



BOLETÍN INFORMATIVO

Nº 132 • año 11 • mayo 2004

EDITORIAL

La UFV como innovación financiera

Una de las innovaciones financieras más importantes para la economía nacional de los últimos años ha sido la introducción de la Unidad de Fomento a la Vivienda (UFV). La UFV es un índice que sirve de referencia para mantener constante el valor de los contratos y de otras operaciones, con relación a la evolución de los precios internos. En términos técnicos se dice que es un “indexador”. Dependiendo de la legislación aplicable y, sobre todo, de la voluntad de las partes que pactan libremente, la UFV sustituye al dólar en su papel de índice de referencia. En esta función referencial, la UFV tiene la ventaja con respecto al dólar, de que refleja mejor las condiciones de la demanda interna de la economía. En cambio, la cotización del dólar puede variar más en respuesta a choques exógenos que a circunstancias internas.

La UFV tiene como base a la inflación. En los últimos cinco años se ha notado que, debido a la debilidad de la demanda interna y a las grandes devaluaciones de nuestros socios comerciales de la región, la trayectoria de la inflación se ha separado de la de la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, es posible que en el largo plazo las dos trayectorias vuelvan a converger.

La UFV protege de la inflación a los saldos monetarios y a los contratos en moneda nacional. Lo hace empero sin los riesgos para el sistema financiero que causa el dólar en la misma función. Los retornos de las operaciones financieras en UFV son reales, en el sentido de que están constituidos por una tasa de interés que lleva consigo una corrección automática por inflación. En cambio, los retornos reales en moneda nacional pueden ser inferiores a operaciones en UFV o en dólares, si no se ha anticipado correctamente la inflación al momento de realizarla. En todo caso, los rendimientos son más variables. Puede pasar lo mismo con las operaciones en dólares. Su rendimiento real puede ser inferior al de operaciones en UFV o aún en bolivianos, si la depreciación es inferior a la inflación, como ha ocurrido algunas veces en el pasado.

La UFV debe ser vista como una medida intermediaria mientras persistan las expectativas de inflación futura. Cuando estas expectativas se mitiguen, se debería poder alcanzar una “nominalización” de los saldos monetarios y de los contratos, que entonces podrían ser expresados en bolivianos, sin ningún tipo de indexación, ni a la inflación ni a la depreciación. Sin embargo, consideramos que pasará todavía bastante tiempo antes de que esto suceda.

Los depósitos en UFV han sido en el último año más remunerativos en términos reales que los depósitos en dólares o en moneda nacional. Las tasas de interés en UFV se han comparado muy

favorablemente con las tasas de los depósitos dolarizados. Además los intereses de los depósitos a plazo en UFV (y en bolivianos) están exentos del RC-IVA y del ITF. Asimismo, los movimientos en caja de ahorros en UFV (y en bolivianos) están exentos del ITF. Estas exenciones favorecen a los depositantes en bolivianos, indexados o no a la UFV.

Para que se cree una situación sostenible y que los bancos mercadeen vigorosamente depósitos en UFV, es importante que hayan también tomadores de préstamos con ese indexador. Para que ello suceda es necesario que las tasas de interés activas en UFV sean razonables, es decir iguales o inferiores a las tasas reales de interés de créditos en dólares y que los préstamos no se otorguen a plazos demasiado cortos. Una aproximación a la tasa real de interés en dólares está dada por la tasa de interés en esa moneda más el porcentaje de depreciación del boliviano menos la inflación.

La UFV es especialmente idónea para contratos de largo plazo; lo es mucho menos para los cortos plazos. Tanto desde el punto de vista del depositante como de la entidad prestamista, debe ser interesante tener retornos reales asegurados por largos plazos y poder evitar los problemas de refinanciamiento y de repactación que causan los contratos de corto plazo. Las operaciones en UFV deben ser también interesantes para las entidades financieras, porque además de proporcionarles retornos reales estables, les reducen los riesgos crediticios y de liquidez. Se reducen los riesgos crediticios porque los clientes tienen ingresos en la misma moneda que sus deudas. Se reducen los riesgos de liquidez porque las entidades financieras, de requerirlo, pueden acceder más fácilmente y ampliamente a créditos de liquidez en la moneda que emite el país. En cambio, en moneda extranjera dependen del nivel de reservas internacionales que haya podido acumular el Banco Central.

La indexación a la inflación no implica empero que el Banco Central deba bajar la guardia en cuanto a su compromiso de mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional. Se ha de reiterar el mandato legal que tiene el Instituto Emisor de controlar la inflación, el que tiene prelación sobre cualquier otro objetivo. Estamos convencidos que la aceptación de la UFV como índice referencial vendrá, en última instancia, del fortalecimiento y la credibilidad de instituciones como el Banco Central de Bolivia. Se debe mantener, como hasta ahora, la no ingerencia política y la transparencia en la determinación de la UFV, como base para que se acreciente su credibilidad y utilización en el mercado financiero nacional.

INDICADORES ECONÓMICOS

	May. 03	May. 04		May. 03	May. 04
TIPO DE CAMBIO VENTA (Fin de Periodo)(Bs x 1 \$us)	7,43	8,60	INFLACIÓN (acumulada en el año)	0,58%	0,98%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS BCB (Mill. \$us)	753,11	817,66	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS ACTIVAS (M/E)(2)	7,43%	8,60%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS RESTO SISTEMA FINANCIERO (Mill. \$us)	565,90	584,26	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS PASIVAS (M/E)(2)	3,02%	3,44%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, CONSOLIDADAS (Mill. \$us)	1.319,00	1.401,92	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N) (3)	9,50%	8,00%
EMISIÓN MONETARIA (Saldo en Mill. Bs)	2.563,89	2.924,53	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E) (3)	6,50%	7,50%
M ³ (Mill. Bs) (1)	28.243,93	27.923,39	TASA LIBOR (a 6 meses)	1,22%	1,58%

(1) Corresponde al sistema financiero; (2) Promedios mensuales ponderados por el monto efectivo de operaciones realizadas; (3) Tasa premio base.

La Unidad de Fomento de Vivienda (UFV)

¿Qué es la Unidad de Fomento de Vivienda?

La Unidad de Fomento de Vivienda (UFV) es un índice diario, calculado con base en la inflación. Sirve de referencia para operaciones financieras, contratos y todo tipo de actos jurídicos en moneda nacional con mantenimiento de valor respecto a la evolución de los precios internos. Sustituye al dólar como indexador de estas operaciones y contratos.

Dicho de otro modo, con la UFV, es la tasa de inflación y no el tipo de cambio, el valor de referencia para la cláusula de mantenimiento de valor de los contratos y de otras operaciones. El valor de éstos se mantendrá constante con relación a los precios de una canasta de bienes y servicios nacionales en vez de hacerlo con relación a la evolución de la cotización de la moneda extranjera.

El valor de la UFV para el mes en curso está dado por la inflación acumulada en los últimos doce meses, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), que difunde el Instituto Nacional de Estadística (INE) a principios de cada mes.

La UFV fue creada mediante el Decreto Supremo 26390 de 8 de noviembre de 2001 y por Resolución de Directorio del Banco Central de Bolivia No. 116/2001 de 20 de noviembre de 2001 se reglamenta su cálculo.

¿Quién calcula la UFV?

El Banco Central de Bolivia calcula a principios de cada mes el valor diario de la UFV correspondiente al período. El valor diario de la UFV se difunde por diferentes medios de prensa y en la página web: www.bcb.gov.bo.

¿A partir de qué fecha se difunde la UFV?

Desde el 7 de diciembre de 2001, fecha en que comenzó con un valor de Bs1. La UFV es un índice acumulativo; su valor el día de hoy depende del valor que tuvo ayer más un factor de ajuste que se determina siguiendo fórmulas de cálculo que son explicadas a continuación. Los valores publicados de la UFV no están sujetos a revisión posterior alguna.

Pese a su denominación, la utilización de la UFV no está limitada solamente al financiamiento de viviendas. Se le dio este nombre debido a que fue creada mediante el

D.S.26390 que está referido a un programa de fomento de créditos hipotecarios para la vivienda.

El término “fomento” no es una caracterización adecuada de la UFV. En realidad la UFV sirve de referencia para la realización de todo tipo de operaciones financieras de mercado, libremente pactadas entre partes, sin que medie subvención alguna. En algunas leyes y decretos supremos se emplea también a la UFV como referencia.

¿En qué moneda se realizan las operaciones en UFV?

Las operaciones y contratos en UFV se realizan en Bolivianos, según el valor de la UFV en la fecha de cada transacción. La UFV no es una moneda, sino más bien una “denominación” ligada al Boliviano.

¿Quiénes pueden realizar operaciones y contratos en UFV?

Toda persona natural, jurídica o colectiva que encuentra en su interés hacerlo, así como quienes están obligados por leyes y decretos supremos específicos.

¿Pueden las entidades financieras y el público escoger libremente la moneda o denominación de sus contratos y depósitos?

Sí. Las disposiciones del D.S. 21060 se mantienen sin restricción alguna en lo referido a esta libre elección. La selección de la moneda o denominación dependerá de las ventajas que encuentren los interesados.

¿Qué ventajas tiene realizar depósitos en UFV?

- El beneficio para la persona que ahorra en instrumentos indexados a la UFV es el de mantener el valor de su depósito respecto a la evolución de los precios, es decir, ella mantiene el poder adquisitivo de sus recursos y la tasa de interés que perciba por el ahorro que realiza será un rendimiento real, es decir un rendimiento neto de inflación.
- Los depósitos a plazo fijo en bolivianos o en UFV mayores a 30 días no están afectados por el RC-IVA. El Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) no se cobra a depósitos en moneda nacional o en UFV en caja de ahorro.

- El BCB ha liberado de constituir encaje legal a estos depósitos en plazos mayores a 60 días, lo que promueve que las entidades financieras puedan ofrecer tasas de interés más altas para depósitos en bolivianos o en UFV.
- El ahorrista no incurre en el costo del diferencial cambiario. Si para ahorrar en moneda extranjera compra dólares al tipo de cambio de venta, pero cuando quiere realizar transacciones en bolivianos vende sus dólares al tipo de cambio de compra que es más bajo, incurre en un costo adicional que no incurriría si ahorra en moneda nacional o UFV. Es decir, existe un único valor diario de la UFV en bolivianos, que permite la conversión de bolivianos a UFV o viceversa.

Por ejemplo, si el primero de enero de 2004 se deseaba convertir en UFV Bs100, teniendo en cuenta que la cotización de la UFV en esa fecha era de Bs1,04073, el cálculo hubiera sido el siguiente: los Bs100 se debían dividir entre 1,04073, haciendo un total de UFV96,1.

Si el 31 de mayo de 2004 se hubiera deseado volver este monto a bolivianos, considerando una cotización de la UFV de Bs1.05842, entonces habría que multiplicar las UFV96,1 por la cotización de ese día y el resultado sería de Bs101,7.

En el caso de operaciones en dólares, el correspondiente valor en bolivianos es variable y depende de si se trata de compra o venta de dólares.

Por ejemplo, en fecha 31 de mayo de 2004 el tipo de cambio de venta del Bolsín era de 7,92. Ese es el precio aproximado que debió pagar por cada dólar que requiere comprar. Con Bs100 usted habría podido comprar aproximadamente 12,6 dólares. Si posteriormente necesita de bolivianos para efectuar transacciones tendría que cambiar sus dólares al tipo de cambio de compra de 7,90, obteniendo aproximadamente Bs99,5, incurriendo en un costo por el diferencial cambiario. Además, en la generalidad de los casos, las entidades financieras y el mercado paralelo usan como referencia el tipo de cambio del Bolsín e imponen un margen adicional de 1 ó 2 centavos de Boliviano por dólar, haciendo que el tipo de cambio de venta sea de Bs7,93 ó 7,94 por dólar, y el que el de compra esté por debajo de 7,90. En estos casos, el diferencial es mayor a los dos centavos, con lo cual aumenta el costo que incurre en comprar y vender dólares.

- En períodos recientes los depósitos en UFV tienen una tasa de interés más alta. Si hubiera realizado un depósito en UFV el 31 de mayo de 2003 por un monto de Bs10.000 a una tasa de interés anual del 4,15%, la situación hubiera sido la siguiente:

Al 31 de mayo de 2003 el valor de la UFV era de Bs1,01971, con lo cual los Bs10.000 correspondía a UFV 9.806,7.

El 31 de mayo de 2004 se hubiera podido retirar un valor equivalente a UFV 10.213,7 (el depósito de UFV 9.806,7 y el interés de UFV 406,9). El valor de la UFV a esta fecha es de Bs1,05842, por lo que se hubiera retirado Bs10.810,4.

La tasa de interés por un depósito en UFV es una tasa de interés real. La tasa nominal que resulta de la comparación de Bs10.810,4 con Bs10.000 es de 8,1%. Es de hacer notar que esta tasa incorpora la inflación del período, es decir que si la inflación hubiera sido mayor, la tasa nominal también sería mayor al 8,1%.

Si se hubiera colocado en bolivianos a una tasa de interés del 8,1% por año y la tasa de inflación hubiera sido mayor, el rendimiento real se habría reducido. Entonces se estaría perdiendo con respecto a un depósito en UFV.

Las ventajas de depositar en UFV pueden observarse comparando las tasas de interés para depósitos en caja de ahorro al 31 de mayo de 2004 que se muestran en el cuadro. A esa fecha la tasa de inflación a 12 meses fue de 4,35%, la depreciación a doce meses 3,81% y la variación de la UFV 3,79%. Si asumimos que las tasas nominales prevalecían hace doce meses, las tasas reales serían las que se muestran en el cuadro⁷, donde claramente los depósitos en UFV reportan mayores rendimientos respecto a los depósitos en dólares o bolivianos.

CUADRO 1

	Tasa nominal	Tasa neta de impuesto	Tasa real	Tasa nominal de paridad equivalente a UFV
ME	0.60%	0.52%	0.00%	3.59%
MN	3.79%	3.30%	-1.01%	7.54%
UFV	4.15%	3.61%	3.05%	3.61%

Nota: Las tasas nominales corresponden a un promedio ponderado de las operaciones realizadas en el mes de mayo de 2004.

Para que las tasas reales en depósitos en caja de ahorro en moneda extranjera y en moneda nacional sean iguales a las tasas en UFV, las tasas nominales tendrían que haber sido mayores: 3,59% en lugar de 0,60% para la moneda extranjera y de 7,54% en vez de 3,79% para la moneda nacional. Por tanto el rendimiento nominal y real de los depósitos en UFV es mayor.

¿Qué ventajas tiene realizar operaciones crediticias y contratos en UFV?

- Las personas y empresas que tienen ingresos en moneda nacional y que obtengan préstamos en UFV, podrán pagar

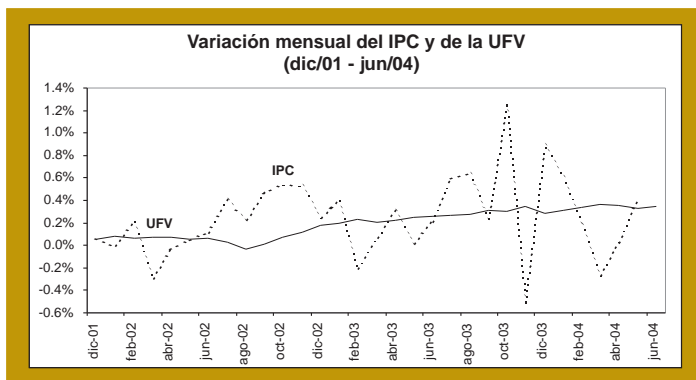
⁷ La tasa de interés real en moneda nacional es igual a la tasa de interés nominal en moneda nacional descontada la inflación. La tasa de interés real en moneda extranjera es igual a la tasa de interés nominal en moneda extranjera más la depreciación y menos la inflación. La tasa de interés real en UFV es igual a la tasa de interés nominal en UFV más la variación de la UFV menos la inflación.

sus deudas en la misma moneda (Bolivianos) y las variaciones del tipo de cambio no les afectará a su capacidad de pago. Solo la variación de la UFV incidirá en el pago de sus deudas.

- Los prestamistas tendrán en las operaciones de crédito en UFV una alternativa para reducir el riesgo de sus actividades, en razón a que la capacidad de pago de sus clientes estará menos expuesta a la depreciación de la moneda.
- Por lo expuesto, las operaciones de ahorro y crédito en UFV reducirán el riesgo cambiario para los prestatarios y el riesgo crediticio y de liquidez para los prestamistas. Asimismo, preservará el valor adquisitivo con relación a la evolución de los precios internos, tanto de los ahorros como de los préstamos en UFV.
- Por otra parte, las operaciones crediticias en UFV no están gravadas por el ITF.
- La liquidación efectiva y todo tipo de transacción en UFV se realizan en bolivianos.

El ajuste mensual de la UFV es menos volátil que la inflación mensual

La metodología de cálculo de la UFV suaviza las variaciones de esta unidad con respecto a las variaciones mensuales de la inflación. La suavización tiene por objetivo atenuar efectos meramente estacionales o cambios bruscos y muy transitorios en el nivel del IPC. La diferencia entre las variaciones mensuales del IPC y las de la UFV aparecen en el siguiente gráfico.



¿Qué tasas son indicativas para la tasa en UFV?

- La tasa de interés nominal en bolivianos menos la inflación esperada.
- Si el plazo es muy largo, puede no existir una referencia de tasa de interés en bolivianos. En este caso, la tasa en bolivianos puede ajustarse a la tasa de interés en moneda extranjera más la depreciación esperada.

Entonces:

$$i_{UFV} = i_{ME} + (\text{depreciación esperada} - \text{inflación esperada})$$

En el largo plazo el término en paréntesis que corresponde a la depreciación real esperada posiblemente tienda a cero, en cuyo caso,

$$i_{UFV} \approx i_{ME}$$

El BCB realiza subastas semanales de títulos públicos en operaciones de mercado abierto. Las tasas derivadas de esas operaciones en distintas monedas y denominaciones (bolivianos, dólares y UFV) y plazos constituyen también una guía al mercado sobre la relación de tasas según plazos.

Por ejemplo, teniendo en cuenta las tasas de interés de las LTs a 364 días en marzo de 2004, fecha en que se adjudicaron títulos en UFV, se tiene la siguiente comparación.

CUADRO 3

	Tasa nominal observada	Tasa real	Tasa nominal de paridad equivalente en UFV
ME	5.63%	5.08%	8.98%
MN	10.00%	5.41%	13.13%
UFV	9.00%	8.42%	9.00%

La tasa de interés real es mayor para los títulos en UFV respecto a las otras monedas. La tasas nominales equivalentes en moneda nacional y dólares habrían tenido que ser más altas para equipararse a la rentabilidad de la tasa en UFV.