

Documento

Conpes

3066

República de Colombia
Departamento Nacional de Planeación

Metodología para el cálculo de la UVR

Ministerio de Hacienda y Crédito Público
DNP: DEE

Versión aprobada

CAMBIO PARA CONSTRUIR LA PAZ

Santa Fe de Bogotá, D.C., diciembre 23 de 1999

El presente documento somete a consideración del CONPES la aprobación de la metodología de cálculo de la unidad de valor real –UVR–.

INTRODUCCIÓN

En el Artículo 3 de la Ley Marco para la Financiación de Vivienda Individual se establece que la Unidad de Valor Real –UVR–, es una unidad de cuenta que refleja el poder adquisitivo de la moneda, con base exclusivamente en la variación del Índice de Precios al Consumidor, IPC, certificada por el DANE. La misma ley faculta al Consejo de Política Económica y Social para establecer la metodología de cálculo del valor de la UVR.

Adicionalmente, el Gobierno Nacional determinará la equivalencia entre la UVR y la Unidad de Poder Adquisitivo Constante -UPAC-, así como el régimen de transición de la UPAC a la UVR.

I. DEFINICIÓN DE LA UNIDAD DE VALOR REAL (UVR)

El valor en moneda legal colombiana de la UVR cambiará diariamente durante el período de cálculo, de acuerdo con la siguiente fórmula

$$UVR_t = UVR_{15} * (1+i)^{t/d}$$

en donde el período de cálculo es el período comprendido entre el día 16 inclusive, de un mes hasta el día 15, inclusive, del mes siguiente; UVR_t es el valor en moneda legal colombiana de la UVR el día t del período de cálculo; UVR_{15} es el valor en moneda legal colombiana de la UVR el último día del período de cálculo anterior; i es la variación mensual del índice de precios al consumidor durante el mes calendario inmediatamente anterior al mes del inicio de período de cálculo; t es el número de días calendario transcurridos desde el inicio de un período de cálculo hasta el día de cálculo de la UVR. Por lo tanto t tendrá valores entre 1 y 31, de acuerdo con el número de días calendario del respectivo período de cálculo. Adicionalmente, d es el número de días calendario del respectivo período de cálculo.

El valor en moneda legal colombiana de la UVR en la fecha de entrada en vigencia de la Ley Marco de Financiación de Vivienda Individual, será el que tenga en esa misma fecha la UVR establecida en el Decreto 856 de 1999.

II. JUSTIFICACIÓN DE LA METODOLOGÍA PROPUESTA

La nueva Ley Marco incentiva el desarrollo de un nuevo sistema de financiación hipotecaria basado en una mejor equivalencia entre la denominación y plazos de los activos y pasivos de los intermediarios financieros. Dicha ley contiene un conjunto de instrumentos financieros y desarrollos legales orientados a promover un mercado de financiación hipotecaria estructuralmente sólido. Se busca así evitar que en el futuro se repitan los efectos ya observados, tanto sobre la situación de los deudores y la calidad de la cartera hipotecaria, como sobre la liquidez y solvencia de las entidades financieras ante un aumento de las tasas reales de corto plazo.

Parte importante del nuevo esquema es la promoción de un mercado de instrumentos de deuda hipotecaria a largo plazo. En la medida en que este mercado se desarrolle se espera profundizar el mercado de capitales nacional y las oportunidades de ahorro de largo plazo de los colombianos en inversiones seguras y rentables.

Otro componente importante del nuevo esquema de vivienda es que los nuevos sistemas de amortización evitan que los reajustes periódicos en las cuotas sobrepasen el crecimiento nominal de los ingresos de los deudores, la mayor parte de ellos asalariados. En particular, la definición de la UVR con base en la última inflación mensual permite que la tasa nominal de financiación o el costo financiero de la obligación (UVR + puntos reales, estos últimos fijos para el deudor hipotecario) evolucione de manera paralela con los ingresos nominales de los deudores reajustados tradicionalmente con base en la última inflación observada.

Al tener en cuenta solamente la inflación del mes anterior, la fórmula de UVR propuesta reduce significativamente la inercia inflacionaria que tradicionalmente estuvo asociada al esquema UPAC. Por ejemplo, la fórmula UPAC vigente incorpora la inflación mensual de los últimos 24 meses. De esta manera la UVR, debe contribuir a consolidar los logros en materia de reducción de inflación alcanzados en el último año.

La UVR propuesta goza ya de credibilidad y aceptación en el mercado financiero pues viene siendo utilizada desde mayo de 1999 por el Gobierno Nacional en su programa de financiamiento interno. Esta aceptación ha permitido que en un lapso de sólo seis meses se haya alcanzado un saldo de colocaciones de títulos públicos (TES en UVR) cercano a \$1,8 billones. Igualmente, ya se han realizado las primeras estructuraciones y colocaciones exitosas de títulos denominados en UVR por parte de emisores privados. Estos desarrollos, unidos a la creciente difusión y liquidez de los títulos en UVR en el mercado secundario, proveen condiciones propicias para el despegue del nuevo esquema de financiación de largo plazo propuesto en la ley.

La trayectoria regulatoria de la Corrección Monetaria ha demostrado durante los últimos veinticinco años que es inconveniente cargar a un instrumento de varios objetivos distintos. La razón es que, con el paso del tiempo, se introducen nuevas consideraciones, lo que genera un cambio continuo de las normas, con distintos criterios en cada momento. Esta es, en buena medida, la razón para que se haya desvirtuado el sistema UPAC. Por lo tanto, la definición de la fórmula de cálculo de la UVR debe restringirse exclusivamente a reflejar la pérdida de poder adquisitivo de la moneda mes a mes.

Finalmente, es importante anotar que el mismo esquema ha sido exitoso en países con condiciones muy similares a las colombianas. En particular, el caso chileno, que logró imponer el esquema de la Unidad de Fomento (UF) en momentos en que la inflación era de más del 60% y hoy goza de un mercado de capitales profundo y tasas de inflación de menos del 5%.

III. EVALUACIÓN DE LA FÓRMULA PROPUESTA

En discusiones sobre la fórmula de la UVR propuesta en este documento han surgido algunas inquietudes. De una parte, se ha argumentado que ésta podría generar una grave inestabilidad en las cuotas de los deudores. De otra parte, se ha puesto de presente la preocupación acerca de dificultades potenciales en las captaciones de largo y corto plazo por efecto de la volatilidad de la UVR.

Para evaluar el efecto de la estacionalidad y volatilidad históricamente observada de la inflación mensual sobre las cuotas del servicio de una obligación hipotecaria, se calculó, con base en las inflaciones mensuales efectivamente observadas durante el período 1983-1998, el máximo

crecimiento porcentual de la cuota entre un mes y el siguiente. Los resultados de este ejercicio muestran que la cuota habría aumentado mensualmente en promedio 1.11%, y la máxima variación mensual que se habría registrado entre un mes y otro habría sido de 3.25%, con un impacto insignificante sobre el porcentaje de los ingresos dedicados al servicio de la obligación hipotecaria.

Con respecto a posibles dificultades en las captaciones de las entidades financieras, conviene diferenciar entre el corto y el largo plazo, en línea con los objetivos de la Ley Marco. En cuanto a captaciones de largo plazo, se ha argumentado que el segundo semestre del año puede ser un período muerto de captación por efecto de las bajas tasas de inflación que se presentan usualmente durante este período del año. No obstante, la experiencia en la colocación de títulos denominados en UVR por parte del Gobierno Nacional durante el segundo semestre de 1999 desvirtúa de manera contundente estos temores.

En la actualidad el mercado de capitales está concentrado en el corto plazo. Esta característica ha sido repetidamente citada como uno de los principales limitantes para la inversión de largo plazo en el país. Si bien hacia el futuro este mercado seguirá existiendo, será cada vez una porción menor del mercado de capitales. El desarrollo de los nuevos instrumentos contemplados en la Ley Marco permitirá el crecimiento de un nuevo mercado pasivo y activo de largo plazo. La UVR ha sido pensada como un mecanismo que aportará claridad y simpleza a dicho mercado. Por lo tanto, su diseño debe respetar la nueva orientación de largo plazo del mercado. Restringirla o limitarla con base en temores basados en el mercado de papeles a tres meses implicaría perder de vista el potencial tanto del mecanismo como del desarrollo propuesto del mercado de capitales. Dichos temores podrían ser fundados si los inversionistas disponibles sólo desearan plazos cortos. Sin embargo, el principal mercado para los nuevos instrumentos de deuda debería inicialmente ser los fondos de pensiones y otros inversionistas de largo plazo.

En cuanto a captaciones de corto plazo, las entidades financieras gozan de varias alternativas para manejar la transición al nuevo esquema propuesto por la Ley. De una parte, pueden diseñar un esquema de transición para migrar sus captaciones hoy atadas a la Corrección Monetaria por unas vinculadas a la nueva UVR. Para esto, pueden evitar la volatilidad en los depósitos utilizando instrumentos de manejo de los flujos de captación tales como la discriminación de tasas de acuerdo con los volúmenes captados, así como modificaciones en los márgenes con respecto a la UVR. También pueden ofrecer remuneraciones diferenciales a los depósitos de acuerdo con los plazos de captación. De otra parte, pueden continuar satisfaciendo una porción

importante de sus requerimientos con captaciones ligadas a tasas de interés en pesos. Adicionalmente, deben diseñar estrategias para incrementar su fondeo a mayores plazos, aprovechando las ventajas contenidas en la Ley para el ahorro de largo plazo. Cabe enfatizar nuevamente que el objetivo perseguido por la nueva Ley es fomentar una extensión de los plazos de captación en línea con los plazos de las obligaciones hipotecarias individuales, con el fin de reducir la vulnerabilidad del sistema hipotecario.

Cabe anotar que las entidades financieras cuentan con un año de gracia, hasta diciembre 31 de 2000, para rediseñar sus estrategias de captación de corto y largo plazo. Esto en virtud de que el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria creado por la Ley Marco está precisamente diseñado para ofrecer coberturas al riesgo de diferencias entre las tasas de interés del mercado y la inflación. Este fondo elimina los riesgos de liquidez para las entidades de financiamiento hipotecario en el corto plazo puesto que la cobertura de rentabilidades entre activo y pasivo les permitiría ofrecer a sus ahorradores tasas competitivas.

IV. EVALUACIÓN DE UNA FÓRMULA ALTERNATIVA

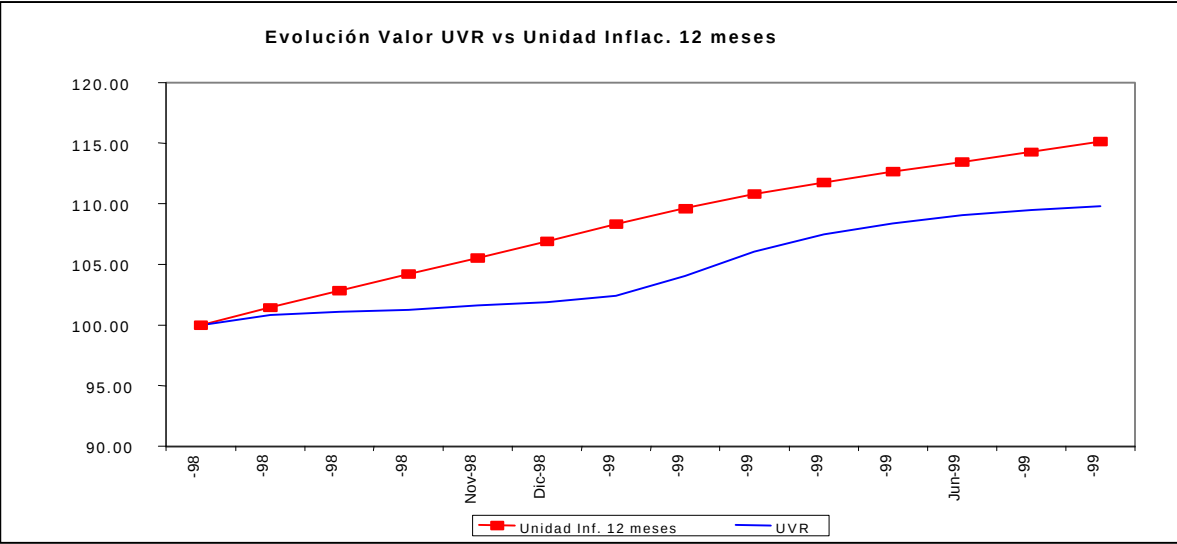
Las entidades hipotecarias han sugerido la redefinición de la UVR con base en la inflación de 12 meses. Esta propuesta se sustenta en que proporcionaría una fuerte estabilidad a las tasas a la vista, con lo cual se facilitaría la captación de recursos de corto plazo. Esta propuesta no es sorprendente pues significa en la práctica mantener y replicar hacia el futuro un esquema de operación del sistema de crédito hipotecario similar al que ha funcionado por más de 25 años.

Esta propuesta tiene varios inconvenientes. Primero, implicaría que como producto de la Ley de Vivienda, se utilizarían dos definiciones de la UVR. Una para la reliquidación de los saldos hacia atrás definida en la ley como la UVR mensual y otra que se aplicaría para la operación del nuevo sistema hipotecario, lo cual podría generar confusión y desconfianza en el nuevo sistema. Cabe anotar que, de acuerdo con datos suministrados por la Superintendencia Bancaria, el monto de los alivios para la cartera hipotecaria calculado utilizando la inflación mensual, según quedó establecido en la ley, es el doble de lo que hubiera resultado de utilizarse la inflación anual. Sería difícil presentar un argumento convincente en favor de la utilización hacia el futuro de la inflación anual cuando en el pasado la utilización de la inflación mensual resultó más favorable para los deudores hipotecarios en una proporción de 2 a 1.

Segundo, de llegarse a adoptar la fórmula anual, no se lograrían los cambios planteados en la Ley Marco para darle viabilidad de largo plazo al sistema hipotecario. El cambio implícito sería insignificante con respecto al esquema actual, con lo cual no se generarían incentivos para que las entidades hipotecarias se adapten a nuevos esquemas de mayor calce entre activos y pasivos en términos de plazos y rentabilidades. Igualmente, no se sentarían las bases para desarrollar el mercado de ahorro de largo plazo. Adicionalmente, debido al mayor costo financiero asociado a la captación de largo plazo, sería difícil contener la presión de las entidades financieras para continuar captando a corto plazo, con los riesgos implícitos ya observados en términos de la estabilidad del sistema.

Tercero, en una situación como la actual de un nivel de inflación todavía superior a la meta de mediano plazo, la UVR calculada con la inflación anual generaría un costo financiero expost de las obligaciones en UVR superior a la tasa real pactada en la obligación. Para ilustrar este punto, el siguiente gráfico muestra el mayor valor, en agosto de 1999, de una unidad de valor real calculada con base en la inflación anual frente al valor obtenido utilizando la inflación mensual partiendo en ambos casos de una misma base en julio de 1998. Esta diferencia hubiera representado un sobre costo de alrededor de 5% para los deudores hipotecarios en exceso de la tasa remuneratoria sobre la inflación pactada en la obligación.

Por último, la fórmula anual mantendría asimismo un esquema de indexación que ha fomentado la inercia inflacionaria en la economía colombiana.



V. RECOMENDACIONES

Teniendo en cuenta las consideraciones descritas en este documento, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Departamento Nacional de Planeación recomiendan al CONPES:

1. Adoptar la definición de la Unidad de Valor Real (UVR) propuesta en este documento.
2. Que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público emita un decreto que contemple la definición propuesta.