

# **INSTRUMENTOS FINANCIEROS INDEXADOS COMO MECANISMO DE COBERTURA CONTRA LA INFLACIÓN**

**Autores:**

**Silvia Ferrero**

**Federico Martínez**

**Walter Pérez**

**Tutor:**

**Cr. Leonardo Arcieri**

**Coordinadora:**

**Cra. Hilda Usal**

**Trabajo Monográfico presentado ante la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República, para obtener el título de Contador Público.**

**Noviembre 2010**

# FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRACIÓN

El tribunal docente integrado por los abajo firmantes aprueba la Tesis de Investigación:

Título

.....  
.....

Autor/s

.....  
.....

Tutor

.....

Carrera

.....

Puntaje

.....

Tribunal

Profesor.....(Nombre y firma)

Profesor.....(Nombre y firma)

Profesor.....(Nombre y firma)

Fecha

## **ABSTRACT**

La inflación es un fenómeno económico que afecta el comportamiento de la economía en general, y el de los agentes económicos en particular. A pesar de que actualmente nuestro país posee un nivel de precios internos estable, con tasas de inflación de un dígito y con perspectivas de crecimiento, a lo largo de su historia la economía uruguaya ha sido golpeada por una serie de choques internos y externos que la han llevado a períodos de recesión y de altas tasas de inflación. Es por eso que el problema de la inflación siempre está latente.

Dentro de los agentes económicos encontramos a las empresas. Éstas tienen un rol muy importante en la economía, ya que son las unidades productoras de bienes y prestadoras de servicios. No cabe ninguna duda de que la actividad empresarial se encuentra sometida a diversos riesgos que pueden influir de un modo u otro sobre sus resultados futuros; y uno de los grandes retos que deben enfrentar, es la pérdida de poder adquisitivo de la moneda causada por la inflación.

Para evitar que el crecimiento de los precios evapore la rentabilidad nominal de los activos, las empresas corren una carrera contra la inflación y se ven obligadas a equiparse de diferentes herramientas para sobrevivir esta etapa de incertidumbre que domina al mercado. Las alternativas son variadas y dependerán del tipo de empresa y del contexto económico, pero el objetivo es uno: evitar la pérdida de rentabilidad.

Dada la incertidumbre en relación a la inflación, todo portafolio bien diversificado debería contar con activos ajustados por inflación, de modo de obtener retornos reales y mantener el poder de compra de la inversión. La indexación financiera es una forma de contrato en el que el valor de los pagos nominales involucrados se hace contingente a algún precio o índice de precios. Este tipo de indexación permite crear un instrumento financiero libre de riesgo de inflación cuando los pagos están atados al nivel de precios de la economía. Las inversiones a futuro dependen del perfil de riesgo del interesado, pero dada la situación económica actual de Uruguay y la perspectiva de que el dólar se mantenga estable en el corto plazo, las inversiones en unidades indexadas son interesantísimas en términos de rentabilidad.

La contabilidad tiene un papel importante para las empresas, ya que forma parte del sistema de información de las mismas. Los estados financieros constituyen una representación estructurada de la situación financiera y del desempeño financiero de una entidad. El objetivo de los estados financieros con propósitos de información general es suministrar información acerca de la situación financiera, del desempeño financiero y de los flujos de efectivo de la entidad, que sea útil a una amplia variedad de usuarios a la hora de tomar sus decisiones económicas.

La preparación y presentación de los estados financieros está regulada por una serie de normas, con el objetivo de contar con información confiable y comparable así como también clara y transparente para los distintos usuarios de la información contable. Es así, que resulta de interés tratar las normas vinculadas a los instrumentos financieros, en particular la NIC 39 y la NIIF 7.

## **CAPÍTULO I - INTRODUCCIÓN**

El presente trabajo es una práctica de investigación orientada a la sistematización y generación de conocimientos en el marco de la materia Contabilidad y Cambio de Precios.

El objetivo del mismo consistirá en analizar los instrumentos financieros indexados como mecanismo de cobertura contra la inflación.

Se comenzará por definir el concepto de inflación, la forma de medición y los distintos tipos. Se expondrán las teorías sobre las causas de la misma, y se analizarán los efectos en el conjunto de la economía, al igual que las medidas típicas que suelen utilizar los gobiernos para hacerle frente. También se hará una síntesis de la evolución histórica y de la situación actual en Uruguay y Latinoamérica.

Seguidamente, se presentará de qué forma la inflación afecta a las empresas y se procederá a mencionar los distintos mecanismos de cobertura contra la inflación con los que cuentan las mismas, dentro de los cuales están los instrumentos financieros indexados.

Posteriormente, se verá el concepto de instrumentos financieros indexados, el uso en Uruguay y en otros países y los riesgos que cubren.

A continuación, se estudiará la normativa existente al respecto y dentro de la misma se pondrá especial hincapié en el análisis de los criterios de valuación de los distintos instrumentos financieros (NIC 39) y en la revelación de la naturaleza y alcance de los riesgos a los que están expuestos (NIIF 7).

Finalmente se expondrán las conclusiones del trabajo de investigación.

## CAPÍTULO II - INFLACIÓN

*En el año 64 de nuestra era, para hacer frente a los cada vez más elevados gastos de la administración pública, el emperador romano Nerón, decidió reducir el contenido en plata y oro de las monedas del imperio, el denario y el áureo. Nerón, en lugar de financiar el aumento del gasto público con un aumento directo a los impuestos, optó por hacerlo de manera indirecta creyendo así que lograría engañar a los ciudadanos. Nerón retiraba las monedas de circulación, las fundía y volvía a acuñar con su retrato para sacarlas nuevamente al mercado. La libra de plata que antes producía 84 denarios le dio 96, con lo que el emperador logró "utilidades" del 15%. Con la cantidad de oro que usaba para hacer 40 áureos fabricó 45. Durante su reinado, Nerón aplicó varias veces esta fórmula. Pero, curiosamente, la jugada no le funcionó, ya que los precios de los productos se dispararon, bajó el consumo y la recaudación pública prácticamente no aumentó, ya que los ciudadanos romanos pudientes, los patricios, que conocían la jugada y poseían las mayores riquezas, decidieron protegerlas y atesoraron las monedas antiguas que contenían más metal precioso y efectuaron sus pagos, impuestos incluidos, con las nuevas monedas, que contenían menos. Con esta jugada aparentemente "lista", Nerón, además de por incendiar Roma, se hacía famoso por crear el primer proceso inflacionario de la historia.*

### 1. DEFINICIÓN

Existen varias definiciones de inflación.

Algunos autores definen la inflación como el aumento sostenido y continuo del nivel general de precios de los bienes y servicios de una economía en un período de tiempo determinado. Es una definición que pone énfasis en los aspectos descriptivos, es decir, en el aumento de precios.

La inflación es un fenómeno dinámico, pues tiene sentido al estar referida respecto al tiempo. De esta forma no es inflación el aumento transitorio del precio de ciertos bienes; debe ser un aumento permanente del promedio de los precios de la economía.

En cambio, hay autores que definen la inflación como el aumento de la cantidad de dinero circulante en relación con los bienes disponibles. Este aumento en la cantidad de dinero causa, entre otras cosas, un aumento generalizado de los precios. La raíz del problema inflacionario sería entonces el aumento de la cantidad circulante y no el aumento de los precios.

La inflación también puede definirse como la permanente pérdida de valor de la moneda nacional. Como ésta pierde valor y los precios están expresados en unidades monetarias, éstos aumentan en términos de la moneda. Por lo tanto, la desvalorización de la moneda es la contracara del aumento de precios.

## **2. MEDICIÓN**

Desde un punto de vista empírico, la inflación puede medirse como la diferencia de precios en un período determinado. Concretamente, ésta se calcula como la tasa de variación porcentual de los precios.

Dicha variación de precios puede medirse utilizando indicadores. A modo de ejemplo, citamos algunos de esos índices:

➤ El Índice de los Precios al Consumo (IPC):

El objetivo de este indicador es obtener una estimación de las variaciones de los precios de los bienes y servicios consumidos por los hogares. El IPC refleja la evolución del costo de adquirir una canasta de bienes y servicios representativa del consumo de una familia tipo. Esta canasta está compuesta por un gran número de bienes y servicios consumidos por los hogares en un mes y año determinado que se toma como base. La participación de cada artículo en la canasta está ponderada por su importancia en el consumo total. Luego de tener la estructura de consumo inicial se dejan fijas las cantidades, y mediante una encuesta que se hace mensualmente se relevan los precios de los bienes y servicios que integran dicha canasta, por lo que la variación del índice refleja únicamente la variación de los precios en el período analizado.

➤ El Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPN):

Este indicador mide la evolución de los precios al por mayor. El objetivo de este índice es estimar la evolución de los precios de los bienes producidos en el país que tienen como destino el mercado interno, en el primer nivel de transacción. Es muy utilizado para comparar la competitividad de un bien respecto del mundo, ya que el comercio exterior, dado el gran volumen transado, se maneja con precios mayoristas. Además, permite estudiar el comportamiento de los precios de una gran variedad de bienes.

➤ El Deflactor implícito del PBI (DIPBI):

El PBI a precios corrientes (nominal) representa el valor de la producción a los precios existentes en el año en que se realiza la misma. El PBI a precios constantes (real) refleja el valor de la producción expresada en base a los precios vigentes en el año que se toma como base. El cociente entre éstos da lugar a un índice de precios llamado deflactor implícito del PBI. Éste refleja la variación de precios ponderados por las cantidades de bienes y servicios producidos. Como el PBI es el resumen de toda la actividad económica de una economía en un período de tiempo determinado, el DIPBI es el índice de precios de mayor cobertura.

## **3. TIPOS DE INFLACIÓN**

Según la magnitud del aumento de precios, se pueden distinguir distintos tipos de inflación:

a) Inflación reptante:

Cuando la variación anual de los precios es menor al 10%. Se caracteriza por tener una marcha lenta pero constante. En este caso los precios son relativamente estables, y por lo tanto la gente confía en el dinero; está dispuesta a mantenerlo en efectivo y a firmar contratos a largo plazo expresados en términos monetarios. En esta categoría tradicionalmente se ubican los países más desarrollados. En los años `90 la mayoría de los países latinoamericanos consiguieron llevar su inflación a estos niveles. En los últimos años, nuestro país ha alcanzado niveles de inflación que se encuentran en esta categoría.

b) Inflación moderada o abierta:

Corresponde a una inflación de dos dígitos, pero todavía baja (entre un 10 y 20% anual). La gente sigue confiando en el dinero, pero ya empieza a tener ciertas precauciones. La inflación moderada ha sido el caso de los países desarrollados en los años `70 luego del shock del petróleo. En la década de los `90, Uruguay alcanzó niveles de inflación moderada.

c) Alta inflación:

Hace referencia a una inflación alta, aunque todavía controlable (aumento de precios superior al 20% anual). En esta situación surgen importantes distorsiones en la economía debido al uso más intenso de sustitutos de la moneda nacional, como el dólar en América Latina, para pagar salarios y bienes. Generalmente, la mayoría de los contratos se ligan a un índice de precios o a una moneda extranjera. Un buen ejemplo de alta inflación lo constituye la historia inflacionaria uruguaya desde los años `60: el promedio de nuestra inflación en los 30 años siguientes fue de 60% anual. En un extremo superior de esta categoría se puede llegar a tasas de inflación del 700%. En estas circunstancias, el dinero pierde su valor muy deprisa, por lo que el público no tiene más que la cantidad de dinero mínima indispensable para realizar las transacciones diarias.

d) Hiperinflación:

Se refiere a una situación caracterizada por la destrucción del sistema de precios, ya que los mismos suben un millón o incluso un billón por ciento al año. En este caso, los precios ya no significan nada, pues aumentan a un ritmo vertiginoso. Si se insiste en llevar estadísticas sobre la variación de precios, la tasa de inflación relevante pasa a ser la mensual. Las hiperinflaciones más citadas han sido la de varios países europeos luego de la Primera y la Segunda Guerra Mundial. En América Latina se han observado tristes historias de este fenómeno, por ejemplo en Bolivia y Nicaragua en la década de los `80. La principal característica es el abandono de la moneda nacional, pasando a utilizarse el dólar o incluso el trueque. Además, como el sistema formal de precios se ha destruido, existe una gran distorsión de precios relativos (por ejemplo, pérdida de poder adquisitivo de un salario vs. la canasta básica), ocasionando fuertes redistribuciones del ingreso (pues no todos los precios suben a la vez intertemporalmente y entre industrias).

#### **4. CAUSAS**

Como la inflación implica el crecimiento simultáneo y sostenido de precios de los bienes y servicios de una economía y el aumento de unos precios empuja a los demás en círculo vicioso, resulta realmente difícil ponerse de acuerdo sobre qué rama industrial o qué factor fue el origen de la escalada. La multitud de teorías explicativas puede agruparse en los siguientes tipos:

##### **a) Inflación de demanda:**

La inflación de demanda puede expresarse empleando tanto el modelo clásico (o monetarista) como el keynesiano. Ambos modelos coinciden en que la causa de la inflación es el exceso de demanda. La inflación de demanda implica que un aumento de la demanda agregada (compuesta por: consumo de las familias, demanda de inversión de las empresas, gastos del gobierno) provoca presiones sobre el mercado de bienes, las que se eliminan mediante un aumento en el nivel de precios, debido a que el aumento de la demanda agregada no puede ser satisfecha por aumentos de la producción (nivel de pleno empleo).

Según el modelo clásico, es la expansión en la cantidad de dinero lo que provoca un aumento proporcional de los precios, ya que esa expansión hace aumentar las disponibilidades líquidas de todos los agentes en general y por tanto de todos los componentes de la demanda (aumenta el consumo, la inversión y los gastos). En este caso la causalidad va de dinero a precios. Es el incremento demasiado rápido de la cantidad de dinero en circulación con respecto a la producción lo que causa la inflación.

Un resultado similar se obtendría si se cambia cualquier otra variable explicativa de la demanda, por ejemplo un aumento del gasto del gobierno debido a la realización de obras, una mayor inversión de las empresas por una mejora en las expectativas, o una decisión de las familias de aumentar el gasto. Si se pone énfasis en estos factores, se tendrá una explicación keynesiana de la inflación de demanda, cuyos efectos finales son formalmente idénticos a la explicación clásica.

##### **b) Inflación de costos:**

Teoría que se basa en un mercado oligopólico, donde las empresas tienen cierto margen para fijar precios, aplicando un margen de beneficios constante sobre sus costos de producción. Los costos están integrados por costos laborales (salarios), el costo del capital (tasa de interés), costo de las materias primas y los costos fijos. La inflación de costos implica que el alza de los precios se origina en los aumentos del costo de producción, dado el poder de las empresas de fijar precios y el hecho de que estas quieren mantener su margen de beneficios, por lo tanto los aumentos de los costos se trasladan a los precios.

Si bien existen muchos componentes que conforman el costo, es interesante concentrarse en el costo laboral para analizar el carácter dinámico de la inflación: Un



aumento de precios lleva a una caída de la demanda y un menor nivel de ventas. Por lo tanto en el período siguiente se producirá menos, por lo que se utilizarán menos trabajadores, generando desempleo. Este desempleo presiona a la baja a los salarios nominales, con lo que se volvería al equilibrio inicial. De esta forma la inflación tiende a desaparecer. En rigor, no sería inflación, ya que se trata de un aumento de precios meramente transitorio. Pero en este caso el aumento de precios desaparece mediante una recesión: caída del nivel de actividad, del gasto y del empleo. Como los costos de una recesión son importantes y pueden durar mucho tiempo, la ratificación monetaria (aumento en la cantidad de dinero) aparece como el mecanismo de política económica utilizado para convalidar el aumento de precios originado por los costos de producción, con el objetivo de mantener el nivel de actividad. En este caso, primero surge la presión de aumentos de precios y luego se produce la expansión de la cantidad de dinero. La causalidad va de precios a dinero. Este proceso puede seguir indefinidamente (en el período siguiente, al ver que los precios aumentaron, se reclamarán nuevos aumentos de salarios; los empresarios a su vez aumentarán sus precios para mantener constante sus beneficios; este aumento de precios será luego convalidado con una nueva expansión monetaria), dando lugar a la espiral de precios y salarios que se dispara luego del primer empuje de los costos.

Otra explicación se basa en el poder que tienen los sindicatos para conseguir mejoras salariales en proporción superior al aumento de la productividad laboral, por lo cual percibirían una proporción superior de la renta nacional. Eso lleva a que el resto de los perceptores de rentas vean reducida su participación y solo podrán defender sus ingresos aumentando los precios. Los trabajadores responderán con mayores reivindicaciones desencadenándose así una espiral salarios-precios.

Otra explicación similar es la de la espiral salarios-salarios. Según ésta, los trabajadores están preocupados especialmente por mantener su posición relativa con respecto a los demás trabajadores y ramas industriales. Si en algunas empresas los incrementos en la productividad laboral permiten conseguir mejoras salariales notables, los trabajadores del resto de las empresas o ramas productivas tratarán de obtener las mismas mejoras mediante una mayor agresividad sindical.

Finalmente, debemos prestar atención a un elemento importante de los costos en una economía pequeña y abierta como la uruguayana: las materias primas importadas. Un aumento de precio de un insumo puede ser genuino: aumento del precio en moneda extranjera en el mercado internacional, o aumento en el tipo de cambio; en cualquiera de las dos situaciones un aumento de su precio en moneda nacional provoca el empuje de costos inicial del proceso inflacionario. Es por eso que en general se considera que la inflación es "exportable", debido a cada vez mayor peso que tienen las importaciones como componentes de los productos acabados interiores, las subidas de precio se trasladan rápidamente de un país a otro.

### c) Inflación estructural:

La teoría estructuralista de la inflación parte de una base productiva rígida, causada por factores estructurales e institucionales que determinan un bajo rendimiento. Es el caso de las economías subdesarrolladas, donde la oferta no puede responder rápidamente a los cambios en la demanda pues la estructura productiva es menos flexible o capaz de adaptarse correspondientemente. Cuando la demanda crece, se generan presiones sobre la producción, que no puede aumentar en el corto plazo. Dicha presión se resuelve mediante un cambio de los precios relativos entre los diferentes sectores de la economía;

dado el supuesto de rigidez a la baja de los precios, toda presión de demanda con oferta rígida implica un aumento de precios.

El aumento en los precios reduce el poder adquisitivo de los trabajadores, quienes reclamarán aumentos de sus salarios. Los empresarios verán reducirse sus beneficios, con lo que también aumentarán los precios, comenzando el proceso dinámico de espiral de precios y salarios. Para que estos mayores precios puedan mantenerse, el Gobierno debe expandir la cantidad de dinero, convalidando de esta forma la inflación. En el proceso de crecimiento de estas economías este fenómeno se repite constantemente, por lo cual siempre se generan presiones básicas que luego se propagan mediante la expansión monetaria. De esta forma, la inflación está ligada al desarrollo económico.

d) La teoría monetaria de la inflación y sus variantes:

La presentación de esta teoría se puede plantear recordando la teoría cuantitativa de la demanda de dinero. En ella se menciona, entre otras cosas, que dicha demanda depende en forma inversa de la tasa de inflación: al ser más alta la inflación, los agentes económicos se desprenden más rápidamente de los billetes en moneda nacional. La teoría monetaria pone especial énfasis en la expansión de la cantidad nominal de dinero causada por las necesidades de financiamiento del déficit del sector público. Se parte de una situación de equilibrio, tanto en el sector fiscal como en el mercado de dinero. Un déficit fiscal inicial se financia con un aumento de la emisión, que va a parar al sector privado. Como el mercado monetario se encontraba inicialmente en equilibrio, los agentes económicos se encuentran con un excedente de dinero que lo gasta en el mercado de bienes, provocando un aumento en los precios. Esta inflación lleva a que la demanda real de dinero nuevamente se contraiga, hasta que se recomponga el equilibrio de cantidades reales en el mercado de dinero. Si esta situación se mantiene estable y no es explosiva, la financiación del déficit se puede hacer con una emisión de dinero relativamente pequeña, con lo que la inflación será baja, y la gente no rechazará el dinero, por lo que la demanda real de dinero no caerá demasiado. Pero si este proceso se repite en forma explosiva, los agentes económicos percibirán una tendencia inflacionaria acelerada. En este caso, se produce un equilibrio inflacionario alto, donde la financiación del déficit requiere una inflación alta, pues la cantidad real de dinero deseada por el público es baja.

## **5. EFECTOS MACROECONÓMICOS**

La inflación tiene efectos no neutrales en la economía. Esto significa que se producen efectos no sólo en el nivel de precios, sino que también puede y suele afectar variables como la distribución del ingreso, el nivel de crecimiento, el déficit fiscal, el tipo de cambio, las exportaciones netas, etc.

A continuación se describen los principales efectos macroeconómicos de un proceso inflacionario:

a) La pérdida de poder adquisitivo de los ingresos nominales:

Cuando los precios aumentan, los bienes y servicios que se pueden comprar con el ingreso monetario se reducen; esto implica que su poder adquisitivo es menor. Este problema se soluciona si todos los ingresos aumentaran en la misma proporción que

aumentan los precios, pero no todos los agentes económicos pueden lograr este tipo de cobertura.

b) La redistribución del ingreso:

La inflación afecta a la distribución del ingreso de varias formas.

Por un lado, la distinta evolución de los precios relativos lleva a que los distintos grupos se vean afectados en forma diferente. Los empresarios por ejemplo, tienen la capacidad para ajustar el precio de sus productos o servicios ante un aumento de precios; sin embargo los asalariados, los jubilados, los beneficiarios de planes sociales y quienes obtienen rentas mediante contratos de largo plazo, tienen poca o ninguna capacidad de ajustar sus ingresos ante la inflación.

Por otro lado, la continua inflación hace que la cantidad real de dinero disminuya. Muchos individuos tienen la posibilidad de evitar esta pérdida de valor (depositando dinero en el banco, comprando bonos, comprando acciones), pero los grupos de menores ingresos nominales son los que más sufren este efecto negativo (no tienen alternativas para evitarlo), generándose entonces una redistribución regresiva del ingreso.

c) La incertidumbre macroeconómica y sus efectos:

Como se mencionó anteriormente, cuando hay inflación se observan cambios permanentes en los precios relativos, existiendo una creciente incertidumbre sobre la evolución de los precios de la economía. Esta incertidumbre perjudica a todos los agentes económicos: consumidores, productores y sector público, pero sin duda los efectos más nocivos se producen sobre las empresas, que son las que invierten, por lo que una mayor incertidumbre provocará una menor inversión y por ende un menor crecimiento.

En las economías de mercado, los precios son clave en la asignación de recursos. La inflación es un fenómeno que desalienta muchas actividades productivas, al generar incertidumbre sobre los futuros precios. Las personas son por naturaleza aversas al riesgo, por lo que si la inflación genera un mayor riesgo para ciertas inversiones, éstas estarán desalentadas, asignándose recursos hacia otros destinos, ya sea bienes que resguarden su valor ante la inflación o bien inversiones que ajusten sus ingresos con la inflación. Esta asignación de recursos es ineficiente porque está basada en parte por la incertidumbre generada por la inflación y no por consideraciones productivas.

d) Efectos sobre el resultado fiscal:

Uno de los efectos sobre el resultado fiscal es el llamado "tirón fiscal". Éste se da cuando la recaudación del gobierno se basa en los ingresos y rentas de las personas, existiendo distintos tramos de aportes según el nivel de ingresos nominales. Al aumentar los precios, aumentan los ingresos nominales, y por consiguiente muchas personas pasarán a una categoría superior de aporte, aunque en realidad sus ingresos reales no aumenten. Vemos entonces que este efecto juega a favor del gobierno, pues permite una mayor recaudación.

El otro efecto sobre el resultado fiscal es el "efecto Olivera – Tanzi", que afirma que existe un desfase entre la determinación de un impuesto y su pago. Para el caso de

Uruguay, el impuesto por el que se recauda más, que es el IVA, se va generando durante el mes y se paga a fines del mes siguiente. En un contexto de inflación creciente, este rezago hace que el valor real de la recaudación disminuya.

## **6. PLANES DE ESTABILIZACIÓN**

Éstos se refieren a un conjunto de medidas de política económica destinadas a reducir la inflación a niveles bajos. Como se vio anteriormente los distintos enfoques teóricos analizados proponen distintas causas de la inflación, y por ende distintas formas de atacarlas. En particular, un punto de controversia es si el aumento de la cantidad de dinero es la causa o la consecuencia del aumento de precios.

Las teorías monetaristas (Cuantitativa y Monetaria) identifican al dinero como el primer elemento de la cadena. Dado esto, proponen una reducción de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero. La última teoría además vincula dicha expansión con el financiamiento del déficit fiscal. Al ser éste el problema, se propone como elemento principal un *ajuste fiscal*. Además otro elemento fundamental es la *credibilidad del plan*; si los agentes económicos perciben que el plan es sostenible, volverán a demandar moneda nacional, con lo que la situación se compatibiliza con una baja inflación. A este tipo de plan que manejan estas dos variables como principales elementos se le denomina planes ortodoxos.

Las teorías no monetarias (Estructuralista y de Costos) por su parte establecen que hay presiones en la parte real de la economía que llevan al aumento de precios: el origen del problema no es la cantidad de dinero. Según la primera, la inflación iría desapareciendo si se solucionan los problemas de *productividad* del sector real, el cual es un objetivo de crecimiento a largo plazo y no una medida anti-inflacionaria en corto plazo. La segunda plantea el aumento de los costos de producción como causa del aumento de precios, muy especialmente los costos salariales. Esta teoría toma como elemento para el control de la inflación la *desindexación salarial* y el manejo del *tipo de cambio*. A este tipo de planes se les denomina heterodoxos.

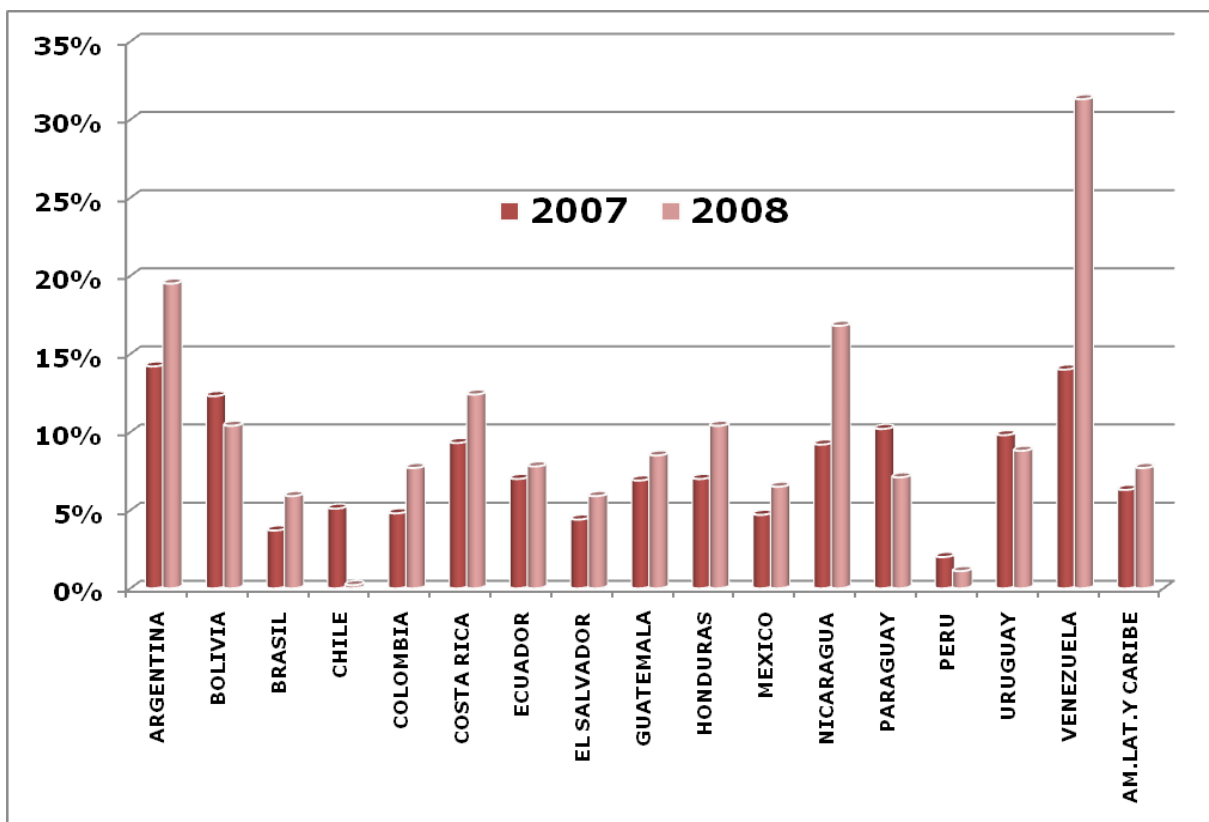
## **7. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA Y URUGUAY**

Desde que la inflación se instaló en las economías de América Latina en la década de los '50, la evolución de la misma ha sido variable tanto en porcentaje como de país a país.

A continuación se adjunta un cuadro extraído de un estudio realizado por Carlos Dabús, Silvia Elías y María Fernández titulado "Inflación, Estabilidad y Crecimiento en América Latina", que analiza la relación entre la inflación y el crecimiento de diez economías latinoamericanas con una rica experiencia inflacionaria. Los países considerados son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Nicaragua, Perú, Uruguay y Venezuela. La mayor parte de éstos tuvieron prolongados períodos de alta inflación durante los '70 y '80, pero lograron una notable estabilización en la década del '90.

Los Ins	País	Regímenes			Inflación
		Moderada	Alta	Extrema	
PCIE	Argentina	1960-1970	1971-1974	1982-1985	
		1992-1997	1977-1981	1988-1990	
			1986-1987		
			1991-1991		
	Bolivia	1971-1972	1973-1974	1984-1986	
		1975-1979	1980-1983		
		1987-1996			
	Brasil	1971-1973	1974-1983	1984-1996	
	Chile	1981-1996	1972-1972	1973-1976	
			1977-1980		
	Nicaragua	1971-1978	1979-1980	1985-1991	
		1981-1982	1983-1989		
		1992-1996			
	Perú	1971-1975	1976-1987	1988-1991	
		1994-1996	1992-1993		
	PSIE	Colombia	1971-1987	1988-1992	
			1993-1996		
		México	1971-1979	1980-1988	
1989-1996					
Uruguay			1970-1996		
Venezuela	1971-1986	1987-1996			
PCIE:	Países con inflación extrema				
PSIE:	Países sin inflación extrema				

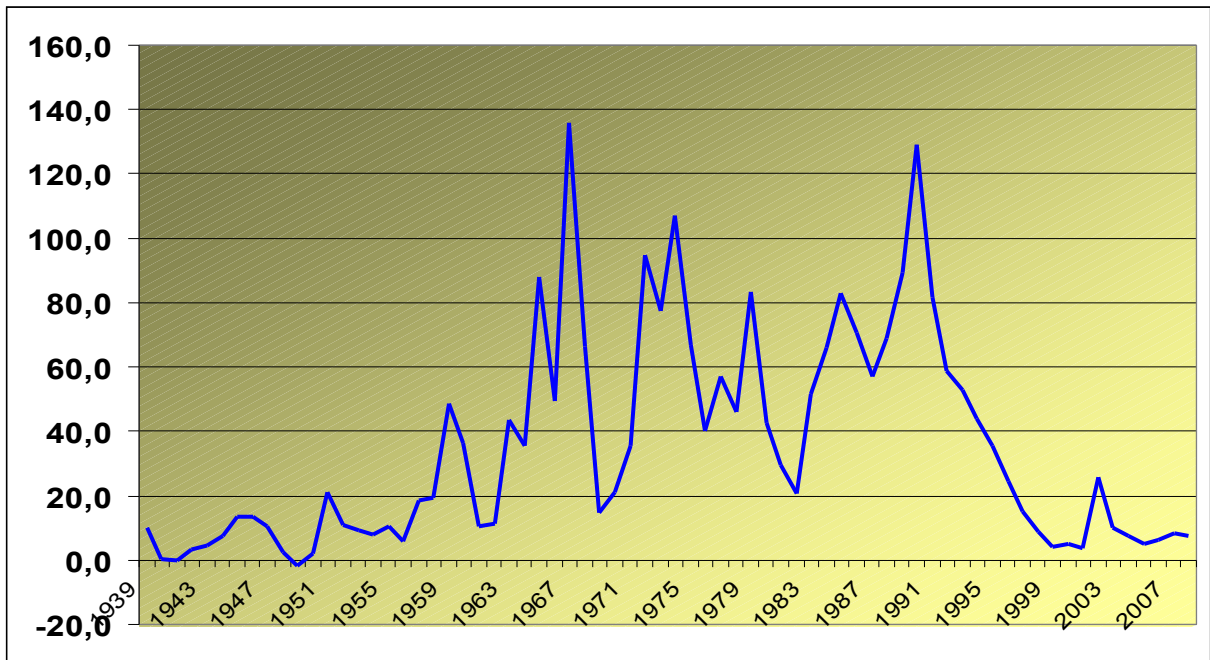
El siguiente gráfico muestra las tasas anuales de inflación de 2007 y 2008 para dieciséis países latinoamericanos y el promedio para América Latina y el Caribe. Los datos fueron extraídos de la página web del Banco Mundial.



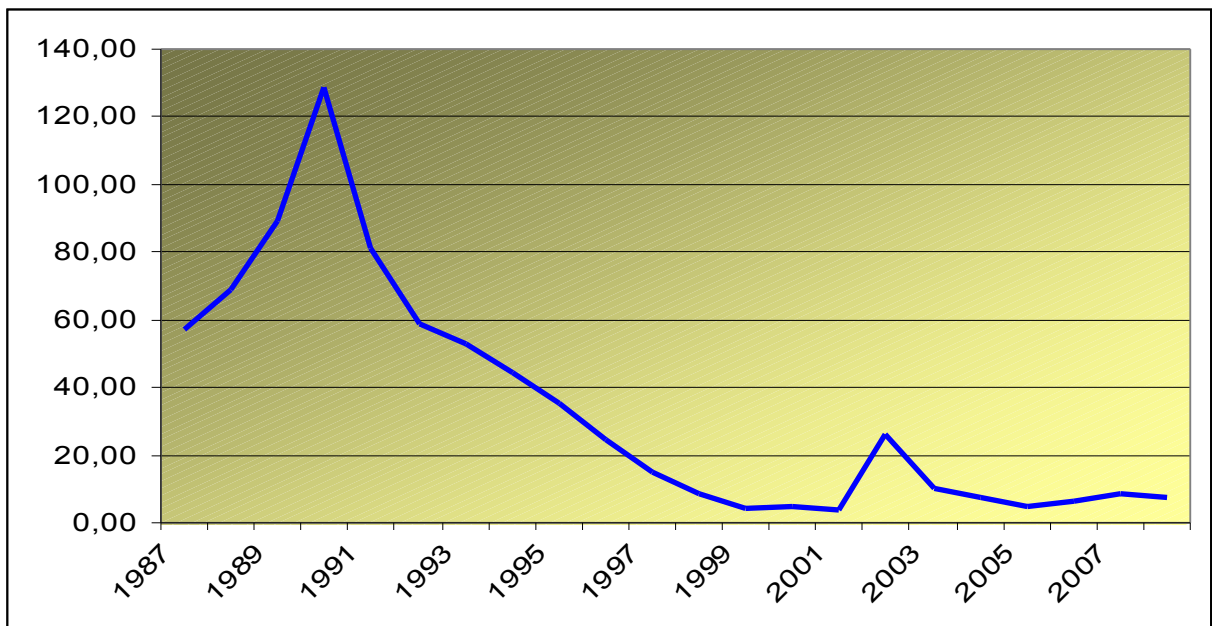
A continuación, algunas características del fenómeno inflacionario en nuestro país:

- Altamente variable.
- Promedio del 34% en los últimos 20 años y 8,5% en los últimos 10 años.
- Asociada a la evolución de precios internacionales.
- Valores:
  - Máximo 180% en 1968.
  - 1974 y 1978 del entorno del 80% (crisis petroleras).
  - 1982 a 1985 entorno al 80% (quiebre de la tablita).
  - 1988-1990 entorno al 120% anual.
  - Mínimas: en el entorno del 10% luego de planes de estabilización aplicados a partir de 1978 y 1990.

En el siguiente gráfico se muestra la Evolución de la inflación en Uruguay entre 1938 y 2007 (promedio 35%). Los datos fueron extraídos del Curso de Economía I, Ciclo Básico, Facultad de Ciencias Sociales, UDELAR.

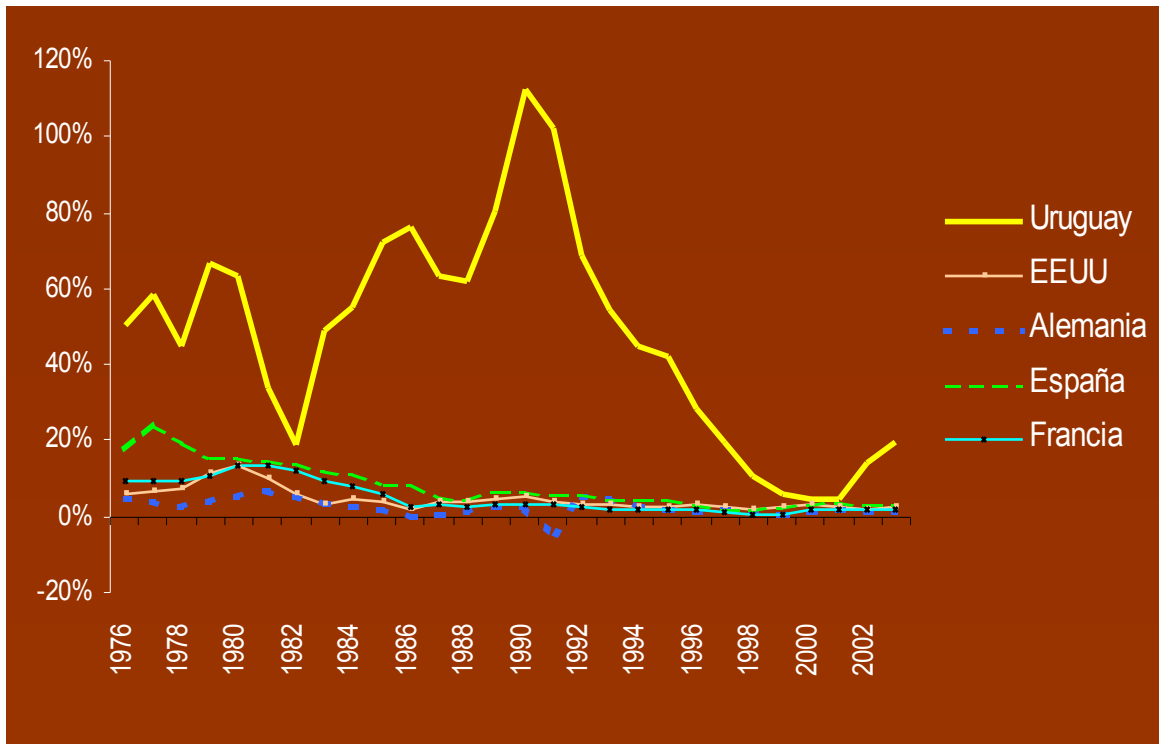


A continuación, gráfico con la evolución de la inflación en Uruguay entre 1987 y 2007 (promedio 35,3%; para el período 1998-2007, promedio 8,5%). Los datos fueron extraídos del Curso de Economía I, Ciclo Básico, Facultad de Ciencias Sociales, UDELAR.



La gráfica siguiente muestra como las tasas de inflación de un país relativamente inestable como Uruguay son sistemáticamente superiores a las que presentan los países desarrollados, cuyas variables macroeconómicas (en este caso los precios), tienden a evolucionar de forma mucho más estable. Fuente: Curso de Economía I, Ciclo Básico, Facultad de Ciencias Sociales, UDELAR.





### CAPÍTULO III – MECANISMOS DE COBERTURA CONTRA LA INFLACIÓN

*La más grave situación económica para país alguno antes de la Segunda Guerra Mundial le correspondió a la sufrida por Alemania después de la Primera Guerra Mundial. En términos de inflación hasta 1920, la economía alemana no se vio afectada de manera notoria, excepto por las consecuencias lógicas de la guerra, pero a partir de 1921, los signos inflacionarios fueron marcadamente preocupantes. El índice de inflación aumentó, de 39.2% para el período de 1920 a 1922, a la gigantesca cifra de 56.000.000.000% para el período de julio a fines de octubre de 1923. La clase más golpeada fue la clase media. En la mayoría de los casos los sueldos se pagaban dos veces al día y era urgente gastarlo inmediatamente. Se les daba a los trabajadores un receso de media hora, dos veces al día, para que compraran lo que necesitaban, mayormente alimentos. Esperar dos horas podía significar comprar sólo la mitad de comida. Como no se podían remarcar los precios tan rápidamente, los comerciantes mantenían las etiquetas, pero exhibían un factor de multiplicación que variaba constantemente. Cada hora el comerciante llamaba al banco para que le dieran la nueva tasa de cambio referente al dólar y modificaba el factor de multiplicación aumentándolo un poco para anticiparse al nuevo incremento. Los telefonistas de los bancos respondían las llamadas de manera peculiar: "100 milliarden, bitte sehr, guten Tag" que significaba: "la cotización actual del dólar es de 100 mil millones. Muchas gracias. Buenas tardes."*

## **1. EFECTOS DE LA INFLACIÓN EN LAS EMPRESAS**

Como hemos visto, la inflación tiene una serie de implicaciones sobre el sistema económico y en consecuencia sobre la actividad empresarial.

Un proceso inflacionario no implica necesariamente que una empresa se vea desfavorecida. La forma y el grado en que la inflación afectará a las empresas depende de varios factores, como por ejemplo el poder que tenga la empresa para fijar precios, su estructura de costos, la composición de activos y pasivos, la organización y gestión, entre otros. La empresa podrá atravesar por períodos donde obtenga beneficios reales, dado que la inflación no afecta a todas las ramas exactamente al mismo tiempo. De todas formas la inflación es un proceso prolongado y por lo general la empresa la sufrirá tarde o temprano.

A continuación se detallan los principales efectos de la inflación en las empresas:

### a) Disminución de la rentabilidad real de los activos:

Por el efecto de la inflación la rentabilidad real de ciertos activos se puede ver afectada. Si se tiene una acción que al cabo de un año rinde el 10% en términos nominales, y si el aumento de precios fue del 15% para el mismo período, entonces se tiene una pérdida de 5%. La rentabilidad real es la que interesa al empresario, es la que determina si ha habido un incremento de la riqueza y en qué cuantía.

### b) Distorsión de las decisiones en la elaboración del presupuesto:

La inflación incide sobre los flujos de efectivo de un proyecto y sobre la tasa de descuento requerida por la empresa, así la inflación distorsiona las decisiones en la elaboración del presupuesto de capital.

La inflación puede afectar en mayor o menor intensidad a los flujos de efectivo, dependiendo de la naturaleza de éstos. Así la inflación podría afectar más a los precios de venta, o bien a los costos. Debido a la pérdida del poder de compra del dinero los flujos de caja son, en términos reales, cada vez menores. De ese modo la inflación incentiva las inversiones con recuperación rápida y que requieran una menor inversión de capital.

Es necesario entonces ajustar tanto los ingresos como los costos y gastos, de acuerdo con una tasa de inflación para cada uno, según se estime que estos van a variar. Muchas veces, debido a la magnitud del aumento de precios, la estimación de ese deflactor es muy difícil.

c) Disminución de la productividad:

La inflación puede afectar no sólo las actividades productivas sino también la productividad de una empresa. Así la inflación tiende a promover las actividades poco productivas, de corto plazo y especulativas, y desestimula las actividades productivas.

El empresario deberá dedicar una mayor parte del tiempo y de sus recursos en la búsqueda de mecanismo para defenderse de la inflación.

Además la empresa sufrirá distintos efectos según sea la combinación de los distintos factores productivos que emplee, ya que los precios específicos de los diferentes factores aumentan en forma distinta.

d) Distorsión de los estados financieros:

En períodos inflacionarios el valor del dinero no es estable ya que la inflación carcome su poder adquisitivo. Esto lleva a que no se disponga de una unidad de medida homogénea a lo largo del tiempo. Es necesario entonces que los estados financieros consideren esas variaciones del poder de compra de la moneda para que brinden la información adecuada para la toma de decisiones. Es necesario eliminar el efecto distorsionador del incremento generalizado de los precios para que sea comparable a través del tiempo.

A modo de ejemplo se puede citar una serie de situaciones en las cuales la información que proporciona la contabilidad será sesgada por causa del efecto de la inflación: la contabilidad tradicional no registra las pérdidas que se generan por el mantenimiento de activos monetarios, dada su pérdida del poder de compra; el reparto de dividendos de acuerdo con la contabilidad convencional, no garantiza la conservación del poder adquisitivo de los recursos invertidos por los accionistas; al fijarse el precio de venta de los productos en función del costo histórico de los mismos, se arriesga la reposición de existencias, al experimentar aumento en sus precios; los costos de ventas que se registran son inferiores a los verdaderos, al valorarse las compras y los inventarios a su costo histórico.

e) Agravamiento de la situación financiera:

La situación financiera de la empresa se afecta por causa del aumento constante de los precios, así una empresa podría verse afectada en mayor o menor medida según sea su estructura de activos y pasivos. En períodos inflacionarios la empresa requiere de una mayor financiación, lo cual se da por varias razones. Una de ellas es que al aumentarse el costo de las materias primas, entonces se eleva el valor de los inventarios, lo cual implica que sea necesaria una mayor financiación. Por otro lado, a pesar de que normalmente la empresa requiere de financiamiento para su crecimiento, en tiempos de inflación se necesitan más recursos financieros para el simple mantenimiento de la dimensión actual, ya que la sola conservación del capital requerirá incrementos en términos nominales, ya que en términos reales éste se deteriora.

Así que como consecuencia de la expansión del medio circulante y de la erosión del capital se requiere de mayor financiamiento, a lo cual se unen otras situaciones que sufre la empresa, como lo son la reducción de la liquidez, las políticas de crédito restrictivas, los aumentos de los tipos de interés, etc., que contribuyen a complicar la posición financiera de las empresas.

f) La toma de decisiones:

El empresario debe contar con información suficiente, válida y a tiempo para la adecuada toma de decisiones. Esto lleva a una correcta planeación para conseguir los distintos objetivos fijados y así poder plantear políticas eficientes y eficaces en las diferentes áreas de su accionar, es decir políticas financieras, de crédito y cobros, de inventarios, etc.

Pero cuando se está en presencia de inflación toda esa labor descrita se vuelve más compleja e incierta. En este sentido la gerencia debe desarrollar la habilidad de tomar medidas que contrarresten las consecuencias de la inflación y poder tomar decisiones acertadas, aún en una situación de inestabilidad e incertidumbre como lo es un período inflacionario.

Como se vio anteriormente, uno de los principales efectos de la inflación es la distorsión que introduce en la información contable, lo cual incide en el proceso de toma de decisiones. Siguiendo la misma línea, los análisis empleando razones financieras también se pueden ver afectados por la inflación debido a la incorrecta valuación de los numeradores y denominadores (ej. ventas/activos, activo circulante/pasivo circulante, etc.).

g) Aumento de la incertidumbre:

Una alta inflación aumenta la incertidumbre. La incertidumbre puede afectar negativamente la rentabilidad esperada de la inversión y por lo tanto el crecimiento en el largo plazo. Asimismo, desincentiva la inversión. Las decisiones económicas más importantes que toman las empresas son, usualmente, decisiones de largo plazo: las decisiones de hacer una fábrica, de contratar empleados, de comprar maquinaria. Estas decisiones dependen crucialmente del grado de incertidumbre sobre el futuro. Una inflación baja y estable es un indicador de estabilidad macroeconómica que contribuye a que las empresas tomen decisiones de inversión con confianza.

Como resulta evidente, la inflación desanima la inversión, ya que se disminuyen los beneficios reales y las posibilidades de aumentar la productividad de la empresa.

## **2. MECANISMOS DE COBERTURA CONTRA LA INFLACIÓN**

La inflación genera una pérdida en el poder adquisitivo, lo que repercute de manera negativa en las empresas. Éstas deberán tomar medidas para contrarrestar los efectos de la misma, buscando alternativas para obtener rendimientos superiores o al menos iguales a los índices inflacionarios. Es por eso que uno de los grandes retos que deben enfrentar las empresas de las economías inflacionarias es como hacerle frente a la suba generalizada de precios.

En el mercado siempre hay opciones con diverso grado de riesgo y rentabilidades. La respuesta a la pregunta de dónde invertir dependerá no solo del riesgo que quiera asumir el inversor, sino del acceso a las alternativas que le ofrece el mercado. Al momento de evaluar qué hacer con los ahorros hay que tener en cuenta los gustos personales junto a las distintas situaciones de partida. Es imposible establecer recetas únicas válidas para tal diversidad de situaciones.

En relación al riesgo que quiere asumir el inversor hay que tener en cuenta que cada uno tiene un "perfil de riesgo", que pone en marcha cuando decide una inversión. Conocerlo, saber si una persona prefiere un riesgo nulo, bajo, moderado o alto, sirve de mucho a la hora de tomar las decisiones. Hay tres cosas que todo inversor busca: rentabilidad, seguridad y liquidez; y sabido es que la rentabilidad está en relación inversa con la seguridad.

También las empresas presentan diferencias en el acceso que disponen a diferentes activos de inversión. El menú no es el mismo para todos, a pesar que se han reducido las diferencias gracias a la globalización, Internet y el desarrollo de los mercados de capitales. La combinación óptima siempre debe considerar el retorno y el riesgo de la cartera de inversión, y el riesgo difiere mucho de caso a caso.

Muchas veces, no solo por el nivel de incremento de los precios, sino, además, porque como no existe un dato cierto sobre la inflación, se deberán buscar aquellas inversiones que generen la menor pérdida posible.

Es importante mencionar a las pequeñas y medianas empresas (PYMES) dada la importancia que las mismas tienen en Uruguay, ya que representan la gran mayoría de las empresas de nuestro país.

Muchas veces, en los períodos en los cuales se registran aumentos sostenidos en el nivel de precios de una economía, las PYMES deben conformarse al menos con mantener el valor real de su dinero, es decir, que su capital no pierda poder adquisitivo.

Las PYMES son particularmente sensibles a las tendencias de la inflación.

Debido a que carecen de capacidad para formar precios, tienen que adoptar los que fijan las grandes firmas. Lo primero que ocurre con la inflación es que la gente pierde capacidad adquisitiva y eso enseguida golpea a las pequeñas empresas, porque no son formadoras de precios. Frente a esto, la primera reacción suele ser subir los precios en cuanto se incrementan los costos, y ahí muchas veces, empieza el problema.

Las PYMES no cuentan tampoco con suficiente espalda financiera como para restringir las ventas a la espera de más rentabilidad. Necesitan producir y comercializar.

Por otro lado, uno de los grandes ganadores de un contexto inflacionario son las empresas que manejan altos volúmenes de efectivo en la cobranza de sus ventas y pueden pagar a sus proveedores a plazo. La colocación de ese dinero en instrumentos financieros de corto plazo les permite lograr una interesante utilidad.

Otros sectores beneficiados son los que cobran sus servicios por adelantado, en general proveedores de servicios públicos y privados, como telefonía móvil, cable, Internet, etc.

Seguidamente analizaremos las medidas más comunes aplicadas por las empresas en este contexto económico:

a) Aumentar los precios de venta:

La inflación hace que los costos de administración, producción y comercialización de las empresas aumenten. Para contrarrestar este efecto una posible solución es aumentar los precios de venta de los productos o servicios.

Esta estrategia de trasladar los incrementos sobre los costos a los precios de venta es muchas veces la primera estrategia de los empresarios para ganarle al aumento de costos. Es una medida que parece, en principio, fácil de llevar a cabo. Sin embargo, no siempre es posible ya que esta alternativa está fuertemente acotada por la competencia entre los productos de la misma categoría y también por la presencia de sustitutos. Dependerá también del tamaño de la empresa y del sector productivo que se trate.

La clave es cómo mantenerse competitivas ante la imposibilidad de trasladar todos los incrementos a precios. Muchas veces los empresarios prefieren ganar estabilidad con sus clientes aunque eso los lleve a perder algo de rentabilidad.

b) Aumentar las cantidades vendidas:

Cuando el traslado a precios de los productos no alcanza o no es posible, el valor unitario de los mismos se ve reducido, por lo que las empresas pueden aumentar las cantidades producidas para que, por el efecto volumen, puedan mantener sus niveles de rentabilidad.

Una de las herramientas para enfrentar la inflación es entonces apelar a un aumento de las cantidades vendidas. Las empresas deberán diseñar una estrategia para vender más unidades. Aumentar los volúmenes de producción hace posible que, aunque se reduzcan los márgenes por unidad vendida porque suben los costos, la rentabilidad se mantenga a través del aumento de cantidades.

Esta alternativa es utilizada por aquellas empresas que se encuentran en una situación de imposibilidad de reducir los costos de servicios, alquileres, salarios, etc., y no pueden aumentar los precios, entonces para preservar los beneficios cuando los costos aumentan y se redujeron los márgenes, se opta por incrementar el volumen.

Una de las formas de lograr este objetivo es incitando a la gente a consumir, aunque ante el aumento de precios no es tan fácil. Es por eso que muchas veces los comerciantes terminan bajando los márgenes de rentabilidad. Prefieren restringir la rentabilidad para no perder consumo.

Se debe señalar que esta opción plantea dos grandes limitantes: una, cuando la empresa se encuentra al límite de su capacidad productiva, y la otra está dada por lo reducido del mercado interno, obligando a las empresas a colocar sus productos en el exterior (exportar), donde otras variables aparecen en juego para poder viabilizar la alternativa.

La empresa puede pensar en cambiar la estrategia comercial, tratando de captar más consumidores; desarrollar negocios en segmentos diferenciados, así como buscar clientes en segmentos menos sensibles a los aumentos y privilegiar las relaciones con proveedores con los que se puedan acordar precios y plazos. Para tener mayor liquidez podría intentar reducir los créditos y cuentas por cobrar. Una buena opción es mejorar el producto, agregarle valor, como para poder venderlo a un tipo de cliente de mayor poder adquisitivo.

c) Comprar materia prima:

Comprar ahora las materias primas o los insumos que frecuentemente se usan es una manera de protegerse del aumento progresivo de los precios.

Desde el punto de vista de las empresas, una de las principales formas de cobertura la brinda la existencia de stocks, ya que se revalorizan en forma automática. Especular con el stock para ganar con la suba futura de precios es una de las estrategias que aplican.

Mantener el stock de un mes de venta por ejemplo, atento al aumento de precios y a la capacidad instalada de las empresas es una de las opciones. Un buen stock permite ganarle a la inflación, porque se compra a un precio y se vende a otro, y permite reponer. Es por eso que muchas empresas aseguran insumos adelantando un mes la compra de las materias primas.

El manejo del stock depende de la industria, el capital de trabajo y de la negociación con los proveedores. Se puede pagar una seña y así congelar los precios de las materias primas; se busca anticipar efectivo a los proveedores para que dejen el precio estable.

Las empresas tratan de invertir en materia prima incluso por encima de las necesidades del momento. Es que uno de los grandes problemas que deben enfrentar las PYMES es el comportamiento especulativo de algunos proveedores que, en muchas ocasiones prefieren no vender a la espera de que suban los precios. Las PYMES tienen menos margen de maniobra financiera y económica para tomar decisiones a largo plazo que las grandes firmas. Los empresarios grandes pueden imponer las condiciones de negociación con proveedores y sindicatos, mientras que las PYMES tienen poco margen de negociación.

La única alternativa para administrar el impacto suele ser comprar antes para evitar el próximo incremento. También está la opción de importar insumos a precios más baratos que los producidos localmente.

En ese contexto de precios inestables, donde se opta por negociar el pago de anticipos en efectivo, también es importante tejer una relación de empatía con los proveedores para contar con información actualizada sobre la futura evolución de sus precios.

Uno de los mecanismos utilizados a la hora de comprar materia prima son los llamados Pooles. Consiste en "juntarse" para comprar volúmenes mayores a los proveedores y conseguir mejores precios. Los empresarios organizan pooles de compra con la finalidad de comprar mayor cantidad para abaratar costos. Es frecuente la organización de pooles de compra en el sector agropecuario (pooles de siembra por ejemplo).

El sector agrario no puede trasladar los aumentos de costos a los precios de venta por cuanto los precios de sus productos vienen dados por los mercados de commodities internacionales. Al sector sólo le queda ajustar los costos.

d) Invertir en plazos fijos:

Invertir en plazos fijos en la mayoría de sus variantes es una de las herramientas "tradicionales". Es muy común en los ahorristas considerados "conservadores". Es una de las posibilidades que tienen los pequeños ahorristas para conseguir una renta mensual. La ventaja del plazo fijo pasa porque es menos riesgosa que otras.

Es importante tener en cuenta la tasa de interés cuando una persona es acreedora (por ejemplo, cuando hace un depósito en un banco), ya que si la tasa nominal que recibe es menor que el índice inflacionario, quizás existan alternativas donde el dinero puede rendir más o al menos conservar su valor en términos reales. Pero, aunque retribuya una tasa real negativa, es preferible a la opción de "no hacer nada", o sea, dejar el dinero en "el colchón" y permitir que pierda aún mayor valor.

e) Invertir en moneda extranjera:

Otra de las alternativas es invertir en moneda extranjera (comprar Dólares, Euros, Libras, Reales, etc.), así como también en oro. Se plantea una canasta de monedas como alternativa, dependiendo de la propia economía, la región y los mercados financieros del primer mundo.

Un claro ejemplo es el caso de Uruguay. Nuestra economía atravesó por un considerable proceso de dolarización en la década de los 90, situación que se viene revirtiendo ya que la moneda norteamericana se ha debilitado.

En cuanto al euro y al dólar, se observa últimamente un debilitamiento de la moneda norteamericana pero el euro no tiene todas las características de ser el sustituto. Es por ello que al momento de evaluar inversiones vale la pena incluir el oro en el menú de alternativas. Como las dos monedas tradicionalmente fuertes están bajo sospecha para el futuro, se comienza a observar un incremento en la demanda del oro que es un sustituto de las mismas como resguardo de valor.

Otra característica del escenario internacional es que dentro de los países más destacados por su potencial de crecimiento se encuentra Brasil. Se ha transformado en el centro de atención de importantes actores en los mercados de capitales. Esto llevó a que en los últimos tiempos se observara una fuerte apreciación del Real. Por la cercanía geográfica que tenemos con este país, es una moneda a considerar al momento de evaluar las inversiones personales.



f) Invertir en activo fijo:

Otra alternativa para enfrentar los efectos negativos de la inflación es la compra de activo fijo (inmuebles, vehículos, maquinaria).

La construcción es una alternativa para los ahorristas que apuestan por el largo plazo por excelencia y para los segmentos de mayores ingresos que buscan protegerse de la inflación. Son una alternativa en contextos inflacionarios, siempre y cuando se piense como una apuesta en un horizonte temporal de mediano o largo plazo.

Con la inversión en el mercado inmobiliario se obtienen márgenes de rentabilidad no sólo a través del alquiler, sino sobre todo por la revalorización de las unidades, o sea se obtiene una ganancia adicional por la capitalización del bien. Por lo menos permiten preservar los ahorros tal vez sin grandes beneficios pero con muy baja probabilidad de perder.

Es frecuente también que mucha gente con dinero elija a los inmuebles como destino de su capital porque no ve otras alternativas, ante la falta de opciones de inversión se vuelcan al negocio inmobiliario. Estos bienes durables otorgan sensación de seguridad y son un resguardo importante contra la inflación, aunque tienen la desventaja de ser poco líquidos. De todas formas la inversión en propiedades reales es una forma alternativa para evitar que el capital pierda ante la suba de precios.

Un dato que puede ser ilustrativo es que en la medida que aumenta la inflación, crece el número de operaciones de compraventa de inmuebles.

También es utilizada la compra de vehículos y maquinaria. El precio de los mismos, tanto nuevos como de los usados ha crecido casi al ritmo de la inflación real. Bajo condiciones marcadas de inflación su valor aumenta en valores nominales, pudiendo incluso superar a ésta más allá del uso que le pueda dar el propietario y su correspondiente amortización.

g) Invertir en instrumentos financieros:

Otra alternativa que tienen las empresas para cubrirse contra la inflación es invertir en instrumentos financieros.

Un instrumento financiero es un contrato que da lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una empresa y a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra empresa.

Los activos financieros son activos que dan derecho en sí mismos, y de forma directa, a recibir otros medios líquidos (no están encaminados hacia una actividad de explotación, sino que más bien están relacionados con la gestión financiera de la empresa, por lo cual se dice que tienen naturaleza financiera). Muchas veces, el reflejo de estos derechos dentro de una empresa determinada tiene su correspondencia en otra, pero en sentido inverso, dando lugar a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio. Esto es, lo que para una empresa supone una inversión financiera, para la otra empresa es una fuente de financiación. En definitiva, en la actividad empresarial se

emiten y compran instrumentos financieros cuyo reflejo contable dentro de la empresa dependerá de la posición de la entidad frente a dicha operación.

La inversión en instrumentos financieros puede presentarse entonces como otra alternativa, y al igual que las demás opciones vistas estará expuesta a los mismos riesgos (riesgo de tipo de cambio, de tasa de interés, de liquidez, de crédito, riesgo legal, contable, riesgo país, riesgo económico, etc.)

A continuación veremos ejemplos de instrumentos financieros:

### Letras de Tesorería

Las letras de tesorería son títulos de deuda de corto plazo emitidos por el Gobierno Central. Se adquieren por licitación y funcionan mediante la modalidad de tasa de descuento, por lo cual el inversor recibe los intereses de su colocación con anterioridad al transcurso del período comprendido por las mismas.

En nuestro país, son emitidas por el Banco Central del Uruguay (BCU). Se emiten en dólares americanos y en moneda nacional, y a plazos variables (3, 6, 12 o 18 meses). También pueden ser adquiridas en el mercado bursátil donde cotizan diariamente, siendo el monto mínimo exigido para invertir accesible a cualquier pequeño ahorrista. Como pueden ser negociadas previos a su vencimiento, y dado que las variaciones de su precio son normalmente bastante reducidas, son instrumentos que suponen un bajo riesgo.

El Gobierno Central puede emitir letras con el fin de financiarse, pero también emite letras con el objetivo de regular la oferta de dinero. Para el segundo caso, emite las llamadas Letras de Regulación Monetaria, que constituyen entonces un instrumento de política monetaria (cuando es necesario sacar pesos del mercado, el BCU vende nuevas letras; cuando se quiere inyectar pesos a la economía, amortiza letras), a las cuales nos referimos en el siguiente capítulo como uno de los instrumentos emitidos por el sector público en unidades indexadas.

### Certificados Negociables de Bancos

Un Certificado de Depósito Negociable es un instrumento que consiste en un título certificado por un banco en el cual se establece que el poseedor del mismo tiene un derecho contra el banco, una colocación de fondos por un plazo de tiempo en una institución financiera. Es decir, es un depósito a plazo fijo y a diferencia del común, estos títulos son negociables en el mercado secundario y por lo tanto pueden ser comprados y vendidos antes de su vencimiento.

Los certificados de depósito tanto públicos como privados tienen en el país un mercado sumamente activo, pero es muy clara la predominancia de la operativa de los certificados de depósito públicos frente a los privados.

### Acciones

Es un título nominativo que representa la participación en el capital de una Sociedad Anónima (cuando se compra una acción, se convierte en accionista o socio y como tal adquiere el derecho a participar en las asambleas, votar por las políticas de la compañía, elegir directores y recibir parte de las utilidades generadas por la empresa).

Dentro de las acciones diferenciamos a las acciones comunes y a las preferentes. Éstas presentan ciertas diferencias respecto a aquellas, como ser que sus tenedores tienen prioridad frente a los accionistas comunes en el pago de dividendos, también tienen prioridad en el caso de liquidación de la firma, tienen un dividendo fijo, no dan derecho a voto en las asambleas de accionistas, y suelen ser de vencimiento a muy largo plazo o también perpetuas.

Respecto al mercado de acciones en nuestro país, podemos decir que no está muy desarrollado. En el caso de las acciones comunes, solo una veintena de sociedades cotizan en el mercado (la operativa sólo se realiza en el mercado secundario, dado que las empresas no recurren al mercado para ampliar sus capitales). En lo referente a las acciones preferidas, el Banco Comercial ha sido la única institución que ha emitido este tipo de valores.

### Obligaciones negociables

Son valores emitidos por empresas con la finalidad de captar el ahorro del público a cambio del pago de una tasa de interés. Se emiten a mediano y largo plazo (generalmente entre 4 y 7 años). La empresa emisora se compromete a cubrir a los tenedores de dichos instrumentos los intereses correspondientes y a restituir el capital mediante amortizaciones, ambos de manera preestablecida y periódica.

En lo que respecta a la situación en nuestro país, son pocas las empresas uruguayas que recurren a obligaciones negociables como fuente de financiamiento en el mercado de capitales. Todos los títulos que se cotizan en el mercado fueron emitidos en dólares americanos. A pesar del impulso que se pensó tendría el mercado de obligaciones negociables, se ha observado un escaso desarrollo de este tipo de instrumentos.

### Bonos Gubernamentales

Los bonos gubernamentales son títulos valores emitidos por los gobiernos nacionales y a veces municipales como forma de adquirir financiamiento. Son a varios años de plazo (plazos largos). Pagan intereses periódicos y el principal generalmente al vencimiento.

Estos bonos, que se comercializan en la Bolsa de Valores e Instituciones capacitadas para hacerlo, tienen un precio que se expresa normalmente como un porcentaje de su valor nominal.

Dentro de los bonos emitidos por el gobierno uruguayo tenemos:

- Bonos del Tesoro: son títulos de deuda emitidos por el Estado, físicos (están impresos en papel) o en algunos casos electrónicos o escriturales (no están emitidos en un papel), nominados en dólares americanos y por plazos largos. Los intereses son variables, reajustables y pagaderos en forma semestral, y se determinan a partir de la tasa Libor más un premio que actualmente ronda el 1%.
- Bonos de Ahorro Previsional: es igual que un Bono del Tesoro, sólo que difiere en que paga interés fijo. Son emitidos con el único objetivo de financiar la seguridad social.
- Eurobonos: estos valores son emitidos a una tasa de interés fija. Solamente son emitidos en forma escritural y existen diversos plazos de vencimiento. En el

momento los Eurobonos de más largo plazo, emitido por el Estado uruguayo, tiene vencimiento en el año 2033. Se han emitido en varias monedas aunque en la actualidad solamente existen en dólares americanos y euros.

- Euronotas: son títulos de deuda emitidos por el Estado que se colocan en mercados internacionales pero también pueden ser comprados en mercados locales. Son escriturales, en dólares, marcos y yenes y pueden ser de mediano y largo plazo. La amortización es al vencimiento, los intereses a tasa fija y se pagan semestralmente. En la actualidad no hay ninguna Euronota vigente.
- Bonos Cupón Cero: son los que no pagan cupón durante toda la vida de bono, hasta el momento del vencimiento del mismo, en el cual el inversor recibe el capital invertido más los intereses de todos los años transcurridos. Actualmente, las series emitidas son de plazos de 15 y 20 años, y tienen capitalización semestral.

### Préstamos de Bancos comerciales

Un contrato de crédito en un sentido amplio, es toda aquella operación en la que el Banco coloca recursos financieros a cambio de la obligación de quien los recibe de devolverlos, en un tiempo determinado o no, con el pago de una contraprestación por el uso de ese dinero (intereses).

Se caracteriza por ser un contrato real, oneroso, conmutativo y principal. El contrato de crédito tiene muchas modalidades, por ejemplo créditos bancarios no garantizados, créditos bancarios garantizados (con inventario por ej.), línea de crédito, acuerdo de crédito rotatorio, crédito de uso (leasing), etc.

En Uruguay, al igual que en la región, existe una tendencia hacia el financiamiento externo de las empresas, especialmente a través de créditos bancarios. Los principales problemas para el otorgamiento de créditos en nuestro país son las garantías exigidas, las altas tasas que deben pagar y plazos cortos.

### Derivados

Un instrumento derivado es un activo cuyo valor se deriva del precio de algún otro activo, que puede ser: una acción de una empresa, un índice bursátil, divisas o materias primas. Es un contrato que da al poseedor del mismo la obligación o la elección de compraventa del activo financiero a futuro, como es el caso de las opciones, los futuros y los swaps.

Según el tipo de contrato tenemos:

- *Opciones*: es un contrato que proporciona a su poseedor el derecho o la obligación a comprar (opción de compra) o vender (opción de venta) una cantidad de activos, a un precio indicado, en una fecha determinada, establecidos al inicio de la operación. Se obtiene este derecho u obligación de comprar o vender pagando una prima a quien toma la obligación. Las opciones se transan en bolsas organizadas o en forma extra-bursátil a través de instituciones financieras.
- *Forwards*: es un contrato que obliga a su poseedor a comprar una determinada cantidad de cierto activo en una fecha futura especificada, pagando una cantidad prefijada. Son acuerdos privados entre dos instituciones financieras o entre una

institución financiera y uno de sus clientes corporativos, o sea, son instrumentos extra-bursátiles.

- *Futuros*: un contrato de futuros es muy similar a un contrato forward, con la diferencia de que el futuro es un contrato de tipo estandarizado, es transferible y transado en bolsas o instituciones organizadas, las que además garantizan el contrato.
- *Swaps*: es un contrato mediante el cual ambas partes acuerdan intercambiar flujos de efectivo sobre un cierto principal a intervalos regulares de tiempo durante un período dado. Estos instrumentos son "Over The Counter" (OTC) o sea "Sobre el Mostrador", es decir, hechos a la medida.

En Uruguay no es común aún la comercialización de los instrumentos derivados, pues su mercado está muy poco desarrollado, lo que no implica que no se utilicen.

### Fideicomisos

El fideicomiso es una figura jurídica que permite aislar bienes, flujos de fondos, negocios, derechos, etc. en un patrimonio independiente y separado con diferentes finalidades.

Es el negocio jurídico por medio del cual se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de derechos de propiedad u otros derechos reales o personales que son transmitidos por el fideicomitente al fiduciario para que los administre o ejerza de conformidad con las instrucciones contenidas en el fideicomiso, en beneficio de una persona (beneficiario), que es designada en el mismo, y la restituya al cumplimiento del plazo o condición al fideicomitente o la transmita al beneficiario. Por lo tanto el fideicomiso no es en sí mismo un instrumento financiero, sino que es un instrumento legal que sirve como vehículo facilitador de negocios.

### Otros

Además de los instrumentos financieros ya vistos, existen otros instrumentos financieros, tales como:

- *Notas Estructuradas*: son títulos de deuda, generalmente emitidos por bancos de diversa índole y procedencia, cuyo retorno se encuentra prefijado bajo una estructura de comportamiento predeterminado. Su aspecto más negativo es su escaso volumen de emisiones, por lo que se dificulta la comercialización en el mercado secundario.
- *Agencias Federales*: son bonos hipotecarios emitidos por instituciones de gran prestigio en los EEUU que gozan de una elevada calificación. Son títulos de deuda emitidos sobre la base de un préstamo hipotecario. Existen de los más diversos tipos.
- *Fondos de Inversión*: se los puede definir como patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación, administrados por una sociedad gestora a la cual se atribuyen las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, administración en general y enajenación de activos financieros, para compensar, mediante una adecuada composición de los activos, los riesgos y los tipos de rendimientos.

### Riesgos de los Instrumentos Financieros

Los instrumentos financieros están expuestos a riesgos, cuyo grado dependerá de cuan arriesgado sea el inversor, generalmente, a mayor rentabilidad, mayor grado de riesgo.

El riesgo financiero es el impacto sobre el rendimiento financiero de cualquier entidad expuesta al riesgo.

Lo que se negocia en los mercados financieros es el riesgo entre los participantes; entonces el que transfiere el riesgo (por ejemplo: emisor) debe pagarle o recompensar al que lo acepta (por ejemplo: inversor).

Los riesgos de mercado que impactan sobre los instrumentos financieros podrían ser clasificados en:

- 1) Riesgo de tipo de cambio: es la probabilidad de sufrir pérdidas por fluctuaciones en los tipos de cambio de las monedas en las que están denominados los activos, pasivos y operaciones fuera de balance de una entidad.
- 2) Riesgo de tasa de interés: es el impacto de las fluctuaciones de la tasa de interés y afecta directamente a cada instrumento, pues al variar la misma, estaría variando el flujo de efectivo que se desprende del instrumento.
- 3) Riesgo de liquidez: es el riesgo potencial que surge cuando una entidad no puede atender los pagos a su vencimiento, a menos que lo haga a un costo muy alto.
- 4) Riesgo de crédito: es la pérdida potencial que puede generarse si una parte no cumple sus obligaciones.
- 5) Otros Riesgos: otros tipos de riesgos a los que están expuestos los instrumentos financieros son: riesgo legal, riesgo contable, riesgo país, riesgo económico, etc.

#### h) Invertir en instrumentos financieros indexados:

Otra opción de cobertura frente a la inflación son los instrumentos financieros indexados.

La indexación financiera consiste en un mecanismo de reajuste que busca proteger los retornos de los activos financieros de la inflación. Básicamente se trata de ofrecer a los agentes financieros la opción de invertir en papeles de largo plazo libres de riesgo de inflación, lo cual es muy importante cuando el valor de la moneda puede ser muy inestable en términos de poder adquisitivo.

Dada la importancia que ha tomado este tipo de instrumentos, y por ser la base de este trabajo, en el capítulo siguiente se hará una exposición más detallada de los mismos.

## CAPÍTULO IV – INSTRUMENTOS FINANCIEROS INDEXADOS

*Los primeros bonos indexados a la inflación que se conocen fueron emitidos por la "Commonwealth de Massachusetts" en el año 1780, durante la Guerra de Independencia de los Estados Unidos de América. Estos bonos fueron inventados para tratar con la severa inflación de guerra y con el descontento y enfado que había entre los soldados del ejército americano por la disminución en el poder adquisitivo de su salario. A pesar de que los bonos indexados fueron un éxito, el concepto de bono indexado a la inflación fue abandonado una vez que el proceso inflacionario extremo pasó, y fue en gran parte olvidado hasta el siglo XX.*

### **1. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS**

La indexación financiera es una forma de contrato por el cual el valor de los pagos nominales involucrados se hace contingente a un índice de precios. Es un mecanismo de reajuste que busca proteger los retornos de los activos financieros de la inflación, ajustando los mismos en función de un indicador que represente la evolución global del nivel de inflación.

La aplicación de este mecanismo de reajuste a los instrumentos financieros permite crear entonces un instrumento financiero libre de riesgo de inflación, el cual tiene la propiedad de ofrecer flujos nominales ajustados a la misma, lo que les permite garantizar una rentabilidad real a los inversores.

Estos instrumentos, por lo tanto, adquieren importancia en economías inflacionarias y en contratos financieros de largo plazo, pero actualmente son emitidos incluso durante períodos de estabilidad de precios.

A modo de ejemplo, la rentabilidad de un bono convencional está compuesta por la rentabilidad real, más una prima de riesgo, más la inflación esperada. La rentabilidad de un bono indexado, en cambio, está compuesta por la rentabilidad real y la prima de riesgo. La rentabilidad del bono ligado a la inflación no incluye la inflación esperada porque tanto el valor facial como los pagos por cupón se ajustan automáticamente a los cambios de inflación. Por lo tanto la única variable significativa en este tipo de instrumentos indexados es la rentabilidad real. Los cambios en la inflación esperada que tienden a influir en gran medida en la rentabilidad de los bonos convencionales, no tienen ningún impacto en la rentabilidad de los bonos ligados a la inflación. En los bonos convencionales los pagos nominales se conocen antes y los pagos reales dependen de la inflación, en el caso de los bonos indexados ocurre lo contrario.

### **2. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA INDEXACION**

La utilización de este tipo de instrumentos tiene una serie de ventajas tanto para el emisor como para el inversor y para el sistema financiero en su conjunto. Asimismo puede presentar inconvenientes potenciales ya que como toda inversión está sujeta a los riesgos propios de cualquier activo. La valoración definitiva dependerá de la coyuntura económica y de la estructura financiera de cada empresa.

a) Desde el punto de vista de los inversores:

*Proveen un mecanismo de cobertura contra el riesgo inflacionario*

La indexación elimina completamente el riesgo de inflación. Los instrumentos financieros indexados reportan al inversor una rentabilidad real y mantienen su poder adquisitivo a lo largo del tiempo.

Ya que actúan como un seguro contra el riesgo inflacionario, los instrumentos financieros indexados se hacen atractivos para toda clase de agentes en general, en la medida que les permite garantizar el valor en términos reales de su patrimonio.

Estos activos tienen la ventaja de brindar un ingreso real cierto a lo largo de la vida del mismo. Esto es muy importante en coyunturas fuertemente inflacionistas ya que al proveer una corriente de ingresos estable permiten estabilizar el consumo real. Los inversores se aseguran la consecución de un rendimiento real, protegiéndose frente a un aumento inesperado de los precios que sí afectaría al rendimiento en términos reales de otros activos no indexados.

No obstante, la cobertura que ofrecen no es perfecta por el retardo de inflación en el ajuste. Dicho ajuste se hace generalmente en función de la variación del IPC. A pesar de la elevada frecuencia de este índice, al utilizarse valores conocidos del mismo para la actualización del ratio que indexa el activo, es inevitable la existencia de un retraso entre la fecha de actualización y la fecha del índice empleado para la misma, que se conoce como retardo de inflación.

*Actúan como "seguro" frente a cambios en la tasa de interés real: permite estabilizar el consumo real*

Se podría argumentar que la falta de indexación puede ser suplida por una estrategia de papeles nominales de corto plazo. Si bien es cierto que los papeles nominales de largo plazo tienen asociado un riesgo inflacionario grande, los papeles de corto plazo podrían no tenerlo si las tasas nominales se ajustan "instantáneamente" ante cambios en la tasa de inflación esperada y si se cumplen las expectativas de inflación en el horizonte del papel.

Sin embargo, esta estrategia está expuesta al riesgo de que fluctúe la tasa de interés real: los bonos indexados de largo plazo se comportan distinto a los bonos de corto plazo, ya sean nominales o indexados, porque responden en forma distinta a shocks de tasa de interés real.

En un horizonte de un mes, un shock que afecte las tasas reales futuras de interés, causará una pérdida de capital en los bonos indexados de largo plazo, pero no así en los papeles a un mes de plazo. En un horizonte de 10 años, el retorno de un bono indexado se conoce de antemano y no será afectado por cambios en la tasa de interés real, mientras que el retorno de realizar papeles nominales cortos será sensible ante cambios en las tasas reales de interés. Por un lado se ata el valor nominal evitando así el riesgo



inflacionario, pero por otro, innovaciones en la tasa real futura afectan el retorno del contrato que se inició en el pasado.

Los bonos de largo plazo indexados pueden financiar una corriente estable de consumo aún en la presencia de tasas reales de corto plazo cambiantes en el tiempo y esto es lo que buscan los inversionistas con horizontes de inversión de largo plazo.

#### *Ofrecen otra alternativa de diversificación de las carteras*

La inversión en instrumentos financieros indexados posibilita la diversificación de las carteras. El hecho de poseer diferentes activos reduce el riesgo, ya que muy posiblemente los distintos activos no reaccionarán de la misma forma a los eventos adversos, por lo tanto sumando instrumentos financieros indexados se obtendrá una combinación de activos que reducirá la sensibilidad de la cartera a los vaivenes del mercado.

Hay que tener en cuenta que el precio de los instrumentos financieros indexados es por lo general menos sensible a las variaciones de los tipos de interés, ya que aquellas oscilaciones debidas a cambios en las expectativas de inflación no les afectan. Esto los hace entonces menos riesgosos, lo que posibilita una reducción del riesgo específico de la cartera, lo que afecta positivamente al bienestar del inversor.

Pero a pesar que los instrumentos financieros indexados están protegidos de la inflación, no son inmunes a la volatilidad de precios. Recordemos que el principal componente del rendimiento de un instrumento financiero indexado es la rentabilidad real, la cual está influida por una multitud de factores. Por otra parte, en caso de deflación, la rentabilidad de estos activos es por lo general menor que la de otras inversiones.

#### *Permiten calzar activos, pasivos y patrimonio en plazo y moneda*

Toda buena política de gestión de riesgos debe tener en cuenta la estructura de activos, pasivos y el patrimonio de la empresa, de modo que no se generen descalces entre los mismos. Calzar los plazos (o vencimientos) implica igualar la vida económica del activo con la financiación utilizada para comprarlo. El calce de monedas por otra parte mide el riesgo que enfrenta la entidad ante cambios en los precios relativos de las distintas monedas.

Esto es muy importante por ejemplo para los inversionistas institucionales (Administradoras de Fondos de Pensión, Compañías de Seguros de Vida) los cuales tienen un flujo de fondos predecible, y pasivos bastante predecibles durante largos períodos; en consecuencia, su horizonte de planificación es a largo plazo y prefieren activos que generen un flujo estable de rentas reales. Ante la falta de un mercado desarrollado de instrumentos indexados, estas empresas han buscado calzar los plazos y las monedas de sus pasivos con inversiones inmobiliarias o en forestación, pero este tipo de inversiones tienen la desventaja de ser poco líquidas.

#### *Permiten una gestión activa de las expectativas de inflación*

La gestión activa consiste en ajustar en cada momento la composición de la cartera a las expectativas que tenga el gestor sobre la evolución del mercado en su conjunto y de

valores determinados, de modo que, de realizarse éstas, se obtengan resultados positivos.

Esta estrategia de gestión requiere un seguimiento constante de los mercados y de los títulos individuales negociados en ellos, así como el uso de técnicas de análisis y, en general, de cualquier herramienta que apoye la selección de valores concretos en cada momento.

La inversión en instrumentos financieros indexados permite una gestión activa de las expectativas de inflación. Siguiendo el ejemplo visto anteriormente de los bonos convencionales y los indexados, los primeros deben compensar al inversor el tipo de interés real, otras primas y la inflación esperada. Si la inflación resulta ser finalmente mayor a lo estimado por el mercado y descontado implícitamente por los bonos convencionales, el inversor de dicho bono obtendrá un flujo real de pagos inferior al previsto inicialmente y al de un bono indexado, cuyos flujos son ajustados a la inflación, garantizando la rentabilidad real y obteniéndose así una ganancia.

En resumen, si las expectativas de inflación de un inversor son superiores a las descontadas por el mercado, es preferible la inversión en instrumentos indexados; en el caso contrario, si las previsiones de inflación del inversor son inferiores a las del mercado, la mejor elección será la inversión en otros activos no ligados a la inflación.

#### Mejora la asignación del riesgo

Si la rentabilidad del bono nominal incorpora una prima por la incertidumbre sobre la inflación, el bono indexado permite el ahorro de la misma en la medida que es el emisor quien asume dicho riesgo de inflación. A este respecto, debe señalarse que si el emisor es menos averso al riesgo que el inversor, la asignación del riesgo resultante será superior en términos de bienestar.

#### b) Desde el punto de vista de los emisores:

##### Constituyen una alternativa de financiamiento

En coyunturas inflacionistas, los agentes requieren de una mayor financiación ya que la sola conservación del capital requerirá incrementos en términos nominales (en términos reales éste se deteriora). Esto, sumado a la reducción de liquidez, las políticas de créditos restrictivas y los aumentos de los tipos de interés que se suelen dar en épocas de inflación, contribuye a complicar la posición financiera de los agentes.

La ausencia de un mercado de deuda indexada a largo plazo en moneda nacional, lleva a los agentes a financiarse a través de instrumentos denominados en otras monedas, como por ejemplo el dólar. Esto puede resultar inconveniente para algunas empresas dado su estructura de activos, ya que contratando deuda en dólares en lugar de deuda en moneda nacional, crea descalce en los balances. Los instrumentos financieros indexados surgen entonces como una buena alternativa de financiamiento, especialmente para el largo plazo y por supuesto en aquellas economías en donde el valor de la moneda puede ser muy inestable en términos de poder adquisitivo, y les da la posibilidad a las empresas de calzar las monedas y la estructura de vencimientos de activos y pasivos.

*Pueden permitir un ahorro de costos para el emisor*

La financiación con instrumentos indexados a la inflación resulta menos costosa que mediante otros instrumentos no indexados equivalentes, cuando la inflación evoluciona de forma más favorable que lo descontado por el mercado en el momento de la emisión.

Pero, estos ahorros de costos pueden no resultar finalmente tales si la inflación evoluciona de manera más desfavorable de lo esperado.

*Permiten conocer con certeza el costo real de su endeudamiento*

Los instrumentos indexados permiten al emisor conocer con certeza su costo real de endeudamiento en el futuro, si bien lo que desconoce es la cantidad efectiva que tendrá que desembolsar. Con deuda no indexada el efecto es el contrario; el emisor conoce con exactitud el importe que tendrá que pagar en el futuro para hacer frente a su deuda pero desconoce el costo real que este pago le va a suponer.

- c) Desde el punto de vista de la Autoridad Económica - Gobierno

*Compromiso contra la inflación*

Las grandes emisiones de instrumentos indexados han sido y son efectuadas por los gobiernos, tal es el caso de los bonos. Estas emisiones se han producido normalmente en coyunturas fuertemente inflacionistas con el objetivo de financiarse pero también como una forma de reforzar la credibilidad de las medidas anti inflacionistas aplicadas.

La indexación puede ser un mecanismo eficiente para dar señales al mercado sobre el compromiso de mantener la inflación bajo control. La emisión de este tipo de deuda muestra al público que la autoridad no tiene nada que ganar vía inflación, pues los intereses se ajustan inmediatamente y el valor real de la deuda no cambia. Esto no sólo es relevante en contextos fuertemente inflacionistas y sujetos a incertidumbre, sino también en coyunturas deflacionistas, como indicador de la voluntad del gobierno de la lucha contra tal situación.

*Desarrollan los mercados secundarios*

Como vimos, los principales emisores de este tipo de activos son los gobiernos. Los procedimientos de emisión en el mercado primario son los habitualmente empleados por las autoridades. El interés de los gobiernos en la emisión de deuda indexada ha permitido el incipiente desarrollo de los correspondientes mercados secundarios. Sin embargo, los nuevos mercados secundarios tienen una menor liquidez y profundidad, debido a los aún relativamente escasos volúmenes emitidos.

*Alientan la emisión de instrumentos indexados por parte del sector privado*

La emisión de instrumentos financieros indexados por parte del gobierno no sólo genera un desarrollo de los mercados secundarios, sino que también promueven la emisión de instrumentos similares por parte del sector privado.

El gobierno da ese puntapié inicial demostrando los beneficios de la creación de estos instrumentos indexados y disminuyendo el costo de crear un nuevo mercado y de informar a los inversores. La emisión por parte del gobierno elimina los costos de iniciación por parte del sector privado.

Asimismo, estas emisiones soberanas alientan la innovación financiera, siendo ejemplo de ello el desarrollo del mercado de swaps de inflación.

#### *Permiten efectuar estimaciones de las expectativas de inflación en el mercado*

La emisión de instrumentos indexados puede tener valor de información ya que facilita a la autoridad monetaria y a los agentes privados a imputar las expectativas de inflación de los inversionistas. La coexistencia de instrumentos indexados y de equivalentes no indexados permite inferir la estructura de tasas implícita, lo que revela las expectativas del mercado sobre la inflación futura (esto se hace calculando el diferencial de rentabilidad entre un instrumento indexado y uno equivalente no indexado, de similar vencimiento y emitido por el mismo emisor y en la misma moneda, llegando así a una aproximación de las expectativas de inflación).

#### d) *Desde el punto de vista de los mercados financieros*

##### *Aumenta el bienestar de la economía*

La introducción de instrumentos financieros indexados puede aumentar el nivel de bienestar de la economía en su conjunto, ya que puede ayudar a las personas con distintos niveles de tolerancia al riesgo a distribuir mejor los riesgos.

La existencia en el mercado de este tipo de instrumentos, donde también coexisten instrumentos equivalentes no ajustados por inflación, abre la posibilidad de una alternativa para los distintos agentes que tendrán actitudes distintas frente al riesgo. Los agentes más aversos pueden eliminar el riesgo de inflación invirtiendo en instrumentos indexados, a costa de obtener un menor retorno esperado.

##### *Promueven el desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo*

En países con elevadas tasas de inflación o con un historial de tasas de inflación altas y volátiles, los mercados de capitales de largo plazo suelen ser reducidos o no existir ya que no hay 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.

En la ausencia de un mercado de instrumentos financieros ajustados por inflación, los agentes utilizan otras alternativas para cubrirse frente a la pérdida de poder adquisitivo de la moneda, como el uso de una "moneda fuerte" (por ejemplo el dólar estadounidense) y el acortamiento de los plazos de los instrumentos. Pero estas alternativas no están libres de riesgo; el principal riesgo de invertir en activos en moneda

extranjera es el de una apreciación nominal inesperada de la moneda doméstica. También ya vimos el riesgo de que se puedan generar descalces en los balances.

Por lo tanto, la existencia de instrumentos indexados contribuye al desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo.

### **3. EVIDENCIA EN OTROS PAÍSES**

#### a) Chile

A través de varias décadas, los mercados financieros de la región han debido adaptarse a lidiar con episodios recurrentes de inestabilidad macro, inflación, tasa de interés 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 indexación, en caso de Brasil y Chile.

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

Chile debe ser uno de los países que hace uso más intensivo de mecanismos de indexación y también que lo ha hecho por más tiempo. El uso de cláusulas de indexación 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, los impuestos; e incluso hasta hace un tiempo la política monetaria también se definía como un objetivo sobre la tasa de interés expresada en la unidad indexada (UF).

#### La Unidad Fomento

El sistema de indexación en Chile está anclado a una unidad de cuenta, llamada Unidad Fomento (UF). 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 o 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.

Lo novedoso de la UF, 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.

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 indexado a la UF. Si se toma la deuda de largo plazo, más de dos tercios está indexado a la UF y el resto está en dólares.

En el sistema financiero, los depósitos en UF representaban cerca del 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 íntegramente en UF.

En el sector privado, se ha producido un importante desarrollo del mercado de bonos privados. La flotación cambiaria, la menor abundancia del 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 de Vida).

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

b) Francia

Francia emitió a través de su Tesoro (AFT) su primer bono indexado (OATi) en setiembre de 1998. Dicha emisión fue a 10 años y estaba ajustada al IPC de Francia. Posteriormente, en 1999, emitió una nueva referencia a 30 años. Asimismo, en octubre de 2001, volvió a emitir una OATi indexada al IPC, pero esta vez, al índice de precios de la zona euro (HIPC).

Estas emisiones se integraron en el marco de una gestión al menor costo de la deuda pública, tratando de crear nuevas clases de activos dentro de los valores del Tesoro y establecer la referencia en euros para este tipo de instrumentos. Siguiendo una política de diversificación de las emisiones, ha emitido nuevos títulos cada año, a la vez que ha subastado emisiones existentes con mayor frecuencia.

Las OATi se subastan de manera regular, están destinadas a todas las categorías de inversores que desean proteger el poder adquisitivo de sus inversiones, respaldar mejor su pasivo o diversificar la composición de su cartera. Están dirigidas tanto a los inversores institucionales residentes y no residentes, como a los particulares.

En estos instrumentos el principal se ajusta por inflación en función de la variación del índice de precios, pero únicamente se paga por el Tesoro francés en el vencimiento. La fórmula de ajuste solo se aplica si el índice de precios en el vencimiento es superior que el índice de precios en la fecha inicial del cómputo. Si no fuera así, es decir, en caso de deflación, el bono se reembolsa a la par (de este modo se protege a los inversores de pérdidas potenciales). El cupón anual es un porcentaje fijo que se determina sobre el valor ajustado y continúa sin cambios hasta vencimiento.

c) Italia

En setiembre de 2003 el gobierno italiano realizó una emisión de bonos indexados al IPC a 5 años. Estos bonos (BTPI) siguieron prácticamente el mismo modelo que el francés, salvo por el hecho de que paga cupones semestrales. Tuvieron una fuerte demanda, lo que llevó a posteriores reaperturas por mayores montos.

d) Estados Unidos

El Tesoro estadounidense emitió por primera vez bonos indexados a comienzos de 1997 con el fin de ampliar la base inversora de la deuda de gobierno y reducir el costo del servicio de la deuda a largo plazo. Se emitieron bonos a 5, 10 y 30 años. La emisión ha disminuido y aumentado según las necesidades: se redujeron las emisiones cuando se incurrió en superávit y se aumentaron cuando hubo déficit y cuando hubo demanda creciente.

Los bonos indexados a la inflación en Estado Unidos (TIIS) están indexados a un índice que representa la canasta de consumo más amplia (CPI-U) y supone para las autoridades una medida contemporánea de la inflación.

Estos bonos ajustan a la inflación tanto el principal como el cupón. Se ajustan diariamente a pesar de que la acumulación de la inflación en el valor del principal es pagada a vencimiento. El cupón semestral se paga sobre el principal ajustado a la inflación. Además, al igual que los bonos franceses e italianos, se protege el valor del principal garantizando al poseedor del bono el mayor de: el principal ajustado a la inflación y valor facial del principal.

e) Japón

En 2004 el Tesoro japonés emitió bonos indexados como una forma de financiación. Sin embargo, estos bonos presentan algunas diferencias con respecto a los estándares de los mercados europeo y norteamericano ya vistos.

Los bonos indexados del gobierno japonés (JGBi) no incluyen un suelo de deflación. El gobierno japonés considera que estos bonos no son apropiados para los inversores individuales ya que no hay un suelo de deflación y dado la pequeña cuantía emitida, es mejor que sean poseídos por inversores institucionales para asegurar la liquidez en el mercado secundario.

#### **4. EVIDENCIA DE INDEXACIÓN EN URUGUAY**

a) Mercado de Capitales en Uruguay- Reseña Histórica

Históricamente, Uruguay se ha caracterizado por registrar un mercado de capitales con escaso desarrollo. Hasta 1967 las restricciones existentes respecto a las colocaciones en moneda extranjera y a la tasa de interés, se consideraban factores limitantes para el desarrollo del mercado. Como consecuencia, los topes sobre la tasa de interés nominal en un contexto de alta inflación resultaban en tasas reales de interés negativas. Este comportamiento desestimuló a los agentes a posicionarse en moneda nacional, promoviendo la búsqueda de alternativas más estables, donde la moneda extranjera aparecía como la opción preferida por la mayoría de los agentes económicos.

A fines de los '60, comienzan a aplicarse las primeras medidas tendientes a la liberalización y desarrollo del sistema financiero. Para cumplir con dichos objetivos se corrigen gradualmente los topes a la tasa de interés pasiva, hasta que en 1974 se liberan completamente; se incurrió en un verdadero proceso de reforma financiera, que se materializó fundamentalmente en la liberalización del mercado de cambios, la tasa de interés y libre movimiento de capitales.

Pero a pesar de los esfuerzos por desarrollar el mercado de capitales local, este no presentó el desarrollo esperado. El escaso desarrollo y la preferencia por la moneda extranjera quedó de manifiesto en la estructura del mercado por activos financieros, debido a que fueron los depósitos en moneda extranjera los que predominaron siendo significativamente menor la operativa en títulos de renta fija.

Con la crisis de 1982 y de 2002, quedó en evidencia la fragilidad financiera a la que estaban expuestos gran parte de los agentes, producto de la elevada dolarización de la economía. Como resultado surge la necesidad de que se desarrollen alternativas a la moneda extranjera que logren mitigar los riesgos provenientes de la variabilidad de los precios.



En este contexto, el desarrollo de un mercado en moneda nacional se transforma en un elemento fundamental. En este sentido, en junio de 2002 se crea la Unidad Indexada como una unidad que pretende materializar las fallas que presentan los instrumentos disponibles en el mercado local de capitales, es decir la exposición de los balances al riesgo de descalce o de pérdida de poder de compra de los agentes. Como consecuencia, al introducir esta unidad se experimenta un cambio en las variables de referencia para las decisiones de inversión.

#### b) Mercado de Capitales e Inflación

La historia de la alta inflación en Uruguay ha sido uno de los elementos que determinó, en última instancia, el poco desarrollo del mercado de capitales, en particular en instrumentos en moneda nacional. Paralelamente, se constituyó en un estímulo en la búsqueda de activos alternativos más rentables y menos volátiles.

Como se señaló anteriormente, desde fines de los '50 hasta 1998, la inflación en Uruguay se caracterizó por ser alta. Una muestra de ello es que el índice anual no bajó de los dos dígitos, y en años particulares alcanzó hasta tres dígitos. Al ser la inflación tan variable en el tiempo, los rendimientos de los activos denominados en moneda nacional presentan una elevada volatilidad, lo que explica la preferencia de los agentes económicos a posicionarse en una moneda más estable.

En este sentido, la decisión de los agentes quedó determinada por la volatilidad que verificaba la inflación respecto del tipo de cambio, siendo este el elemento que desde una óptica racional incidieron en la tendencia de los agentes a preferir a la moneda extranjera como unidad más segura y como reserva de valor.

En tal sentido, ante la incertidumbre en los retornos reales de las inversiones, las tasas en moneda nacional aumentan de forma de cubrir la prima de riesgo. Al aumentar la tasa de interés se acorta la madurez de los instrumentos disponibles en el mercado. Las expectativas de altos niveles de inflación reducen los incentivos para ofrecer instrumentos financieros de largo plazo, a causa de que los pagos ajustados por la inflación se concentran en los primeros años, provocando así que tanto prestamistas como prestatarios prefieran instrumentos de más corto plazo. Como resultado de lo anterior, la inversión en moneda nacional resulta menos atractiva, impactando negativamente en el desarrollo del mercado en dicha moneda.

Adicionalmente, la falta de credibilidad en la política económica se identifica como un desestímulo a la inversión en instrumentos en moneda nacional. En este sentido, se destaca la inconsistencia temporal de la política económica como otro de los elementos que han incidido en alimentar el círculo vicioso a favor de la dolarización de la economía.

#### c) El desarrollo del Mercado en Moneda Nacional

La consecuencia de la dolarización ha dejado en evidencia la importancia de desarrollar el mercado en moneda nacional como forma de completar el mercado de capitales y reducir los niveles de dolarización de la economía.

Todo apunta a la necesidad de crear nuevos instrumentos capaces de minimizar riesgos implícitos ante cambios en las variables, a la vez que puedan competir con aquellos instrumentos nominados en moneda extranjera.



E. Walker en su trabajo, "The Chilean experience in completing markets with financial indexation" (2002), identifica cuatro pasos para desarrollar un mercado de capitales local en un contexto inflacionario. En primer lugar, se debería eliminar la represión financiera a través de la desregulación de las instituciones, liberalizando la tasa de interés. Segundo, se debería crear una unidad que esté indexada a los precios domésticos e instrumentos financieros denominados en dicha unidad. En tercer lugar, se requeriría de la implantación de una reforma tributaria que permita alcanzar la neutralidad de la inflación. Y por último, se deberían crear instituciones capaces de regular, entre otras cosas, controlando que los activos y pasivos de los intermediarios financieros estén calzados.

Mientras que la regulación prudencial aparece como un factor que disminuye los incentivos a posicionarse en dólares y favorece la intermediación en pesos, el mercado local debe completar el desarrollo con la introducción de instrumentos en pesos que sean atractivos tanto para prestamistas, ahorristas como inversores. No sólo es relevante la introducción de los instrumentos adecuados que permitan diversificar los riesgos, sino que además es importante desarrollar mecanismos de información transparentes para educar al inversor.

Un punto clave, es asegurar las condiciones para que la introducción de instrumentos en moneda nacional sea exitosa, basadas en experiencias pasadas y en características propias del país. Por ejemplo, el precedente chileno sugiere a los activos indexados al Índice de precios al consumo (IPC) como una buena alternativa.

Siguiendo la experiencia chilena, E. Walker (2002) señala cuatro condiciones necesarias para la introducción exitosa de una unidad indexada en el mercado de capitales local:

En primer lugar, debe ser una unidad de cuenta creíble y no debe estar expuesta a manipulaciones por parte de las autoridades. En este sentido, al estar basada en la evolución del índice de precios al consumo (IPC) elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), tendrá relativa independencia.

En segundo lugar, las leyes existentes deben establecer a la unidad indexada como una alternativa legal a la moneda local. Por ejemplo, los depósitos deben ser legalmente requeridos en esa moneda e incluso para algunos agentes institucionales, como las Compañías de Seguros, se debería exigir que las acciones y obligaciones sean emitidas en esa unidad.

Tercero, se debe profundizar el mercado líquido de bonos en unidades indexadas, lo cual debe estar a cargo del Banco Central, brindando un retorno real líquido libre de riesgo para diferentes tipos de madurez, las cuales sirvan de referencia para las transacciones privadas.

Finalmente, la regulación de los impuestos debe ser generalizada con la indexación de toda la economía.

Uruguay, sin embargo, no ha tenido una buena experiencia en el pasado con la indexación. Si bien en los '70 existieron intentos por completar el mercado a través de la creación de una unidad de cuenta en moneda nacional como la Unidad Reajutable (UR), no se obtuvo el efecto esperado.

La UR se definió como una unidad de cuenta en pesos, la cual se reajusta al Índice Medio de Salarios (IMS). Su valor se ajusta a la variación del último dato del IMS al principio de cada mes, que por lo general corresponde a la variación de dos meses atrás.

Se utilizó fundamentalmente para el financiamiento de las inversiones en vivienda, protegiendo al deudor del riesgo de insolvencia, ya que por su forma de cálculo el valor de las cuotas de préstamos hipotecarios variaría de igual forma que los salarios.

Uno de los principales problemas que presentó esta unidad fue su fórmula de reajuste, la cual, como se verá, no contempló los riesgos potenciales, como se pretendía inicialmente. Al ajustarse a la variación de los salarios nominales, implicaba que ante períodos buenos, si bien los salarios y los ahorros en UR rendían más, el endeudamiento se encarecía; y a la inversa en períodos de crisis. La correlación que presenta esta unidad de cuenta con los ciclos económicos, provoca que la volatilidad de los instrumentos en UR se acentúe a medida que pasa de un ciclo económico a otro, haciendo menos atractiva la denominación de activos y pasivos en esta unidad.

Por lo expuesto, los agentes con baja propensión a tomar riesgos perdieron interés en invertir en esta unidad de cuenta, por no asegurar un consumo estable. En este sentido, es que se explica por qué no funcionó como unidad de medida para denominar las deudas del Estado.

Por otra parte, el desarrollo de la UR fue acompañado por inconvenientes operativos. Por ejemplo, no existió un canal de información adecuado para educar a los inversores acerca de las propiedades de la UR como alternativa. Asimismo, la metodología de cálculo presenta inconvenientes, debido a que su valor se reajusta una vez por mes, se encuentra desfasada con variaciones del IMS en dos períodos. Por lo tanto, ante cambios abruptos en los salarios, la UR pierde sus principales virtudes para el deudor e inversor. Por último, al ser una unidad que se indexa a una variable nominal, y al no tomar en cuenta la evolución de los precios al consumo, se incurre en riesgo de pérdida de poder de compra.

En definitiva la UR fracasó como unidad de cuenta, por lo cual debe dar paso a una nueva unidad que sirva de alternativa.

En este sentido la unidad indexada al IPC aparece como la unidad natural de ahorro de los agentes domésticos, ya que al posicionarse en esta unidad se aseguran el consumo futuro. Asimismo, por su liquidez asegura al inversor un valor diario de referencia, haciéndola apropiada para depósitos y títulos de deuda.

Otra de las consecuencias positivas de introducir esta unidad es la disminución en la fragilidad financiera de la economía. En principio, porque se tiende a minimizar la presencia de descalce de monedas en una parte de la cadena de pagos, al ofrecer una alternativa en una unidad que evoluciona de forma similar con los ingresos.

Adicionalmente, otros autores, como Levi Yeyati, si bien consideran importante que surjan instrumentos indexados para completar los mercados financieros, no consideran que sea la única medida necesaria para el desarrollo del mercado en moneda nacional. Dicho autor, apunta con mayor énfasis a alargar la madurez de los contratos financieros.

De este modo, para lograr el desarrollo de un mercado de instrumentos de largo plazo, la indexación a los precios domésticos aparece como un mecanismo idóneo en un contexto de altas tasas de inflación, porque al mantener el valor real de los fondos en un horizonte de inversión de más largo plazo incentiva a extender la madurez de los contratos.

d) Creación de la Unidad Indexada en Uruguay

En función de los objetivos explícitos de las autoridades económicas de desdolarizar la economía, es que después de la crisis financiera y económica de 2002, se adoptaron medidas en pro del desarrollo de alternativas de inversión que promuevan el avance del mercado en moneda nacional. En esta dirección, se busca eliminar la fragilidad financiera que caracteriza a la mayoría de los agentes económicos como resultado de la ausencia de los estímulos para la diversificación de sus inversiones y fuentes de financiamientos.

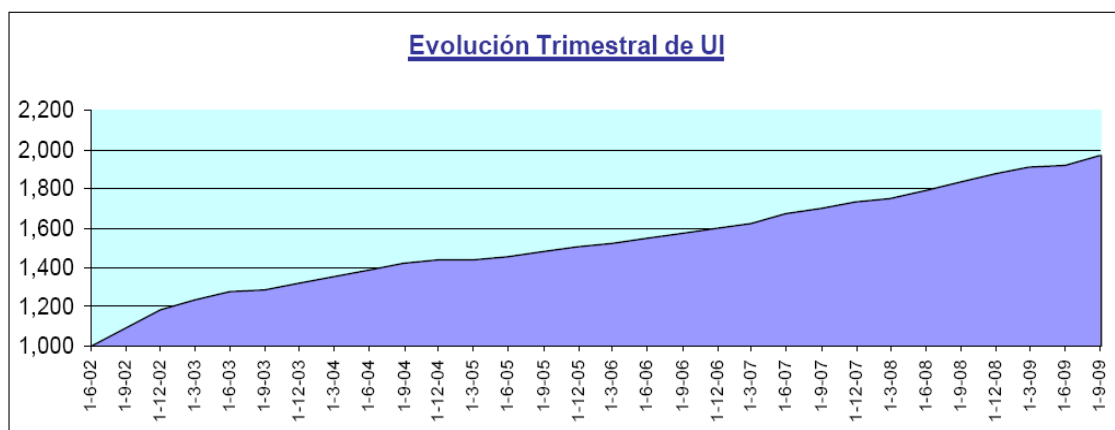
De acuerdo con el Decreto Nº 210/002 del 12 de junio de 2002 el Poder Ejecutivo dispuso la creación de una nueva unidad de cuenta, la Unidad Indexada (UI), cuyo valor se determina diariamente reflejando la evolución que ha tenido el IPC del mes anterior. La ley 17761 designa al Instituto Nacional de Estadística como responsable tanto del cálculo como de la publicación de los valores de la UI. La UI tomó el valor de un peso uruguayo el 1º de junio de 2002, y a partir de ese momento se ha ido ajustando diariamente en función a la inflación del mes anterior.

La UI a diferencia de la UR se publica diariamente y su mecanismo de indexación la ha desvinculado del IMS. Es por esto último, que la UI presenta una nueva ventaja respecto al resto de los instrumentos disponibles en el mercado, ya que al indexarse al IPC permite mantener el poder de compra a lo largo de la vida del consumidor, y su valor no se encuentra afectado por los posibles cambios en la productividad o en la coyuntura del mercado laboral.

Asimismo, al estar contemplando un estado de la naturaleza contingente que los demás instrumentos disponibles en el mercado no estaban en condiciones de incluir, se está completando el mercado de capitales.

Con respecto a la metodología de cálculo de la UI cabe señalar que por su fórmula de ajuste presenta un inconveniente en el corto plazo. Al estar indexada al IPC del mes anterior se encuentra rezagada en un período, e incluso en los primeros cinco días del mes dicha unidad se encuentra rezagada en dos períodos. Por lo tanto, ante un cambio sorpresivo en los precios la UI no logra incorporar instantáneamente dicha variación, pudiendo significar en algunos casos posibles pérdidas.

La siguiente gráfica muestra la evolución pasada de la Unidad Indexada



## **5. INSTRUMENTOS EN UNIDAD INDEXADA EN EL MERCADO LOCAL**

### **A. SECTOR PÚBLICO**

#### **a) INSTRUMENTOS EMITIDOS POR EL BCU**

##### ➤ Letras de Regulación Monetaria

Como se dijo en el capítulo anterior, el Banco Central del Uruguay (BCU) emite Letras de Regulación Monetaria (LRM) con la finalidad de controlar la liquidez imperante en el mercado local. Para cumplir con este propósito cuenta con dos instrumentos esenciales, las LRM en pesos uruguayos y las LRM en unidades indexadas. Estas últimas ofrecen una cobertura frente a la inflación.

Las LRM en moneda nacional se emiten actualmente en plazos de 30, 60, 90, 180, 270, 360 y 720 días, mientras que las nominadas en UI se emiten a plazos de 1 y 2 años. Para aquellos plazos iguales o superiores a un año se brinda la opción al inversor de integrar las colocaciones en dólares estadounidenses o en pesos nominales. El tipo de cambio de conversión será el tipo de cambio promedio del día hábil anterior a la integración, fijado por el Banco Central del Uruguay. En todos los casos los servicios de amortización e intereses se pagan en pesos uruguayos.

Cabe destacar que las LRM hasta 2 años inclusive son cupón cero. Esto implica que el instrumento paga su valor nominal al final del período por el que fue emitido, pagando un interés implícito. El valor efectivo del instrumento se debita de las cuentas corrientes de las instituciones en el momento de su integración.

El total emitido al 31/7/2010 es de 11.766.550.000 UI.

##### ➤ Notas

Son emitidas por el BCU con el objetivo de gestionar la liquidez derivada de expansiones monetarias de largo plazo, como por ejemplo la compra de dólares. Dichos instrumentos son con cupón, es decir el flujo de fondo vinculado a este instrumento esta compuesto por el pago de intereses y del principal. El pago de cupón es semestral y la amortización es al vencimiento. Son emitidas a 3, 5 o 10 años.

El total emitido al 31/7/2010 es de 19.379.820.000 UI.

#### **b) INSTRUMENTO EMITIDOS POR EL GOBIERNO**

Se debe señalar que el gobierno utiliza dichos instrumentos, generalmente, con el propósito de obtener financiamiento para las diversas funciones que cumple. La emisión comprende:

##### ➤ Notas del Tesoro

El gobierno uruguayo está emitiendo Notas del Tesoro (NT) en el mercado local a plazos de 5, 10 y 15 años en unidades indexadas. Dichos instrumentos son con cupón, la amortización es en el caso de la NT de 15 años en 3 cuotas iguales y consecutivas a los trece, catorce y quince años de su emisión. En el caso de las NT de 5 y 10 años, la

amortización se realizará en una única vez al vencimiento. En todos los casos el pago del cupón es semestral.

Hasta mediados de este año, las emisiones de 5 y 10 años en UI estaban a cargo del BCU. Las Letras y las Notas mayores o iguales a 1 año se integran al día siguiente al de licitación.

El total emitido al 31/7/2010 es de 10.913.109.700 UI.

➤ Bonos

El gobierno también emite bonos en el mercado local. Los instrumentos vigentes en la actualidad son a 10 y 15 años. Al igual que las notas, son instrumentos con cupón, pagaderos semestralmente y la amortización del principal se realiza al final.

El total emitido al 31/07/2010 es era de 4.516.982.720 UI.

## **B. SECTOR PRIVADO**

➤ Obligaciones Negociables UTE

En ese mes también se emitió la serie 1 de las Obligaciones Negociables por parte de UTE, que tiene por objeto financiar proyectos de infraestructura de tamaño menor, no financiados con endeudamiento externo, pero cuyo horizonte de inversión supera los plazos del crédito bancario. El valor de la emisión es de 687.500.000 UI (equivalentes a 70.000.000 de dólares), con una tasa de 5,25% anual en UI y un vencimiento de 10 años.

➤ Fideicomiso Financiero- Transporte Colectivo Urbano de Montevideo

A fines del año 2005 se lanzó el fideicomiso para el financiamiento del transporte colectivo urbano de Montevideo, y fue la primera emisión que desde el ámbito privado utiliza esta herramienta recurriendo a la unidad indexada.

Este fideicomiso permitirá reestructurar las deudas de las empresas Cutcsa y Raincoop, ya que al ser en unidades indexadas, las cuentas de la compañía quedarán más alineadas a la evolución de la recaudación del transporte, que se ajusta con el índice de Precios al Consumo (IPC).

El total emitido al 31/07/10 es de 81.674.106 UI

➤ Fideicomiso Nuevo CASMU

La exitosa colocación de deuda le permitirá al Casmu focalizarse en la implementación de reformas que mejoren la calidad de los servicios.

La licitación de los títulos de deuda del fideicomiso financiero lanzado por Casmu, superó ampliamente las expectativas de la institución, que pagará una tasa por los fondos inferior al interés nominal estipulado en los papeles y por debajo del costo que fijan los Bancos para préstamos en condiciones similares.

La avidez del mercado por los títulos emitidos a quince años por 373 millones de Unidades Indexadas (UI) aproximadamente US\$ 40 millones correspondientes al Fideicomiso Financiero Nuevo Casmu, quedó de manifiesto en el elevado volumen de ofertas presentadas, que alcanzaron los 576 millones de UI.

Respondiendo a esta fuerte demanda, el proceso licitatorio que se desarrolló a través de la Bolsa Electrónica de Valores Sociedad (Bevsa) determinó que los papeles se colocaran a una tasa anual del 5,45% cuando el interés nominal fijado era del 5,75%.

➤ Fideicomiso Financiero Departamental

Por otro lado, también se registró la emisión del Fideicomiso Financiero Departamental, el cual constituye un instrumento de asistencia financiera a los Gobiernos Departamentales, especialmente en lo que hace a sus actividades de mejora de infraestructura, y que tiene como garantía el flujo de efectivo que proviene del Fondo de Inversión Departamental, que, a su vez, se constituye a base de aportes de Rentas Generales.

El total emitido al 31/07/10 es de 420.000.000 UI.

A continuación se presentan datos numéricos (expresados en UI y su equivalente en pesos) y gráficos respecto a la emisión de instrumentos en unidades indexadas tanto en el sector público como privado al 31 de julio del presente año, y a su vez se exponen los porcentajes que los mismos representan respecto a la emisión total en el sector respectivo:

**INFORMACION AL 31/07/2010**

<b>SECTOR PUBLICO</b>	<b>UI</b>	<b>PESOS (\$)</b>
<b>GOBIERNO:</b>		
<b>BONOS DEL TESORO EN UI</b>	4.516.982.720	9.357.381.403
<b>NOTAS DEL TESORO EN UI</b>	10.913.109.700	22.607.598.055
<b>TOTAL EMITIDO GOBIERNO</b>	<b>15.430.092.420</b>	<b>31.964.979.457</b>
<b>BCU:</b>		
<b>NOTAS DEL BANCO CENTRAL EN UI</b>	19.379.820.000	40.147.235.112
<b>LRM UI CUPÓN 0</b>	11.766.550.000	24.375.584.980
<b>TOTAL EMITIDO BCU</b>	<b>31.146.370.000</b>	<b>64.522.820.092</b>
<b>TOTAL EMITIDO POR SECTOR PUBLICO EN UI</b>	<b>46.576.462.420</b>	<b>96.487.799.549</b>

<b>TOTAL LETRAS EN CIRCULACION</b>		<b>74.168.871.000</b>
<b>TOTAL BONOS EN CIRCULACION</b>		<b>29.416.848.000</b>
<b>TOTAL NOTAS EN CIRCULACION</b>		<b>62.961.996.000</b>

Letras de Regulación Monetaria:

representan un 38% de los instrumentos emitidos por el BCU en UI  
 representan un 25% del total emitido por el sector público en dicha unidad en el mercado local.  
 Representan un 32,9% del total de letras en circulación a dicha fecha.

Notas del BCU:

representan el 62% de los instrumentos emitidos por el BCU en UI  
 representan un 42% del total emitido por el sector público en dicha unidad en el mercado local.  
 Representan un 63,8% del total de notas (del BCU y del tesoro) en circulación.

Notas del tesoro:

representan un 70,7% de los instrumentos emitidos por el gobierno en UI  
 representan un 23,4% del total emitido por el sector público en dicha unidad en el mercado local.  
 representan un 35,9% del total de notas en circulación.

Bonos:

representan un 29,3% de los instrumentos emitidos por el gobierno en UI  
 representan un 9,7% del total emitido por el sector público en dicha unidad en el mercado local  
 representan un 31,8% del total de bonos en circulación.

<b>SECTOR PRIVADO</b>	<b>UI</b>	<b>PESOS (\$)</b>
<b>OBLIGACIONES NEGOCIABLES EN UI:</b>		
<b>UTE SERIE 1</b>	<b>687.500.000</b>	<b>1.424.225.000</b>
<b>TOTAL EN CIRCULACION</b>		<b>7.381.048.869</b>
<b>FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN UI:</b>		
<b>FDO.FIN.TRANSPORTE COLECTIVO URBANO</b>	81.674.106	169.196.078
<b>NUEVO CASMU</b>	373.000.000	772.706.800
<b>FONDO INVERSION DEPARTAMENTAL</b>	420.000.000	870.072.000
<b>TOTAL FIDEICOMISOS EMITIDOS EN UI</b>	<b>874.674.106</b>	<b>1.811.974.878</b>
<b>TOTAL FF EN CIRCULACION</b>		<b>10.646.103.783</b>

Obligaciones Negociables en UI:

representan un 19,3% del total de obligaciones negociables en circulación.

Fideicomisos Financieros en UI:

representan un 17% del total de fideicomisos financieros en circulación.

## **CAPÍTULO V – MARCO NORMATIVO CONTABLE**



El propósito fundamental de la contabilidad es proporcionar la información financiera sobre una entidad económica. Quienes toman decisiones administrativas necesitan información financiera de una empresa para ayudarse en la planificación y el control de las actividades de las organizaciones. La información financiera también la requieren personas externas, accionistas, acreedores, inversionistas potenciales, gobierno y el público; quienes han proporcionado dinero a las empresas o quienes tienen algún interés en el negocio que pueda servirse de información sobre su posición financiera y resultado de sus operaciones.

Entre los informes contables más importantes y más ampliamente utilizados se encuentran los estados financieros. Los estados financieros son la fuente principal de información financiera para aquellas personas fuera de la organización comercial y también son útiles para la gerencia. Estos estados son muy concisos y muestran la situación financiera del negocio al final de un período y también los resultados de la operación a través de los cuales el negocio llegó a esta situación financiera.

El propósito fundamental de los estados financieros consiste en ayudar a quienes toman decisiones en la evaluación de la situación financiera, la rentabilidad y las perspectivas futuras de un negocio.

## **1. CARACTERÍSTICAS CUALITATIVAS DE LA INFORMACIÓN CONTABLE**

Dado que el presente capítulo tratará sobre la información en los Estados Contables, resulta útil tener claras las características que debe reunir la misma; estando éstas definidas en el Marco Conceptual.

### Comprensibilidad

Una cualidad fundamental de la información brindada por los estados contables es la de ser fácil de comprender por parte de los usuarios. A este respecto, se supone que los usuarios tienen conocimientos razonables de los negocios y de las actividades económicas así como de contabilidad, y que están dispuestos a estudiar la información con razonable diligencia.

### Relevancia

La información, para que sea útil, debe ser relevante con respecto a las necesidades de toma de decisiones de los usuarios. La misma debe ayudar a evaluar acontecimientos pasados, presentes o futuros, o a confirmar o corregir evaluaciones anteriores que se hubieran hecho.

### Materialidad

La información es material si su omisión o exposición errónea puede influir sobre las decisiones económicas de los usuarios tomadas en base a los estados contables. La materialidad de la información depende del volumen del rubro o error teniendo presente las circunstancias específicas de su omisión o exposición errónea.

### Confiabilidad

La información tiene la característica de confiabilidad cuando está libre de errores materiales y vicios de parcialidad y cuando los usuarios pueden tener la seguridad que la misma presenta fielmente aquello que pretende presentar o que razonablemente se puede esperar que presente.

### Presentación fiel

Para ser confiable, la información debe reflejar fielmente las transacciones y otros acontecimientos que pretende presentar o que razonablemente puede esperarse que presente.

### La Sustancia antes que la Forma

Para que la información presente fielmente las operaciones y otros acontecimientos que pretende presentar, es necesario que estén incluidos y presentados de acuerdo con su sustancia y realidad económica y no su formalidad legal.

### Neutralidad

Para que la información incluida en los estados contables sea confiable, debe ser neutral, es decir, ser imparcial. Los Estados Contables no serán neutrales si, debido a la selección o a la presentación de la información, influyen en la toma de una decisión o en un juicio para así lograr un resultado o una consecuencia predeterminada.

### Prudencia

La prudencia consiste en ejercer un cierto grado de cautela al emitir los juicios necesarios para efectuar las estimaciones requeridas cuando se dan condiciones de incertidumbre, de manera tal que los activos o los ingresos no hayan sido sobrevaluados y que los pasivos o egresos no hayan sido subvaluados.

### Comparabilidad

Debe permitir la comparación de los Estados Contables de una empresa y de diferentes empresas a través del tiempo, a fin de identificar tendencias en la posición financiera y en los resultados de la misma.

### Oportunidad

Si hay una demora indebida en la presentación de la información, ésta puede perder relevancia. La gerencia deberá encontrar un equilibrio entre los costos relativos de presentar la información en forma oportuna y los de brindar una información confiable.

## **2. CLASIFICACIÓN DE LAS NORMAS CONTABLES**

Los Estados Contables son confeccionados por las empresas y se dirigen a un número indeterminado de usuarios. Por ello es necesario contar con normas que faciliten a sus emisores y receptores la exposición e interpretación de la información que contienen. En función de esto, es que las normas contables en el Uruguay se pueden clasificar en: legales, profesionales, institucionales y particulares.

- Las normas contables profesionales, son las emitidas por organismos representativos de la profesión contable que en nuestro país es el Colegio de Contadores, Economistas y Administradores. Dicho organismo emite Pronunciamientos entre los que se destaca el Pronunciamiento Nº 10 que fija las fuentes de las normas contables para la presentación adecuada de los estados contables. En la actualidad la fuente principal de normas contables adecuadas son las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Las normas contables *legales*, son las constituidas por leyes, decretos y resoluciones que tienen relación con los aspectos contables y son de carácter obligatorio. Como normas contables legales se destacan el decreto 103/991, y los decretos 162/004, 220/004 y 266/007, estos últimos establecen la obligatoriedad de utilizar las NIIF para la preparación de los Estados Contables.
- Las normas contables *institucionales*, son las que emiten determinadas instituciones y obligan a aquellos que tienen convenio acordado con las mismas; por ejemplo Banco Central a través de sus Circulares y Comunicaciones, la Bolsa de Valores, entre otros.
- Las normas contables *particulares* son las establecidas por las propias empresas; por ejemplo normas contables que las empresas internacionales imponen a sus subsidiarias.

A partir de la entrada en vigencia del Decreto 266/007 aprobándose como normas contables adecuadas de aplicación obligatoria, las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IABS); creemos conveniente un breve desarrollo de la normativa vigente en materia de instrumentos financieros.

### **3. NIC 39 – INSTRUMENTOS FINANCIEROS: RECONOCIMIENTO Y MEDICIÓN**

a) INTRODUCCIÓN

Esta Norma establece los criterios para, reconocimiento, medición y presentación de la información sobre activos y pasivos de carácter financiero.

A continuación, se hará una presentación de dicha norma para luego aplicarla a los fines de nuestro trabajo.

b) ALCANCE

Esta norma debe ser aplicada por todas las empresas para contabilizar todos los instrumentos financieros, con algunas excepciones (tratadas en otras NICs):

Subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos (NICs 27,28,31)

Arrendamiento financiero (NIC 17)

Beneficios largo plazo empleados (NIC 19)

Contratos de seguros (NIIF 4)

Contratos de garantía financiera (NIC 37)

c) DEFINICIONES

Los siguientes términos se utilizan en esta norma:

- *Instrumento financiero*: es un contrato que da lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una empresa y a un pasivo financiero o un elemento del patrimonio neto en otra empresa.
- *Activo financiero*: es todo activo que posee una cualquiera de las siguientes formas:
  - efectivo;
  - un derecho contractual a recibir efectivo u otro activo financiero por parte de otra empresa;
  - un derecho contractual a intercambiar activos o pasivos financieros con otra entidad, en condiciones potencialmente favorables;
  - un instrumento de capital de otra empresa.
- *Pasivo financiero*: es una obligación contractual de:
  - entregar dinero u otro activo financiero a otra empresa; o
  - intercambiar instrumentos financieros con otra empresa, en condiciones potencialmente desfavorables.
- *Instrumento de capital*: es cualquier contrato que ponga de manifiesto intereses en los activos de una empresa, una vez han sido deducidos todos sus pasivos.
- *Instrumento derivado (o un derivado)*: es un instrumento financiero:
  - a) cuyo valor cambia en respuesta a los cambios de otro elemento (tipo de interés, precio de acciones o de mercancías, un tipo de cambio o de una variable similar a las anteriores que a menudo se denomina "subyacente"),
  - b) que requiere, al principio, una inversión neta muy pequeña o nula, respecto a otro tipo de contratos que incorporan una respuesta similar ante cambios en las condiciones de mercado,
  - c) que se liquidará en una fecha futura.

- Costo amortizado de un activo o un pasivo financiero: es la medida inicial de dicho activo o pasivo menos los reembolsos del principal, más o menos la amortización acumulada de cualquier diferencia entre el importe inicial y el valor de reembolso en el vencimiento, y menos cualquier disminución por deterioro del valor o incobrabilidad.
- Método de la tasa de interés efectiva: es un método para calcular la imputación de intereses utilizando la tasa de interés efectiva del activo o pasivo financiero. La tasa de interés efectiva es la tasa de descuento que iguala exactamente los flujos de efectivo por cobrar o por pagar estimados a lo largo de la vida esperada del instrumento financiero con el importe neto en libros del activo o pasivo financiero.
- Valor Razonable: es la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua.
- Costos de transacción: son los costos incrementales directamente atribuibles a la adquisición o desappropriación de los activos o los pasivos financieros.
- Instrumento de cobertura: es un derivado o un activo o pasivo financiero no derivado, que se espera que su valor razonable o flujo de efectivo futuro compensen los cambios en el valor razonable o flujo de efectivo de la partida cubierta.
- Operación de cobertura: operación de protección de forma que los cambios que experimente compensen, total o parcialmente, los cambios en el valor razonable de otro instrumento financiero.
- Mercado activo: precio cotizado. Existe mercado activo cuando:
  - Los bienes intercambiados son homogéneos,
  - Normalmente, en todo momento hay compradores y vendedores,
  - Los precios están disponibles al público.

#### d) CATEGORÍAS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

##### Activo o pasivo financiero mantenido para negociar

Es todo aquel que ha sido adquirido o incurrido con el propósito principal de generar una ganancia por las fluctuaciones a corto plazo en su precio o en la comisión de intermediación. Un activo de carácter financiero puede calificarse como negociable si, con independencia del motivo por el que fue adquirido, forma parte de una cartera para la cual existe evidencia de un patrón de comportamiento reciente, según el cual han surgido de la misma, ganancias a corto plazo.

Como ejemplo de esta categoría se encuentran: los valores representativos de deuda, cualquiera sea su plazo de vencimiento, o los instrumentos de patrimonio, cotizados, que se adquieren para venderlos en el corto plazo. Los instrumentos derivados se supone que siempre son de carácter negociable, salvo que estén señalados como medios de cobertura.

### Inversiones mantenidas hasta el vencimiento

Son activos financieros no derivados, cuyos cobros son de cuantía fija o determinable, que se negocian en un mercado activo, cuyo vencimiento está fijado en el tiempo, y que la empresa tiene tanto la intención como la posibilidad de conservar hasta el momento de su vencimiento.

En esta categoría se encuentran: depósitos a plazo fijo, valores públicos, bonos.

### Préstamos y partidas por cobrar originados por la empresa

Son activos financieros creados por la empresa a cambio de suministrar efectivo, bienes o servicios directamente al deudor, distintos de los que se originan con el propósito de ser vendidos inmediatamente o a corto plazo, los cuales deben clasificarse como inversiones financieras de carácter negociable.

En esta categoría se encuentran: los créditos por operaciones comerciales (se originan en la venta de bienes y prestación de servicios); y los créditos por operaciones no comerciales (no son instrumentos de patrimonio ni derivados, sus cobros son de cuantía determinada o determinable y no se negocian en un mercado activo; se clasifican en: préstamos y créditos concedidos e inversiones en valores representativos de deuda).

### Activos financieros disponibles para la venta

Son activos financieros que no son:

- (a) préstamos y partidas por cobrar originados por la propia empresa,
- (b) inversiones financieras a ser mantenidas hasta el vencimiento, o
- (c) un activo financiero negociable.

## e) RECONOCIMIENTO DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

### Reconocimiento inicial

Inicialmente, la empresa reconocerá un activo o un pasivo financiero en su Balance de Situación, únicamente cuando la entidad se convierta en parte obligada según los términos contractuales del propio instrumento.

Junto al activo o pasivo financiero reconocido, la empresa estará reconociendo todos los derechos u obligaciones que del mismo surjan.

### Fecha de negociación frente a fecha de liquidación

- *Fecha de negociación*: momento en el tiempo en que la empresa se compromete a comprar o vender un activo. De acuerdo con dicho criterio, se reconocería en la citada fecha, un activo a recibir y un pasivo a pagar por el, así como la baja contable del activo vendido y el reconocimiento del saldo por el pago a recibir del comprador, en la misma fecha.
- *Fecha de liquidación*: es el momento en que la empresa recibe o entrega el activo contratado. Entonces, el reconocimiento se produce el mismo día que el instrumento se transfiere a la empresa, así como la baja del activo en el mismo día en que éste es transferido por parte de la empresa.

El método utilizado debe ser aplicado de forma coherente para todas las compras y ventas de activos financieros que pertenezcan a la misma categoría de la clasificación elaborada anteriormente.

#### f) BAJAS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

##### Bajas de activos financieros

La empresa debe realizar una baja de un activo financiero cuando pierda el control de los derechos contractuales del mismo.

En general, se considera que la empresa ha perdido el control sobre un activo financiero cuando, y solo cuando ya haya realizado los derechos a percibir los beneficios económicos especificados en el contrato, o cuando los mismos han expirado o han sido cedidos a un tercero, teniendo este último la capacidad de obtener los beneficios que se deriven del mismo.

Si se indica que la empresa que lo transfiere retiene el control, entonces ésta no debe dar de baja al activo de su Balance General. Esto se define analizando desde el punto de vista de la parte que ha retenido los riesgos de los activos transferidos, que obtendrá los beneficios relacionados.

Las transferencias de activos financieros que no cumplan las condiciones para poder afirmar que se ha perdido el control sobre éste, serán contabilizadas como préstamos garantizados. El ejemplo más claro de este caso, son las operaciones de recompra, donde se transfieren los activos a la vez que se acuerda recomprarlos posteriormente a un precio fijado.

##### Bajas de pasivos financieros

Se debe proceder a dar de baja a un pasivo financiero (o parte del mismo) únicamente cuando la obligación contractual se haya extinguido, ya sea mediante cancelación, pago o expiración. Esta condición se cumple si:

- El deudor paga al acreedor, con dinero u otros activos, bienes o servicios, o
- El deudor queda legalmente liberado de la responsabilidad del pasivo, ya sea por un proceso legal o por el propio acreedor.

La realización de intercambios (entre prestatario y prestamistas) en condiciones significativamente diferentes, se entiende como una cancelación de la deuda anterior, razón por la que debe darse de baja en el Estado de Situación, a la vez que se reconozca un nuevo instrumento de deuda. Este tratamiento rige también cuando ocurre un cambio sustancial en los términos de un instrumento de deuda ya existente.

#### g) MEDICIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

##### Medición inicial de activos y pasivos financieros

- Los "a valor razonable con cambios en el resultado": a *Valor Razonable* y los costos directos atribuibles a la compra o emisión se reconocerán en la cuenta de resultado del ejercicio.

- Los otros: a Valor Razonable más costos directos atribuibles a la compra o emisión.

#### Medición posterior de activos financieros

Tras el reconocimiento inicial, se deben valorar los activos financieros por sus respectivos valores razonables sin deducir los costos de transacción que se pudieran generar por la venta o cesión de los mismos, con excepción de las siguientes categorías, que deben ser registradas a su valor de costo ajustado utilizando el método de interés efectivo, o a su valor de costo:

- préstamos y partidas por cobrar, que no se mantienen para la negociación,
- inversiones mantenidas hasta el vencimiento, valorados a su costo amortizado utilizando el método de la tasa de interés efectiva,
- cualquier activo financiero que no tenga precio de cotización en un mercado activo, y cuyo valor razonable no pueda ser valorado de forma fiable, se valúa al costo.

#### Medición posterior de pasivos financieros

Después del reconocimiento inicial, se deben valorar los pasivos financieros por su valor de costo amortizado, excepto:

- los pasivos a valor razonable con cambios en el resultado,
- los pasivos que se deban cancelar con instrumentos de capital cuyo VR no pueda ser medido de manera confiable, al costo,
- contratos de garantía financiera, de acuerdo a la NIC 37.

#### h) VALOR RAZONABLE

Como ya hemos visto, uno de los aspectos importantes de esta NIC es la consideración de utilizar el valor razonable como instrumento de valoración en una parte importante de los supuestos.

Implícito en este concepto se encuentra el principio de "empresa en marcha", lo que implica que no existe necesidad de liquidar instrumentos, ni de asumir transacciones en condiciones poco ventajosas, como sería si la empresa se encontrara con algún tipo de dificultad financiera.

#### Consideraciones respecto a la medición del valor razonable

- La existencia de precios públicos de cotización en un mercado activo constituye, normalmente, la mejor evidencia del valor razonable;
- en el caso de que no exista un mercado activo, o las operaciones efectuadas hayan sido de pequeñas cantidades, los precios de cotización pueden no ser indicativos de un valor razonable, entonces se pueden utilizar técnicas tales como:
  - las que toman por referencia el valor corriente del mercado para otros instrumentos que sean similares, para las partes componentes del citado instrumento;
  - análisis del flujo de fondos;
  - debe considerarse el caso de los instrumentos financieros para los que existe un modelo apropiado de valoración cuyos datos pueden ser obtenidos de manera fiable, pues provienen de un mercado activo; como ser los modelos de valoración de opciones.



- también se torna fiable el valor razonable cuando el instrumento que se pretende medir ha sido objeto de una clasificación crediticia y sus flujos de efectivo pueden estimarse de manera razonable.

El uso de uno de estos criterios deberá ser consistentemente aplicado, durante todo el período y los subsiguientes a todos los instrumentos de características similares.

#### Activos financieros llevados al costo amortizado

Si se estima que la empresa no recuperará totalmente tanto los préstamos, como los créditos comerciales o las inversiones mantenidas hasta el vencimiento, deberá entonces reconocer una pérdida por deterioro cuando tales instrumentos estén contabilizados a su costo amortizado. El monto de tal resultado es la diferencia entre el valor en libros y el valor presente de los flujos de fondos esperados, descontados a la tasa estipulada en el contrato ya que de utilizarse las tasas actuales del mercado se estaría realizando una valuación a valor razonable, cuando corresponde que sean medidos a su costo amortizado.

El valor contable del activo financiero deberá reducirse hasta su importe recuperable estimado, reduciendo directamente el saldo a través de una cuenta regularizadora.

Si posteriormente se detecta una disminución de la pérdida, pudiendo ésta ser imputada a alguna de las causas por las que se reconoció el deterioro, se deberá realizar el ajuste ya sea modificando el saldo del activo o el de la cuenta regularizadora utilizada para imputar la pérdida.

Si no es posible determinar el importe recuperable de un activo, a fecha de Balance igual se debe de revisar el valor al que está expresado y analizar si ha existido deterioro de su valor a través de los flujos de fondos esperados.

Cuando ya la empresa tiene un activo financiero reflejado a su valor recuperable, los ingresos por intereses posteriores se reconocerán utilizando la tasa de interés que fue usada para descontar los flujos de fondos esperados en el momento que se estimó el importe recuperable.

#### Activos financieros disponibles para la venta

Cuando un descenso en el valor razonable de un activo financiero disponible para la venta haya sido reconocido en el Patrimonio neto, y existe evidencia objetiva de que el activo ha sufrido deterioro, se deberá reconocer dicha pérdida como resultado del período, dándole de baja del Patrimonio. El importe que será dado de baja es la diferencia entre el costo de adquisición (neto de reembolsos y amortizaciones) y el valor razonable actual (para los fondos propios) o el valor recuperable (si es un instrumento de deuda), menos cualquier deterioro que se hubiera reconocido anteriormente como resultado. En este caso se calcula el importe recuperable utilizando como tasa de descuento, la tasa de interés actual del mercado para instrumentos similares.

También aquí, si posteriormente el importe recuperable del activo aumenta a raíz de hechos ocurridos luego del reconocimiento del deterioro, esta diferencia podrá ser imputada en el Estado de Resultados.

#### i) OPERACIONES DE COBERTURA

La operación de cobertura implica una compensación de los cambios en los valores razonables, o en los flujos de efectivo de un instrumento de cobertura y de la partida cubierta con tal instrumento. Por lo tanto, el instrumento de cobertura debe tener una

ganancia potencial igual o mayor que la pérdida potencial de la partida cubierta. El objetivo al utilizarlas es el de cubrir la exposición ante determinados riesgos de activos y pasivos, a través de instrumentos derivados, futuras transacciones referidas a activos, pasivos y derivados.

Cabe señalar que un instrumento de cobertura puede servir para más de un tipo de riesgo, siempre que los riesgos sean perfectamente identificados, la eficacia de la cobertura pueda ser demostrada, y exista un señalamiento específico para el instrumento y las posiciones de riesgo.

### Contabilización de cobertura

La norma establece que debe reconocerse la ganancia o pérdida del período, que se origine de la compensación de los cambios en el valor razonable del instrumento de cobertura y el que se está cubriendo. Esto hace una excepción a lo que es el tratamiento contable recomendado por la misma, pues estaría acelerando el reconocimiento de tal resultado. Se debe de poder identificar un riesgo específico que afecte los resultados de la empresa para poder considerar a un instrumento como de cobertura.

Las relaciones de cobertura pueden ser de tres tipos:

- 1) Cobertura sobre el valor razonable: cubre la exposición a los cambios en el valor razonable de activos o pasivos reconocidos en el Balance, cuya exposición sea atribuible a un riesgo en particular y pueda afectar el resultado del período. Como ejemplo la propia norma presenta el caso de la exposición a cambios en el valor razonable de una deuda con interés fijo, debido al cambio de las tasas de interés.
- 2) Cobertura sobre flujos de efectivo: cubre la variabilidad de los flujos de efectivos que se atribuye a un riesgo en particular provenientes de la exposición a determinados riesgos, como ser: de mercado, de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precios de instrumento de capital y de commodities, y afectan los resultados del período. Aclara la norma, que una cobertura de un compromiso en firme que no se haya reconocido en el Balance, debe ser contabilizada como cobertura de flujos de efectivo, aunque se trate de una exposición del valor razonable, ya que la empresa está comprometida a un precio fijo.
- 3) Cobertura de la inversión neta en un negocio en el extranjero: toda inversión en una entidad extranjera está expuesta a cambios en su valor que derivan de variaciones en el tipo de cambio; tal como lo define la NIC 21, son efectos en las variaciones de las tasas de cambio de las divisas.

### Evaluación de la eficacia de la cobertura

Una cobertura se considera altamente eficaz, si tanto en su origen como a lo largo de su vida, los cambios en el valor razonable o en los flujos de fondos de la partida cubierta, quedan casi totalmente compensados por los respectivos cambios del instrumento de cobertura. Puede también considerarse eficaz una cobertura cuando las condiciones del instrumento cubierto coinciden con los del instrumento que lo cubre.

El método utilizado para evaluar tal eficacia dependerá de la estrategia de gestión de riesgos de la empresa, pudiendo variar según el tipo de cobertura, pero el método aplicado deberá ser consistente en cada uno de los tipos de instrumentos. Este análisis debe de realizarse al inicio de la cobertura para proveer un respaldo a la aplicación de la

misma y en cada fecha de Balance, de manera de poder proveer una base para la continuidad de la aplicación en el futuro, así como para la determinación de los resultados provenientes de la parte ineficaz.

Clasificación de activos y pasivos financieros según la NIC 39:

<b>Categoría del instrumento</b>	<b>Concepto</b>	<b>Reconocimiento y medición</b>	<b>Variaciones llevadas a:</b>
A valor razonable con cambios a resultados	Instrumentos para generar ganancias de capital en el corto plazo	Valor Razonable	Resultados
Mantenidos al vencimiento	Activos financieros con cobros fijos o determinables y con fecha de vencimiento definida, con intención y capacidad de mantener al vencimiento	Costo Amortizado	Resultados
Préstamos y cuentas por cobrar	Activos financieros originados al otorgar efectivo o por la venta de bienes y servicios	Costo Amortizado	Resultado
Disponibles para la venta	Instrumentos que no son empleados para especular pero que tampoco hay seguridad de mantener hasta el vencimiento	Valor Razonable	Patrimonio

#### **4. NIIF 7 – INSTRUMENTOS FINANCIEROS – INFORMACIÓN A REVELAR**

Las técnicas utilizadas por las entidades para mitigar y administrar la exposición al riesgo proveniente de instrumentos financieros, han evolucionado y nuevos conceptos de administración de riesgos han ganado aceptación. En este capítulo expondremos la NIIF 7, la cual se refiere a qué información deben revelar las empresas respecto a sus instrumentos financieros.

#### a) OBJETIVOS

El objetivo de esta NIIF es requerir a las entidades que, en sus estados financieros, revelen información que permita a los usuarios evaluar:

- a- La importancia de los instrumentos financieros en la situación financiera y en el rendimiento de la entidad.
- b- La naturaleza y alcance de los riesgos procedentes de los instrumentos financieros a los que la entidad se haya expuesto durante el período y en la fecha de presentación, así como la forma de gestionar dichos riesgos

Tal información puede influir en la evaluación de un usuario sobre la situación financiera y el funcionamiento financiero de una entidad; o de la cantidad y la certeza de sus futuros flujos de caja. La transparencia en cuanto a la administración de riesgos permite a los usuarios acceder a mejores conclusiones sobre riesgos y retornos.

#### b) ALCANCE

Aunque la NIIF 7 proviene de un proyecto de revisar la NIC 30 (una Norma que se aplicó sólo a bancos e instituciones financieras similares), ésta se aplica a todas las entidades que tienen instrumentos financieros. El Comité observó que la reducción de barreras reguladoras en muchos países y la competencia creciente entre bancos, firmas de servicios no bancarias financieras, y conglomerados financieros ha generado muchas entidades que proporcionan los servicios que tradicionalmente eran proporcionados sólo por entidades reguladoras y supervisados como bancos. El Comité concluyó que era inadecuado limitar este proyecto a los Bancos e Instituciones Financieras similares.

La NIIF 7 es de aplicación a todos los tipos de instrumentos financieros, con excepción de los detallados en el Alcance de la NIC 32, en ese sentido, el Comité consideró algunas situaciones particulares:

- Los Instrumentos de Patrimonio no son evaluados por la NIIF y de ahí que el Balance y el resultado del emisor, no están expuestos al riesgo; y las revelaciones sobre la importancia de instrumentos financieros para la situación financiera y el funcionamiento, no es relevante para instrumentos de patrimonio.
- Pequeñas y medianas entidades: El IASB consideró si la norma debería eximir a pequeñas y medianas entidades del alcance de la NIIF, se observó que el grado de revelaciones requeridas por la NIIF dependerá del uso de instrumentos financieros y del grado de exposición a los riesgos asociados. La normativa prevé que para el caso de pequeñas y medianas entidades las exigencias de revelaciones disminuyan.

### c) REVELACIONES DEL BALANCE

#### Categorías de activos financieros y pasivos financieros

Se requiere que las entidades revelen los activos y pasivos financieros según las categorías previstas en la NIC 39. La revelación para cada categoría ayudaría a los usuarios a un mayor entendimiento de cómo las políticas contables afectan al reconocimiento de activos y pasivos financieros.

#### Activos o pasivos financieros al valor razonable con cambios a resultados

Si la entidad hubiese designado un préstamo o una cuenta a cobrar (o un grupo de préstamos o cuentas por cobrar) como al valor razonable con cambios en resultados, informará:

- el máximo nivel de exposición al riesgo de crédito del préstamo o cuenta por cobrar en la fecha de presentación.
- el importe por el que se reduce dicho máximo nivel de exposición al riesgo de crédito mediante el uso de derivados de crédito o instrumentos similares.
- el importe de variación, durante el período y la acumulada, del valor razonable del préstamo o cuenta por cobrar que sea atribuible a las variaciones en el riesgo de crédito del activo financiero.
- el importe de la variación del valor razonable de cualquier derivado de crédito o instrumento similar vinculado, durante el período y la acumulada desde que el préstamo o cuenta por cobrar se hubiera designado.

La norma requiere la revelación de cambios del valor razonable de un pasivo financiero valuado al valor justo con cambios en resultados que sea atribuible a cambios en el riesgo de crédito, en caso de que los únicos cambios relevantes en las condiciones del mercado para pasivos fuesen los que se producen en la tasa de interés, la norma prevé la forma de calcular ese cambio, exigiendo la revelación de tal importe.

Aunque la cuantificación de tales cambios puede ser difícil en la práctica, se concluyó que la revelación de tal información sería útil para los usuarios de estados contables y ayudaría a mitigar los efectos que una inadecuada interpretación puede tener ante un cambio en los resultados proveniente de un cambio en el riesgo de crédito, sobre todo en ausencia de revelaciones.

#### Reclasificaciones

La NIIF 7 amplió las exigencias establecidas por la NIC 32 respecto de las revelaciones de las razones para reclasificar un activo financiero, debiéndose revelar además los montos de las reclasificaciones para cada categoría. Se entiende que tal información es útil porque la clasificación de un instrumento financiero tiene un efecto significativo sobre su medición.

#### Baja en Cuentas

Una entidad puede haber transferido el activo financiero de tal modo que una parte o todo no cumpla las condiciones para darlo de baja en cuentas de acuerdo con la NIC 39. Si la entidad sigue reconociendo todo el activo o sigue reconociendo el activo al grado de su participación, la NIIF requiere revelar la naturaleza del activo financiero, el grado de

participación que la entidad tiene sobre el activo, y cualquier responsabilidad asociada. Tal revelación ayuda a los usuarios de los Estados Contables a evaluar la importancia de los riesgos retenidos.

### Garantías

Cuando una entidad obtiene una garantía sobre un pasivo financiero, la norma exige la revelación del importe en libros de dichas garantías, los plazos y condiciones relacionados con la misma. A su vez se prevé que cuando la entidad obtenga una garantía y esté autorizada a venderla se deberá revelar el valor razonable de la misma, así como los plazos y condiciones asociados a su utilización.

### Cuenta correctora para pérdidas crediticias, impagos y otros incumplimientos

Cuando se utiliza una cuenta separada para registrar pérdidas por incobrables, en lugar de reducir directamente el importe en libros del activo, incluirá una conciliación de las variaciones en dicha cuenta durante el período, para cada clase de activos financieros.

En lo referente a los impagos e incumplimientos de préstamos y otros contratos de préstamos se requiere su revelación, ya que la misma proporciona información relevante sobre la capacidad de pago de la entidad y sus perspectivas de obtener futuros préstamos.

## d) OTRA INFORMACIÓN A REVELAR

### Políticas Contables

Se deberá revelar en notas, las principales políticas contables, la base de medición utilizada para elaborar los estados financieros, así como las demás políticas contables empleadas que sean relevantes para la comprensión de los Estados Contables.

### Contabilidad de Cobertura

Se debe presentar información de cada tipo de cobertura (de valor razonable, de flujos de efectivos y de inversión neta de negocios), detallando una descripción de cada una, de los instrumentos financieros designados como instrumento de cobertura, sus valores razonables y la naturaleza de los riesgos que han sido cubiertos.

### Valor Razonable

Salvo lo establecido específicamente en la norma, una entidad deberá revelar el valor razonable de los activos y pasivos financieros, de forma tal de poder compararlos con los importes en libros.

En cuanto a la información a revelar referente al valor razonable, la norma prevé revelar lo siguiente:

- Métodos e hipótesis utilizadas
- Si se han utilizado mercados y precios de cotización

- Las técnicas de medición utilizadas, cuando no estén sustentadas en precios de transacciones observables y corrientes de mercado.

Cuando el activo financiero no tenga un mercado activo, se determinará el valor razonable, utilizando alguna técnica de medición, sin embargo al momento del valor inicial, el monto que mejor muestre el valor será el precio de adquisición. Si existiese alguna diferencia entre estos valores, se deberá informar.

La revelación del valor razonable no se requiere, en determinadas ocasiones:

- El importe en libros es una aproximación al valor razonable, ejemplo cuentas por pagar o cobrar.
- Cuando el valor razonable de una inversión no pueda ser medido con fiabilidad
- Contratos de participación discrecional.

El valor razonable es utilizado por las entidades en la información de uso interno para determinar su situación financiera total y en la toma de decisiones sobre instrumentos financieros individuales. Es también relevante para la toma de decisiones de los usuarios de los estados financieros porque esto refleja el juicio de los mercados financieros sobre el valor presente de futuros flujos de caja esperados que se relacionan con un instrumento.

La información del valor razonable permite la comparación de instrumentos financieros que tienen las mismas características económicas, independientemente de por que ellos son mantenidos y cuando y por quien ellos fueron emitidos o adquiridos. Los valores razonables proporcionan una base neutra para evaluar la administración de la dirección indicando los efectos de sus decisiones de comprar, vender o mantener el activo financiero e incurrir, mantener o cancelar pasivos financieros.

#### e) INFORMACIONES REFERENTES A LA REVELACIÓN DE RIESGO

##### Naturaleza y alcance de los riesgos que surgen de los instrumentos financieros

El IASB decidió requerir la revelación sobre los riesgos de instrumentos financieros, basándose en dos objetivos:

- deberían aplicarse los mismos requerimientos a todas las entidades, para que los usuarios reciban información comparable sobre los riesgos a que las mismas están expuestas.
- Las revelaciones proporcionadas deberían depender del grado del empleo de instrumentos financieros de una entidad y el grado al cual esta asume riesgo asociado.

Dichas revelaciones deberán formar parte de los estados contables o incorporarse a través de referencias cruzadas con los reportes específicos.

##### Tipo de Información a Revelar

La norma distingue dos tipos de información a revelar y determina exigencias diferentes para cada uno de ellos, en primer lugar información de tipo cualitativa e información de tipo cuantitativa.

### Información Cualitativa

Se informará sobre la exposición a cada tipo de riesgo y la forma en que estos surgen; las políticas, objetivos y procesos para gestionar los mismos y los métodos utilizados para medirlos.

### Información Cuantitativa

Se deberá revelar información sobre la exposición de una entidad a riesgos que provienen de instrumentos financieros, y deberían estar basados en como la entidad mide y maneja sus riesgos.

Para cada tipo de riesgo que surja de los instrumentos financieros, una entidad deberá informar:

- Datos resumidos cuantitativos de la exposición al riesgo en la fecha de presentación.
- Información sobre los diferentes riesgos (de crédito, de liquidez y de mercado).
- En caso de no surgir de la información anterior, la concentración de riesgo.

#### 1) Riesgo de Crédito

La norma requiere de revelaciones extensivas y detalladas sobre el riesgo de crédito, siendo este uno de los de mayor relevancia para instituciones financieras. Las revelaciones de riesgo de crédito no solamente se aplican a la cartera de préstamos sino también a la cartera de inversiones, cuentas por cobrar y otros activos financieros.

**36.** “La entidad informará, para cada clase de instrumento financiero, de:

- (a) el importe que mejor represente su máximo nivel de exposición al riesgo de crédito en la fecha de presentación, sin tener en cuenta ninguna garantía tomada ni otras mejoras crediticias (por ejemplo acuerdos de liquidación por el neto que no cumplan las condiciones de compensación de acuerdo con la NIC 32);
- (b) con respecto al importe revelado en (a), una descripción de las garantías tomadas y de otras mejoras crediticias;
- (c) información acerca de la calidad crediticia de los activos financieros que no estén en mora ni hayan deteriorado su valor; y
- (d) el importe en libros de los activos financieros que estarían en mora o que se habrían deteriorado, si no fuera porque sus condiciones han sido renegociadas.”

Para los activos financieros que son deudas vencidas o están deterioradas, se requieren revelaciones analíticas:

*“Activos financieros en mora o deteriorados*

**37** La entidad revelará, para cada clase de activo financiero:

- (a) un análisis de la antigüedad de los activos financieros en mora en la fecha de presentación, pero que no estén deteriorados;
- (b) un análisis de los activos financieros que se hayan determinado individualmente como deteriorados en la fecha de presentación, incluyendo los factores que la entidad ha considerado al determinar el deterioro; y
- (c) para los importes que se hayan revelado en (a) o (b), una descripción de las garantías



tomadas por la entidad para asegurar el cobro y de las otras mejoras crediticias, así como una estimación de su valor razonable, a menos que fuera impracticable hacerla.”

Información sobre colaterales u otros mejoramientos al crédito que se han pedido o solicitado:

*“Realización de garantías y de otras mejoras crediticias*

**38** Cuando una entidad haya obtenido, durante el ejercicio, activos financieros o no financieros por garantías tomadas para asegurar el cobro, o ejecutado otras mejoras crediticias (por ejemplo avales), y tales activos cumplan los criterios de reconocimiento de otras Normas, la entidad revelará:

- (a) la naturaleza e importe en libros de los activos obtenidos; y
- (b) cuando los activos no sean fácilmente convertibles en efectivo, sus políticas para enajenar o disponer por otra vía de tales activos, o para utilizarlos en sus actividades.”

## 2) Riesgo de Liquidez

Se define como riesgo de liquidez, el riesgo de que una entidad encuentre dificultades para obtener los fondos con los que cumplir compromisos asociados con los pasivos financieros.

**39.** “La entidad revelará:

- (a) un análisis de los vencimientos de los pasivos financieros que muestre los plazos contractuales de vencimiento remanentes; y
- (b) una descripción de cómo gestiona el riesgo de liquidez inherente en (a).”

## 3) Riesgo de Mercado

Riesgo de mercado es el riesgo de que el valor razonable o los flujos de efectivos de un instrumento financiero fluctuaran debido a cambios en los precios de mercado. El riesgo de mercado refleja el riesgo inflacionario, de tasa de interés, de tipo de cambio y otros riesgos de precios.

*“Análisis de sensibilidad*

**40** Salvo que una entidad cumpla lo establecido en el párrafo 41, revelará:

- (a) un análisis de sensibilidad para cada tipo de riesgo de mercado al que la entidad esté expuesta en la fecha de presentación, mostrando cómo podría verse afectado el resultado del ejercicio y el patrimonio neto por cambios en la variable relevante de riesgo, que sean razonablemente posibles en dicha fecha;
- (b) los métodos e hipótesis utilizados al elaborar el análisis de sensibilidad; y
- (c) los cambios habidos desde el ejercicio anterior en los métodos e hipótesis utilizados, así como las razones de tales cambios.

**41** Si la entidad elaborase un análisis de sensibilidad, tal como el del valor en riesgo, que reflejase las interdependencias entre las variables de riesgo (por ejemplo, entre los tipos de interés y de cambio) y lo utilizase para gestionar riesgos financieros, podrá utilizar ese análisis de sensibilidad en lugar del especificado en el párrafo 40. La entidad revelará también lo siguiente:

- (a) una explicación del método utilizado al elaborar dicho análisis de sensibilidad, así como de los principales parámetros e hipótesis subyacentes en los datos suministrados; y
- (b) una explicación del objetivo del método utilizado, así como de las limitaciones que pudieran hacer que la información no reflejase plenamente el valor razonable de los activos y pasivos implicados.

*Otras revelaciones de información sobre el riesgo de mercado*

**42** Cuando los análisis de sensibilidad, revelados de acuerdo con los párrafos 40 y 41, no fuesen representativos del riesgo inherente a un instrumento financiero (por ejemplo porque la exposición a final de año no refleje la exposición mantenida durante el año), la entidad informará de ello, así como la razón por la que cree que los análisis de sensibilidad carecen de representatividad.”

El IASB notó que la información proporcionada por un análisis de sensibilidad simple no sería comparable a través de entidades. Esto es porque las metodologías utilizadas al preparar el análisis de sensibilidad y los resultados de revelaciones podrían variar según la naturaleza de la entidad y complejidad de sus sistemas de gestión de riesgos.

Se concluyó que no sería posible proporcionar una guía sobre la metodología para ser usada en el análisis de sensibilidad. Se marcó que la información más comparable sería obtenida si se impusieran exigencias específicas sobre las entradas, el proceso y la metodología. Sin embargo, se resolvió en contra de un requerimiento tan específico, debido a cambios que hay entre una economía y otra como ser la inflación, tasas de interés, etc. Además, el efecto de un cambio razonablemente posible variará dependiendo de la exposición al riesgo de la entidad. Por consiguiente, requieren que las entidades juzguen aquellos cambios razonablemente posibles.

Por tanto:

- a- El análisis de sensibilidad no requiere determinar las pérdidas o ganancias que diferentes riesgos relevantes hubieran tenido. El análisis de sensibilidad muestra el efecto sobre el beneficio o la pérdida corriente y el patrimonio si un cambio razonablemente posible de la variable de riesgo relevante hubiera sido aplicado a las exposiciones de riesgo existentes a fecha de balance.
- b- Un cambio razonablemente posible es juzgado en relación con los ambientes económicos en los cuales la entidad funciona, y no incluye el “peor escenario” o “pruebas de stress”
- c- Requieren que las entidades revelen sólo los efectos de cambios en los límites razonablemente posibles de la variable de riesgo relevante.
- d- El plazo de tiempo para el cual las entidades deberían hacer una evaluación sobre lo que es razonablemente posible es un año, o hasta que se presente la información nuevamente.

## CAPÍTULO VI – CONCLUSIONES

Todas las economías, inclusive las del primer mundo, han atravesado o atraviesan por procesos inflacionarios, más o menos fuertes, más o menos prolongados. La constante suba de precios hace que el dinero pierda poder adquisitivo y que aumente la incertidumbre sobre los precios futuros. Esto repercute en las decisiones sobre el gasto, el ahorro y la inversión, ocasionando una asignación deficiente de recursos y, por tanto, dificultando el crecimiento económico.

En ese contexto, los agentes económicos deberán tomar medidas para contrarrestar o disminuir los efectos nocivos que la inflación produce. Como en toda crisis, la mayoría de los agentes económicos se verán perjudicados, y ese daño será tanto mayor si no se está preparado. Por otro lado, y también como en toda crisis, existen aquellos que por uno u otro motivo sacan provecho y se benefician con esa situación, pero son los menos.

Dentro de las alternativas que ofrece el mercado, la indexación puede ser una herramienta de gran utilidad en estos casos. Este mecanismo ajusta los retornos de los activos financieros en función de un indicador que refleja la evolución global del nivel de inflación. De esta forma, el valor de los pagos nominales se hace contingente a dicho indicador, y por lo tanto protege los retornos de los activos financieros de la inflación.

Ahora bien, ¿Se puede afirmar que los instrumentos financieros indexados son la mejor alternativa para enfrentar la inflación? Seguramente la utilización de estos instrumentos como única opción para cubrirse contra la inflación no será lo más adecuado, así como tampoco el uso de cualquier otra alternativa por sí sola. Es fundamental entonces la diversificación de la cartera, lo cual implicará la asignación de las inversiones entre los distintos instrumentos financieros, las industrias y otras categorías. Aunque la diversificación no sea garantía contra la pérdida, es una forma efectiva de reducir los riesgos.

No se puede establecer entonces una receta única para que los agentes económicos se cubran contra el riesgo inflacionario. La alternativa a elegir dependerá de muchos factores tales como tamaño, rama de actividad, posibilidades de inversión, estructura organizacional, estilo de dirección, necesidades de liquidez, exceso o necesidad de fondos, marco normativo o regulatorio, expectativas de evolución de ciertas variables como inflación, tipo de cambio, riesgo país, etc.. Además, cada agente tiene sus preferencias en cuanto a la combinación de riesgo y rendimiento que quiere.

A pesar de lo mencionado anteriormente, y en base al trabajo realizado, se pueden hacer las siguientes recomendaciones relativas a la utilización de los instrumentos financieros indexados como mecanismo de cobertura contra la inflación:

- Utilizar este tipo de instrumento como una forma de diversificar la cartera, logrando así una dispersión del riesgo y por lo tanto una reducción del mismo. Se logrará disminuir el riesgo del portafolio al contar con otro instrumento con características diferentes.
- Podrían no ser accesibles para las pequeñas y medianas empresas, por dos motivos; en primer lugar, este tipo de empresas no tiene, por lo general, fondos ociosos, lo que hace que su capacidad de inversión sea reducida, y lo que generan lo necesitan para funcionar en el día a día. En segundo lugar, como estos

instrumentos requieren un mínimo de inversión, seguramente no llegarían a cubrirlo.

- Para el emisor de estos instrumentos, puede resultar en una forma menos costosa de financiamiento que la deuda nominal, ya que los inversionistas demandarán primas más bajas al no estar expuestos al riesgo de inflación.
- En el caso de grandes empresas, que manejan altos volúmenes de efectivo, y tienen disponibilidad de fondos para invertir por períodos largos, resulta ser una opción muy segura contra la inflación, pero no asegura que sea la más rentable.
- Suelen ser adecuados para agentes que tienen que afrontar pagos en el largo plazo (empresas de seguros de vida, administradoras de fondos de ahorro previsual).
- Dado que es fácil realizar el seguimiento de la evolución de este tipo de instrumentos, ya que basta con ver las oscilaciones del índice de referencia, los costos asociados a analistas de portafolios son menores.
- Son útiles en economías propensas a la devaluación, ya que las economías con esas características son las que tienen un constante aumento en el nivel general de precios.
- Es claro que la indexación financiera adquiere gran importancia en economías inflacionarias, dado que ofrecen a los inversores un "seguro" contra la inflación.
- Son útiles para inversores con un horizonte temporal largo.
- Pueden no resultar útiles para aquellos inversionistas que tienen grandes necesidades de liquidez, y que por lo tanto volcarán sus inversiones en aquellos activos que le ofrezcan liquidez (los instrumentos atados a la inflación son papeles que normalmente son comprados y mantenidos en el portafolio y en consecuencia tienen una menor liquidez en el mercado secundario).

Dada la importancia de los instrumentos financieros existen normas específicas para la valuación e información a revelar en los estados contables.

La NIC 39 establece las categorías en las que se puede clasificar los activos y pasivos financieros, definiendo además los criterios para el adecuado tratamiento contable (reconocimiento, medición y presentación de la información de los mismos).

La NIIF 7, exige la presentación referente a la revelación de la naturaleza y alcance de los riesgos de cada uno de los instrumentos financieros.

Dado que las normas exigen un determinado criterio de clasificación de los instrumentos, definiendo el tratamiento contable a aplicar y una correcta evaluación de los riesgos a los que se exponen los mismos, esto permite a las empresas una gestión activa de los instrumentos que posee.

## ÍNDICE

ABSTRACT. . . . .	1
CAPÍTULO I – INTRODUCCIÓN. . . . .	2
CAPÍTULO II – INFLACIÓN. . . . .	3
1. Definición. . . . .	3
2. Medición. . . . .	4
3. Tipos de Inflación . . . . .	4
a) Inflación reptante. . . . .	5
b) Inflación moderada o abierta. . . . .	5
c) Alta inflación. . . . .	5
d) Hiperinflación . . . . .	5
4. Causas. . . . .	6
a) Inflación de demanda. . . . .	6
b) Inflación de costos. . . . .	6
c) Inflación estructural. . . . .	7
d) La teoría monetaria de la inflación y sus variantes. . . . .	8
5. Efectos Macroeconómicos. . . . .	8
a) La pérdida de poder adquisitivo de los ingresos nominales. . . . .	8
b) La redistribución del ingreso. . . . .	9
c) La incertidumbre macroeconómica y sus efectos. . . . .	9
d) Efectos sobre el resultado fiscal. . . . .	9
6. Planes de Estabilización . . . . .	10
7. Evolución de la inflación en Latinoamérica y Uruguay. . . . .	10
CAPÍTULO III – MECANISMOS DE COBERTURA CONTRA LA INFLACIÓN. . . . .	15
1. Efectos de la inflación en las empresas . . . . .	15
a) Disminución de la rentabilidad real de los activos. . . . .	15
b) Distorsiona las decisiones en la elaboración del presupuesto. . . . .	16
c) Disminución de la productividad. . . . .	16
d) Distorsión de los Estados Financieros. . . . .	16
e) Agravamiento de la situación financiera. . . . .	17
f) La toma de decisiones. . . . .	17
g) Aumento de la incertidumbre. . . . .	17
2. Mecanismos de cobertura contra la inflación . . . . .	18
a) Aumentar los precios de venta. . . . .	19
b) Aumentar las cantidades vendidas. . . . .	19
c) Comprar materia prima. . . . .	20
d) Invertir en plazos fijos. . . . .	21
e) Invertir en moneda extranjera. . . . .	21
f) Invertir en activo fijo. . . . .	22
g) Invertir en Instrumentos Financieros. . . . .	22
h) Invertir en Instrumentos Financieros Indexados. . . . .	27
CAPÍTULO IV – INSTRUMENTOS FINANCIEROS INDEXADOS. . . . .	28
1. Concepto y características. . . . .	28
2. Ventajas y desventajas de la indexación. . . . .	28
a) Desde el punto de vista de los inversores. . . . .	29

b) Desde el punto de vista de los emisores. . . . .	31
c) Autoridad económica – Gobierno. . . . .	32
d) Desde el punto de vista de los mercados financieros. . . . .	33
3. Evidencia en otros países. . . . .	33
a) Chile. . . . .	33
b) Francia. . . . .	34
c) Italia. . . . .	35
d) Estados Unidos. . . . .	35
e) Japón. . . . .	36
4. Evidencia de indexación en Uruguay. . . . .	36
a) Mercado de capitales en Uruguay – Reseña histórica. . . . .	36
b) Mercado de capitales e inflación. . . . .	37
c) El desarrollo del mercado en moneda nacional. . . . .	37
d) Creación de la Unidad Indexada en Uruguay. . . . .	39
5. Instrumentos en Unidad Indexada en el mercado local. . . . .	41
A. Sector Público. . . . .	41
a) Instrumentos emitidos por el BCU. . . . .	41
b) Instrumentos emitidos por el gobierno. . . . .	41
B. Sector Privado. . . . .	42
<b>CAPÍTULO V – MARCO NORMATIVO CONTABLE. . . . .</b>	<b>46</b>
1. Características cualitativas de la información contable. . . . .	46
2. Clasificación de las Normas Contables. . . . .	48
3. NIC 39 – Instrumentos Financieros: reconocimiento y medición. . . . .	49
a) Introducción. . . . .	49
b) Alcance. . . . .	49
c) Definiciones. . . . .	49
d) Categorías de Instrumentos Financieros. . . . .	50
e) Reconocimiento de los Instrumentos Financieros. . . . .	51
f) Bajas de Instrumentos Financieros. . . . .	52
g) Medición de los Instrumentos Financieros. . . . .	52
h) Valor Razonable. . . . .	53
i) Operaciones de cobertura. . . . .	54
4. NIIF 7 – Instrumentos Financieros – Información a revelar. . . . .	57
a) Objetivos. . . . .	57
b) Alcance. . . . .	57
c) Revelaciones del balance. . . . .	58
d) Otra información a revelar. . . . .	59
e) Informaciones referentes a la revelación de riesgo. . . . .	60
1) Riesgo de Crédito. . . . .	61
2) Riesgo de Liquidez. . . . .	62
3) Riesgo de Mercado. . . . .	62
<b>CAPÍTULO VI – CONCLUSIONES. . . . .</b>	<b>64</b>

## BIBLIOGRAFÍA

- BERGARA, M., BERRETTA, N., DELLA MEA, U., FACHOLA, G., FERRE, Z., GONZÁLEZ, M.J., PATRÓN, R., ROSSI, M., SPREMOLLA, A., TANSINI, R., TERRA, I., TORELLO, M., TRIUNFO, P., VAILLANT, M. y VICENTE, L. (2003), *Economía para no economistas*, Versión electrónica en formato PDF, Montevideo: Departamento de Economía. Facultad de Ciencias Sociales. Universidad de la República, 353 p.
- FLORES BARRERA, C., MARTÍNEZ COLL, J.C. y PADILLA JUÁREZ, A. (2006), *La Economía. Virtudes e inconvenientes. Manual básico para no economistas*, 1ª edición, Santiago de Chile, RIL editores, 452 p.
- DABÚS, C., ELÍAS, S. y FERNÁNDEZ, M., *Inflación, estabilidad y crecimiento en América Latina*.
- PASCALE, R., *Decisiones Financieras*, 3ra. edición, Ediciones Macchi.
- NOGUEIRA, D., GARCIACELAY, H., ARCIERI, L. y AZZINNARI, M. (2009), *Análisis, evolución y cuantificación de riesgos de instrumentos financieros*, Montevideo, Facultad de Ciencias Económicas y Administración de la Universidad de la República.
- LARZÁBAL, M. y VALDÉS, M. *Indexación Financiera: Hacia un mercado de capitales "sano"*, Montevideo, Departamento de estudios- República AFAP.
- AZNÁREZ, J. (2003) *La Unidad Indexada. ¿Qué es y para qué sirve?* Artículo publicado en la Revista de Antiguos Alumnos del IEEM, Año VI, Nº1, Abril 2003.
- Norma Internacional de Contabilidad nº 39 (NIC 39) *Instrumentos financieros: Reconocimiento y valoración*.
- Norma Internacional de Información Financiera nº 7 (NIIF 7) *Instrumentos financieros: Información a revelar*.
- LEANDRO, G. *La empresa ante la inflación y la devaluación* [en línea], Aula de Economía, <http://www.auladeeconomia.com/articulos11.htm> [Consulta: Marzo 2010].
- BAFICO, H. y MICHELIN, G. *En que convendrá invertir en el 2010* [en línea], El País portal digital, [http://www.elpais.com.uy/Suple/EconomiaYMercado/09/12/14/ecoymer\\_459801.asp](http://www.elpais.com.uy/Suple/EconomiaYMercado/09/12/14/ecoymer_459801.asp), [Consulta: Febrero 2010].

- *Cómo ganarle a la inflación, Guía práctica* [en línea], El opositor online, [http://www.casibien.com.ar/index.php?option=com\\_content&task=view&id=152&Itemid=28](http://www.casibien.com.ar/index.php?option=com_content&task=view&id=152&Itemid=28), [Consulta: Febrero 2010].
- RAMALLO, R. *Los inversores vuelven al ladrillo como refugio de la inflación*, [en línea], iProfesional.com, <http://finanzas.iprofesional.com/notas/50950-Los-inversores-vuelven-al-ladrillo-como-refugio-de-la-inflacion.html?cookie>, [Consulta: Marzo 2010].
- DALTO, V. *Crece con fuerza las medidas de las empresas para enfrentar la inflación*, [en línea], iProfesional.com, <http://www.iprofesional.com/notas/66356-Crecen-con-fuerza-las-medidas-de-las-empresas-para-enfrentar-la-inflacion.html>, [Consulta: Febrero 2010].
- *Tips para enfrentar la inflación en el negocio*, [en línea], Negocio Propio, <http://elnegociopropio.blogspot.com/2008/06/tips-para-enfrentar-la-inflacion-en-el.html>, [Consulta: Abril 2010].
- MARTÍNEZ, O. *Inversiones para enfrentar la inflación*, [en línea], iEco Clarin.com, <http://www.ieco.clarin.com/notas/2008/05/06/01665302.html>, [Consulta: Junio 2010].
- *Qué hacer para ganarle a la inflación*, [en línea], Fundación proteger, <http://www.fundacionprotejer.com/prensa-noticia.php?id=12242>, [Consulta: Abril 2010].
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, D. *Una cartera con rentabilidad "real" ante el futuro repunte de la inflación (II)*, [en línea], Blog de AFI (Analistas Financieros Internacionales), <http://blogs.cincodias.com/inversion/2009/07/una-cartera-con-rentabilidad-real-ante-el-futuro-repunte-de-la-inflacion-ii.html>, [Consulta: Febrero 2010].
- Instituto Nacional de Estadística (INE), [en línea], <http://www.ine.gub.uy/>.
- Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), [en línea], <http://www.mef.gub.uy/portada.php>.
- Bolsa de Valores de Montevideo, [en línea], <http://www.bvm.com.uy/bolsa/index.php>.
- Banco Central del Uruguay (BCU), [en línea], <http://www.bcu.gub.uy/>.
- El Banco Mundial (BM), [en línea], <http://www.bancomundial.org/>.
- SCHILLER, R. *The invention of inflation-index bonds in Early America*, [en línea], Social Science Research Network, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=475881](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=475881), [Consulta: Abril 2010].
- Agence France Trésor, [en línea], [http://www.aft.gouv.fr/aft\\_sp\\_360/deuda\\_del\\_estado\\_433/productos\\_887/oati\\_894/index.html](http://www.aft.gouv.fr/aft_sp_360/deuda_del_estado_433/productos_887/oati_894/index.html).
- Roisseco Sociedad de Bolsa S.A., [en línea], <http://www.roisseco.com.uy/servicios.htm#02>.
- RenMax Sociedad de Bolsa, [en línea], <http://www.renmax.com.uy/renmax/site/spanish/products.php>.
- Giordano e Hijos Sociedad de Bolsa, [en línea], <http://www.giordanoehijos.com.uy>.
- MONTESINOS JULVE, V. y BRUSCA, I. *Introducción a la contabilidad financiera: Un enfoque internacional*, [en línea], [http://books.google.com.uy/books?id=taUwGTmG93IC&pg=PA277&lpg=PA277&dq=hoy+en+dia+los+instrumentos+financieros&source=bl&ots=i2Lk6mTHET&sig=r3nArWj3KGmmue-UuhYvR3lf70I&hl=es&ei=G1IeTKC3BYa8lQfh99SqDQ&sa=X&oi=book\\_result&ct=result&resnum=9&ved=0CDQQ6AEwCA#v=onepage&q&f=false](http://books.google.com.uy/books?id=taUwGTmG93IC&pg=PA277&lpg=PA277&dq=hoy+en+dia+los+instrumentos+financieros&source=bl&ots=i2Lk6mTHET&sig=r3nArWj3KGmmue-UuhYvR3lf70I&hl=es&ei=G1IeTKC3BYa8lQfh99SqDQ&sa=X&oi=book_result&ct=result&resnum=9&ved=0CDQQ6AEwCA#v=onepage&q&f=false).



- Mercado de Capitales en Uruguay- El País digital (artículo publicado en la revista "En Obra" de la Asociación de Promotores Privados de la Construcción, Mayo 2009).