las compañías de seguros de vida, si no existe la posibilidad de invertir en instrumentos indexados, tampoco podrán ofrecer a sus clientes productos indexados sin asumir ellos mismos el riesgo de inflación.

Si el mercado no ofrece instrumentos indexados, se generará un desajuste en los balances de estas compañías, situación que podría evitarse con la existencia de un mercado líquido y profundo de este tipo de instrumentos. Generalmente, ante la falta de un mercado profundo de instrumentos indexados, las compañías de seguros han buscado ajustar los plazos y las monedas de sus pasivos con inversiones en el sector real de la economía como es el caso de las inversiones inmobiliarias. Sin embargo, esta estrategia no está libre de costes ya que son generalmente inversiones menos líquidas, por lo que el desarrollo de la indexación financiera contribuiría a reducir dichos costos.

En el caso de las Administradoras de Fondos de Pensión, en el que el sistema en su conjunto no está obligado a generar una rentabilidad real mínima, la posibilidad de invertir en instrumentos indexados de largo plazo les permitiría lograr retornos positivos en términos

reales y libres de riesgo de inflación. Por otro lado, la introducción de nuevos instrumentos cuyos retornos no estén perfectamente correlacionados (en forma positiva) con aquellos de las carteras administradas por los fondos de pensiones, reduciría el riesgo total de las mismas para un mismo nivel de retorno esperado. Es decir, los instrumentos indexados además de proveer una tasa libre de riesgo de inflación contribuirían a mejorar la eficiencia de los portafolios mejorando la relación rentabilidad-riesgo. En el caso de Chile, los papeles en UF, particularmente los de largo plazo, proveen patrones de pagos no disponibles en mercados internacionales, son únicos. Dichos patrones de pago son relevantes ya que reflejan variables de estado que afectan significativamente los precios de los activos, de esta manera distintas empresas o inversionistas encontrarán diferentes portafolios de deuda o activos óptimos combinando UF, USD, y distintos plazos (Lefort y Schmidt-Hebbel, 2002).

4.4 Autoridad Económica

Para la autoridad económica resulta beneficioso obtener información sobre las expectativas de inflación extraíble de estos instrumentos para su consideración en la política monetaria, así como por la credibilidad adicional que puede conseguirse sobre los objetivos de inflación al emitir deuda indexada (Capital B, 2004).

Otro argumento estándar a favor de la emisión de deuda indexada a la inflación por un gobierno es que esto le permite reducir su coste de financiación. El argumento que hay detrás de este razonamiento es que si los inversionistas están dispuestos a pagar una prima para protegerse contra la inflación, entonces esta prima se verá reflejada en una menor tasa pagada por el gobierno sobre los instrumentos que proporcionan tal protección.

4.5 Consecuencias de no contar con indexación

En países con altos niveles de inflación posiblemente se utilizaría una moneda diferente como protección ante inflación como el dólar. Este ha sido el caso de varios países latinoamericanos como por ejemplo el de Argentina. Otra consecuencia sería la reducción de madurez de los instrumentos financieros lo que conllevaría para inversionistas financieros de largo plazo riesgos de reinversión y de apreciación de la moneda local, y para empresas mayores costos potenciales de quiebra, especialmente en sectores no transables (dado un nivel de deuda).

5. Desventajas

La principal desventaja de implementar una unidad de cuenta indexada a la inflación viene del hecho de que se cree que podría aumentar la persistencia a la inflación. Este fenómeno ha sido estudiado por diversos investigadores pero no hay un consenso al respecto. (Lefort y Schmidt-Hebbel, 2002). Se argumenta que la indexación puede dar lugar a varios mecanismos de desestabilización que empeorarían el impacto de un shock inflacionario, considerando una política monetaria y fiscal específica (Fisher, 1983).

Por otra parte no siempre el índice de precios al consumidor será el índice más idóneo para una circunstancia específica. Además, la gente común encuentra que las transacciones en una moneda distinta a la de su uso corriente hacen que sean más complejas o difíciles de entender.

Como otra posible desventaja podría mencionarse que la volatilidad de los mercados de renta fija en países indexados tiende a ser más mayor. Esto se observa en el caso chileno en donde en general las tasas en UF han sido más volátiles.

6. Factores clave para su implementación

Dentro de los factores claves para su implementación, luego de la creación de la unidad de cuenta indexada y la existencia de las regulaciones necesarias que acepten a la unidad como unidad monetaria alternativa, se encuentran las siguientes medidas (Lefort y Schmidt-Hebbel,

2002). Primero se debe procurar que la legislación tributaria sea neutral a la inflación. Si la inflación inesperada es neutral desde el punto de vista de las consecuencias tributarias, probablemente habrán más emisores e inversionistas interesados en dichos instrumentos. Por otro lado, para generalizar el uso de la unidad indexada como unidad de cuenta en las transacciones financieras, se requiere que la unidad tenga credibilidad en el sentido de que no sea manipulada por la autoridad (Shiller, 2005). Por último, es fundamental que exista un mercado líquido y profundo de Bonos del Gobierno indexados. Esto daría al mercado una tasa de interés real libre de riesgo para distintos vencimientos como referencia para las transacciones privadas. Además reduciría la incertidumbre con respecto a los costes y beneficios de comprar o vender instrumentos indexados.

7. Caso Chileno

Desde el año 1967 Chile cuenta con una unidad de cuenta indexada, la Unidad de Fomento (UF). El poder adquisitivo de dicha unidad está definido por el índice de precios al consumidor (IPC) de la economía y originariamente el valor de la UF se empezó calculando con una frecuencia cuatrimestral, para luego pasar a una periodicidad mensual en año 1975 y a partir de 1977 a un cálculo diario, a través de la interpolación mensual del IPC.

En la actualidad la UF continúa reajustándose en forma diaria, siendo calculada a principios de cada mes para el período comprendido entre el día 10 de dicho mes y el día 9 del mes siguiente, de acuerdo a la tasa promedio geométrica de la variación del IPC del mes anterior. La variación del IPC del mes anterior será la que determine mensualmente el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), o el organismo que a futuro lo pueda reemplazar. A continuación se muestra la fórmula (1) de cálculo del factor de reajuste diario de la UF:

$$Rd = \left(1 + \frac{vIPC_{-1}}{100} \right)^{\left(\frac{1}{d} \right)} \quad (1)$$

Donde:

Rd = Factor de reajuste diario del valor de la Unidad de Fomento.

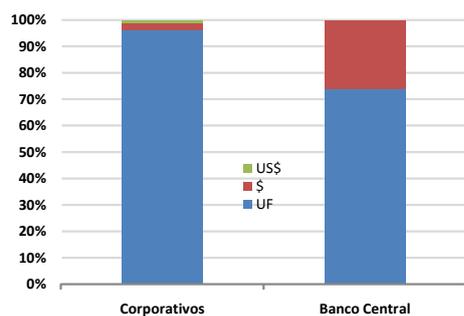
d = N° de días comprendidos en el período para el cual se calcula el valor diario de la UF.

vIPC₋₁ = Variación porcentual del IPC registrada en el mes inmediatamente anterior.

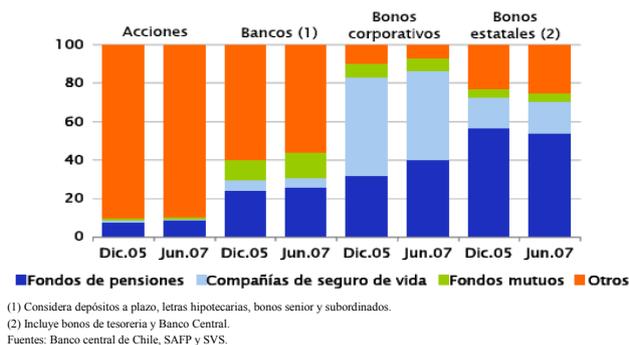
De esta manera, el valor de la UF para cada día se determinará sobre la base del valor del día anterior, según la siguiente fórmula (2):

$$UF_{\text{día}} = UF_{\text{día-1}} \times Rd \quad (2)$$

El uso de la UF se generalizó recién a principios de la década de los 80, convirtiéndose en la principal unidad de cuenta de los contratos pactados en la economía. Se encuentran indexados todo tipo de préstamos, depósitos a plazo, hipotecas, contratos de arrendamiento, contratos de seguros, pensiones, emisión de deuda a largo plazo del gobierno y de empresas privadas, entre otros. La gran mayoría de los instrumentos emitidos tanto por el sector público como por el privado se encuentran nominados en unidades indexadas. A diciembre de 2008 el porcentaje de stock vigente de deuda en UF de bonos del Banco central y Bonos corporativos eran 75 y 96% respectivamente (gráfico 1). Por otra parte los bonos del banco central en UF son los más transados en Chile.



Fuentes: Banco central de Chile y SVS.



(1) Considera depósitos a plazo, letras hipotecarias, bonos senior y subordinados.
 (2) Incluye bonos de tesorería y Banco Central.
 Fuentes: Banco central de Chile, SAFF y SVS.

Gráfico 1. Stock vigente de Bonos por moneda y emisor

Gráfico 2. Stock de instrumentos por inversionista (porcentaje)

La Unidad de Fomento ha sido importante para el desarrollo del mercado de capitales local (junto a reformas y avances estructurales). Esta unidad ha facilitado la creación de un mercado de renta fija de largo plazo. A diciembre de 2008 la duración de la deuda vigente de bonos corporativos en UF era de 16 años y en pesos chilenos 4,8 años.

Como puede apreciarse en la figura anterior, la mayor parte de los bonos en UF los tienen los fondos de pensiones y compañías de seguro de vida por el ajuste en moneda y plazo de activos y pasivos que les exige el negocio y la regulación (gráfico 2).

En abril de 2009 un 70% del stock total de instrumentos de renta fija tanto de largo como corto plazo, considerando bonos de gobierno, corporativos, letras hipotecarias, depósitos, efectos comercio, corresponden a papeles en UF. El porcentaje baja con respecto a los datos mencionados anteriormente debido a que en el caso de los depósitos y bonos con vencimiento menor a 1 año se observa que la indexación es menor, del orden de un 47%.

Se puede decir que Chile corresponde a un mercado indexado exitoso (Shiller, 1998). Tanto las personas como las empresas productivas y financieras escogen mayoritariamente deuda en UF. A su vez la Indexación ha colaborado con el desarrollo de mercados: bonos de largo plazo, incluyendo hipotecarios; mercado accionario; fondos de pensiones; seguros de vida. Por otro lado los bonos indexados generan patrones únicos de retornos. Tales patrones son relevantes para los participantes locales en los mercados de capitales por lo que ha ayudado a completar los mercados.

8. Experiencia Internacional

Los primeros países en emitir bonos indexados fueron los que experimentaron altas tasas de inflación entre los años 50 y 70. Este fue el caso de Chile en 1956, Brasil en 1964, Colombia en 1967 y Argentina en 1973. Otros países como Francia, Finlandia, Israel e Islandia también emitieron de forma ocasional bonos indexados en el período inmediatamente posterior a la Segunda Guerra Mundial.

En la última década, las emisiones de bonos soberanos indexados a la inflación han experimentado un crecimiento notable. Después del Reino Unido (1981) y Australia (1985), aparecieron nuevos mercados en Canadá (1991), Suecia (1994), los Estados Unidos (1997), Francia (1998), Sudáfrica (2000), y las más recientes en Grecia (2003), Italia (2003), y Japón (2004). A finales del 2006 el stock de deuda vigente indexada en los países mencionados anteriormente superó los 1000 millones de dólares mientras que el año 1998 rondaba los 200 millones de dólares. Es decir, en ocho años aumentó 5 veces.

A finales del 2006, Estados Unidos tenía un 40% del mercado seguido por el Reino Unido con un 20% y Francia con aproximadamente un 17%. Actualmente, Australia, Canadá, Suecia, Reino Unido, Estados Unidos, Japón y un grupo de países europeos (Francia, Italia, Grecia y Alemania) son los principales emisores de bonos indexados soberanos.

Como la mayoría de los países tienen mercados relativamente inmaduros y seguirán ampliando su mercado de bonos indexados hasta niveles más altos, es esperable que la emisión de estos bonos crezcan rápidamente los próximos años.

A continuación se muestra una tabla con los emisores de bonos soberanos en países desarrollados (tabla 1).

País	Estados Unidos	Estados Unidos	Reino Unido	Francia	Canada	Australia	Alemania	Italia	Japón	Suecia
Emisión	Treasure Inflation-Protected	Series I Inflation-Indexed	Inflation-linked Gilt (ILG)	OATi y OATéi	Real Return Bond	Capital Indexed Bonds	Bund index y BO Index	BTPEi	JGBi	Index-linked treasured bonds
Emisor	US Treasury	US Treasury	UK Debt management Office	Agence France Trésor	Bank of Canada	Reserve Bank of Australia	Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur	Departamento del tesoro	Ministerio de Finanzas	Swedish National Debt Office
Índice utilizado	IPC Estados Unidos	IPC Estados Unidos	Retail Price Index (RPI)	IPC Francia ex-tabaco (OATi), IAPC EU (OATéi)	IPC Canada	Promedio ponderado de 8 capitales: All-Groups Index	IAPC EU ex-tabaco	IAPC EU ex-tabaco	IPC Japón ex-alimentos frescos	IPC Suecia

IPC: índice de precios de consumo. IAPC: índice armonizado de precios de consumo o HICP.

Tabla 1. Emisores de Bonos indexados en países desarrollados

8.1 Principales demandantes

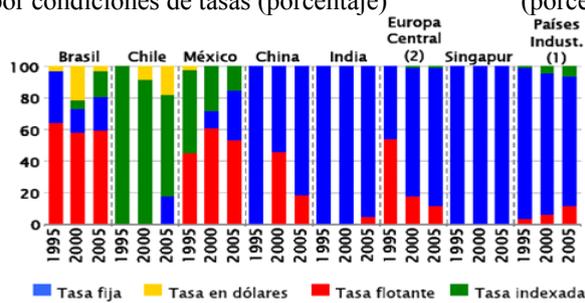
El aumento de la emisión global y del número de emisores soberanos ha hecho que estos bonos hayan pasado a ser un activo de clase global. La rápida extensión de estos instrumentos ha encontrado un apetito creciente de inversionistas que procuran mejorar y ampliar su diversificación. Estos bonos proporcionan un tipo de activo que reduce los riesgos asociados a la inflación que permite a los inversionistas obtener una tasa real de retorno. Son los inversionistas institucionales como fondos de pensión y empresas de seguro los que en gran parte han conducido la demanda de este tipo de instrumentos (Capital B, 2004).

Se espera que la demanda de este tipo de instrumentos continúe creciendo en la medida que los Fondos de pensiones y otros fondos de largo plazo aumenten el uso de estos bonos como un seguro contra la inflación para proteger su exposición contra la naturaleza de largo plazo de sus compromisos, a menudo vinculadas a la inflación. Además, la correlación de los retornos de estos bonos con bonos convencionales y acciones ha sido baja o negativa en la mayoría de los mercados, haciendo posible para los inversionistas mejorar la eficiencia de sus portafolios.

8.2 Comparación entre países en vías de desarrollo y desarrollados

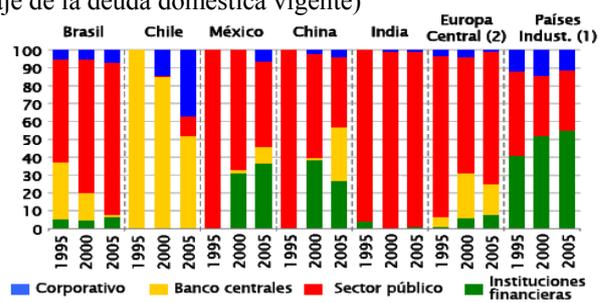
Para comparar las emisiones de deuda se incluye un gráfico sobre el stock de bonos vigentes emitidos localmente y uno sobre la composición de emisores (gráficos 3 y 4). Se observa que históricamente la proporción de bonos indexados es bastante mayor en los países en vías de desarrollo siendo Chile el que cuenta con un mayor nivel indexación, seguido de México y Brasil. Tanto Chile como México han disminuido su stock vigente de bonos en tasa indexada siendo esta reemplaza en parte por emisiones en tasa fija y en dólares en el caso de Chile y por tasa flotante y tasa fija en México. En el caso de los países industrializados, se observa un alto crecimiento en los últimos 5 años de stock de bonos en tasa flotante el cual era casi inexistente anteriormente en 1995.

Gráfico 3. Stock de Bonos emitidos localmente por condiciones de tasas (porcentaje)



(1) Países industrializados: Australia, Bélgica, Canadá, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos.
 (2) Europa central: Rep. Checa, Hungría, Polonia y Rusia.
 Fuentes: Working group survey del CGFS, BIS.

Gráfico 4. Composición de emisores de valores de deuda (porcentaje de la deuda doméstica vigente)



(1) Países industrializados: Australia, Bélgica, Canadá, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos.
 (2) Europa central: Rep. Checa, Hungría, Polonia y Rusia.
 Fuentes: Working group survey del CGFS, BIS.

Un punto a notar es que en el caso de Chile contar con una unidad indexada simplifica bastante el manejo y entendimiento de estos productos. Basta con utilizar como moneda de emisión la UF sin necesidad de hacer otro tipo de cálculos. En el caso de Europa es un poco más complejo y al no existir una homogeneidad en la emisión de estos bonos la comparación se hace más difícil, hecho que disminuiría si existiese una unidad de cuenta como la UF.

9. España

España no cuenta con una unidad indexada similar a la UF ni emite Bonos soberanos indexados a la inflación. La principal motivación para que España entre en este mercado sería la de completar los mercados financieros con el beneficio de bienestar social que esto conlleva. Esto quiere decir ampliar el universo de activos disponibles en los mercados financieros, cubrir la necesidad de una protección eficiente contra los riesgos de inflación a largo plazo, así como mejorar el ajuste de flujos en compañías de seguro y planes de pensiones tanto públicos como privados ante el envejecimiento de la población en Europa, en línea con el crecimiento que han tenido estos instrumentos en Europa.

Por otra parte la introducción de una unidad de cuenta indexada en España permitiría a la banca crear nuevos productos, carteras de inversión que eliminen realmente los riesgos de inflación para inversionistas particulares y el desarrollo de nuevas estrategias de marketing de lanzamiento de productos.

Con la tecnología actual, hoy en día el costo de la creación de una unidad de cuenta indexada es relativamente bajo. La ventaja de utilizar esta unidad es que no solo los inversionistas institucionales se beneficiarían con contar con instrumentos indexados a la inflación. Por ejemplo, desde punto de vista de un inversor individual sería útil que se publicaran los resultados de las rentabilidades deflactados por una unidad como la UF como se hace en Chile. Estudios realizados sobre la rentabilidad promedio de los últimos 10 años de los fondos de inversión y los de fondos de planes de pensiones en España, indican que para un alto porcentaje de estos fondos esta ha sido menor a la inflación. No deja de sorprender que aún así las personas sigan invirtiendo en estos fondos, tal vez muchos no son conscientes de su inversión no ha sido un buen negocio. La introducción de una unidad de cuenta indexada ayudaría a educar a la gente a medir precios en una unidad constante y mejorar la transparencia sobre la rentabilidad de las inversiones. También en fijación de precios y transacciones de arriendo de inmuebles sería beneficioso.

10. Indexación financiera y Crisis financieras

Contar con instrumentos financieros indexados a la inflación podría fortalecer el sistema financiero y ayudar, junto con otras medidas, a evitar que, en un futuro, se repita una crisis

financiera como la actual, ya que la utilización de una unidad indexada a la inflación hubiera dificultado el reciente boom inmobiliario de Estados Unidos. Se tiene una falsa impresión de que la inversión inmobiliaria ha proporcionado una espectacular rentabilidad cuando, en realidad, el incremento en precios, si se mide considerando una canasta de bienes como unidad de referencia, hubiera sido prácticamente nulo durante el período desde 1890 hasta antes del boom inmobiliario reciente (Shiller, 2008; Shiller, 2005).

11. Conclusiones

En países con altos niveles de inflación, la fluctuación de las tasas reales de los instrumentos nominales denominados en moneda doméstica los hacen poco adecuados para inversionistas que buscan ajustar en moneda sus obligaciones de largo plazo o estabilizar su consumo en el tiempo. Así mismo, en países con niveles de inflación baja y estable el impacto que tiene una pequeña variación en la inflación, en el valor real de la rentabilidad nominal de un instrumento financiero de largo plazo, puede ser cuantioso y de igual manera afectar a estos inversionistas de manera considerable.

La indexación financiera aumentaría el nivel de bienestar en una economía ya que la creación de instrumentos libres de riesgo de inflación que además protejan contra cambios en la tasa de interés real contribuiría a completar los mercados financieros permitiendo una distribución más eficiente del riesgo. La introducción de un mercado líquido y profundo de instrumentos financieros indexados, contribuiría a mejorar la estructura de riesgos de la economía y a mejorar la eficiencia de los portafolios de inversión. Esto puede lograrse con la creación de una unidad de cuenta indexada, similar a la UF de Chile, que sea creíble y que se actualice diariamente. A su vez, es necesario contar con leyes compatibles con la unidad que la validen como unidad de cuenta para realizar transacciones y emitir instrumentos financieros, y que se eliminen las distorsiones microeconómicas que impidan la generación de una demanda genuina por dichos instrumentos. Es fundamental que el gobierno emita deuda indexada para lograr un mercado líquido y profundo.

Una vez generadas las condiciones anteriores, se espera que exista una demanda importante de instrumentos indexados de largo plazo por parte de los inversionistas institucionales que deben ajustar en moneda sus obligaciones de largo plazo ligadas a la inflación. Además, existe evidencia que indica que la correlación entre los retornos de los instrumentos existentes y los indexados sea menor a la unidad por lo que aplicando los principios de un adecuado manejo de portafolios llevaría a los inversionistas a demandar estos nuevos instrumentos para mejorar la relación rentabilidad-riesgo de sus carteras. Por otra parte la autoridad económica también puede beneficiarse de la emisión de deuda indexada, tanto por la información sobre las expectativas de inflación extraíble de estos instrumentos para su consideración en la política monetaria, por la credibilidad adicional que puede conseguirse sobre los objetivos de inflación al emitir deuda indexada y por la disminución del coste de su financiación que podría obtener.

En los últimos años, la emisión de bonos indexados a la inflación ha experimentado un fuerte crecimiento en los principales mercados de deuda. Dicho fenómeno ha supuesto una importante contribución a la expansión y al desarrollo de los mercados financieros, ya que proporciona nuevas posibilidades de mejora en la eficiencia de los servicios financieros en economías desarrolladas.

El mercado de deuda indexada a la inflación de la zona euro es uno de los de más reciente creación. Francia, Grecia, Italia y Alemania han emitido bonos indexados al IAPC (excluyendo tabaco) de la zona euro. Estas emisiones suponen actualmente el segundo mayor

mercado de bonos indexados soberanos en términos de stock vigente de la deuda y volúmenes transados, solamente superado por el mercado norteamericano.

La principal motivación de estas emisiones es la de completar los mercados financieros con el beneficio de bienestar social que esto conlleva. Se busca ampliar el universo de activos disponibles en los mercados financieros, cubrir la necesidad de una protección eficiente contra los riesgos de inflación a largo plazo, así como mejorar el ajuste de flujos en compañías de seguro y planes de pensiones tanto públicos como privados ante el envejecimiento de la población en Europa. Bajo esta óptica, el mercado Español podría beneficiarse de todas estas ventajas.

Desde el punto de vista microeconómico, la introducción de una unidad de cuenta indexada en España permitiría a la banca crear nuevos productos, carteras de inversión que eliminen realmente los riesgos de inflación para inversionistas particulares y el desarrollo de nuevas estrategias de marketing de lanzamiento de productos. Por último, una unidad de cuenta indexada podría mejorar la transparencia de la información de la rentabilidad de las inversiones en fondos de inversión y planes de pensiones, los cuales en los últimos 10 años han tenido en su mayoría una rentabilidad menor a la inflación, así como crear mecanismos para fijar precios de forma más transparente en el mercado de la vivienda. Todo esto ayudaría a educar a la gente a medir precios en una unidad constante.

Bibliografía

Capital, B. (2004). *Inflation-Linked Products A user's Guide*.

Fischer, S. (1983). Indexing and inflation. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, N° 4, pp. 519-541.

Lefort, F. and Schmidt-Hebbel, K. (Eds.) (2002). *Indexation, Inflation and Monetary Policy*. Santiago de Chile / Banco central de Chile.

Shiller, R. J. (1998). *Indexed Units of Account: Theory and Assessment of Historical Experience* / Cowles Foundation, Yale University.

Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance*. New Jersey / Princeton University Press.

Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. New Jersey / Princeton University Press.