



Aspectos principales de la UF y el debate sobre su pertinencia

Resumen

Autores

Samuel Argüello Verbanaz

Correo electrónico:

sarquello@bcn.cl

James Wilkins Binder

Correo electrónico:

jwilkins@bcn.cl

Mauricio Holz Guerrero

Correo electrónico:

mholz@bcn.cl

Nº SUP: 137.776

La Unidad de Fomento (UF) se creó en el año 1967 en respuesta a un déficit de ahorro y de instrumentos de deuda de largo plazo en la economía chilena. En su origen la UF fue el mecanismo aprobado por ley para reajustar instrumentos de deuda de largo plazo de los bancos de fomento estatales, del Banco del Estado y de bancos hipotecarios. La UF se definió como un valor en escudos (moneda de la época) que se reajustaba trimestralmente por la variación del índice de precios al consumidor (IPC).

La importancia de los instrumentos reajustables respecto del total de ahorro financiero se eleva de un 20% en 1964, a más de 80% en 1971. Desde los años 2000 el porcentaje de depósitos de ahorro en UF y en pesos se reparte en partes aproximadamente iguales, aunque en la crisis provocada por la pandemia de COVID, el acervo de ahorro reajutable aumenta su participación en el total, llegando a niveles de un 71%.

En un escenario de baja inflación y escasa incertidumbre sobre la inflación esperada se abrió la discusión sobre la pertinencia de la UF como mecanismo de reajuste de instrumentos financieros. Un argumento a favor de la eliminación es que, en este contexto, los acreedores y deudores de instrumentos financieros no enfrentarían incertidumbre sobre la evolución de la inflación, lo que les permite estimar con antelación el rendimiento real del ahorro o inversión que realizan. Otro argumento a favor de la eliminación es que la UF puede tener efectos inerciales sobre la inflación, es decir, la UF podría traspasar la inflación “que ya ocurrió” a los períodos siguientes.

En términos generales, los artículos de opinión y los artículos académicos suelen mantener una evaluación positiva del impacto de la UF sobre la economía y tienden a recomendar su mantenimiento. Algunos argumentos son que con la UF se disminuye la posibilidad de utilizar políticas que aumentan la inflación, se evitan las distorsiones e inequidades que produce la inflación cuando no existen mecanismos de compensación como la UF y evita déficits en el financiamiento fiscal, otorga mayor certidumbre a las inversiones, favoreciendo así a los propios consumidores.

I. Introducción

Este informe se elaboró para responder a una solicitud parlamentaria sobre las características de la Unidad de Fomento y los argumentos a favor y en contra de su eliminación. El documento se estructura en cuatro partes. La primera sitúa históricamente el origen de la Unidad de Fomento, la segunda describe sus principales modificaciones, la tercera muestra datos de su uso en el ahorro y la inversión y la cuarta presenta algunos elementos de la discusión sobre su eliminación o permanencia en el contexto histórico reciente.

II. Origen de la Unidad de Fomento

La Unidad de Fomento (UF) fue creada en el año 1967 con el fin de establecer los términos en que los bancos de fomento podían destinar a préstamos reajustables las cantidades que obtenían por operaciones pactadas en forma reajutable. De esta forma, el capital de los préstamos y demás operaciones reajustables señaladas en la ley se expresarían en Unidades de Fomento. Inicialmente, la UF tendría un valor fijo por cada trimestre calendario y se reajustaba el primer día de cada trimestre según la variación que hubiese experimentado el índice de precios al consumidor (IPC). Desde 1975 la frecuencia de reajustabilidad de los valores de la UF fue mensual para, finalmente, desde julio de 1977, pasar a fijarse valores diarios de la UF para periodos comprendidos entre el 10 de cada mes y el día 9 del mes siguiente, según la variación que haya experimentado el IPC en el mes calendario inmediatamente anterior, de acuerdo con el cálculo que efectúa el Instituto Nacional de Estadísticas. (Arellano, 2021).

En un inicio el plazo mínimo de los préstamos reajustables fueron por un plazo mínimo de tres años. En 1976 se reduce dicho plazo a doce meses, para en 1976 reducirse a 90 días. Por su parte, el plazo de los ahorros y depósitos reajustables para ser denominados en UF nunca fue inferior a 90 días. (Arellano, 2021)

Según Sergio Molina, Ministro de Hacienda en la época de la introducción de la UF, la creación de este instrumento era necesaria para “conceder a las personas la posibilidad de efectuar ahorros en instrumentos que las resguarden de la desvalorización monetaria”. La inflación, sostenía, “no crea aliciente en las personas para mantener cuentas de ahorro no reajustables en moneda nacional debido a su desvalorización”. Lo innovador de la UF, de acuerdo con Arellano, fue que “se introducía una unidad de cuenta, que se corregiría con la inflación, y por tanto los instrumentos de ahorro y de préstamo se denominarían en esa unidad”, reajustándose en forma automática. Ello, la diferenciaba de otros mecanismos creados para intentar compensar el valor de los instrumentos financieros frente a la desvalorización de la inflación, como las cuentas de ahorro e instrumentos hipotecarios reajustables de las Asociaciones de Ahorro y Préstamos, depósitos de ahorro del Banco Estado, Certificados de Ahorro Reajustables del Banco Central, entre otros. (Arellano, 2021)

Su fundamento económico, entonces, se basa en aumentar los incentivos para que bancos y personas inviertan en activos financieros de mediano y largo plazo cuyo capital e intereses están expresados en pesos, particularmente en un escenario de incertidumbre sobre la evolución de la inflación. Una alta incertidumbre sobre la evolución de la inflación puede generar un problema de intermediación financiera, es decir, que los bancos no logren captar recursos a través del ahorro de las personas y tengan pocos

incentivos y capital para ofrecer préstamos hipotecarios y de largo plazo, debido a que el retorno al capital y el propio capital de dichos activos pierdan su poder adquisitivo en el tiempo.

III. Modificaciones legales a la UF

La UF fue instaurada mediante la ley N° 16.253, publicada el 19 de mayo de 1965. Su artículo 6 disponía que “los Bancos de Fomento tendrán la facultad de conceder préstamos reajustables en la forma y condiciones que determine el reglamento que dictará el Presidente de la República”.

El citado reglamento fue dictado mediante decreto N° 40 del Ministerio de Hacienda, publicado el 20 de enero de 1967. Su artículo 3° dispuso que el capital de los préstamos y demás operaciones reajustables a se expresarán en "unidades de fomento", cuyo valor en moneda corriente se determinará en la forma expresada en el artículo siguiente. La UF, en se momento, se define como un valor en escudos que se reajusta trimestralmente por la variación del índice de precios al consumidor. Es decir, la UF del trimestre actual refleja la inflación del trimestre anterior, o sea, se actualiza con un rezago de tres meses.

A partir de su creación la UF ha sufrido cuatro modificaciones:

1. En 1974, se autorizó la reajustabilidad según IPC de todos los créditos, públicos y privados, a más de un año, plazo que se redujo a 90 días en 1976 y a cero en 1981 (Morandé, 1993; Arellano, 2021), en el marco, cabe señalar, de un proceso de privatización de la banca.
2. En junio de 1975, mediante la dictación del decreto 641 que modifica el decreto 40. Se estableció que:
 - la UF tendrá una denominación en pesos, dejando atrás su denominación en escudos, y
 - su cálculo se realizará con una periodicidad mensual, dejando atrás su periodicidad trimestral,
3. En julio de 1977, mediante la dictación del decreto 613 que modifica el decreto 40, se estableció que los valores de la UF se publicarán con una periodicidad diaria, dejando atrás su periodicidad mensual.

En 1989, con la entrada en vigencia de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central (Ley n°18.840), se otorgó facultades al Banco Central para fijar la política de reajustabilidad de instrumentos financieros y su cálculo. Con ello, el Banco Central se convierte en el ente encargado de calcular la Unidad de Fomento, utilizando como insumo la variación del Índice de Precios al Consumidor publicado por el INE.

IV. Datos del efecto de la UF sobre de ahorro y deuda

Como se mencionó, la UF fue creada como un método de reajustabilidad de activos financieros que tenía como finalidad incentivar el ahorro de mediano y largo plazo, y aumentar la oferta de instrumentos de deuda.

La UF se extendió rápidamente en el sistema financiero a partir de su creación y de las modificaciones señaladas más arriba. La importancia de los instrumentos reajustables respecto del total de ahorro financiero se eleva de un 20% en 1964, a más de 80% en 1971 (Morandé 1993, p.173).

Es decir, en el periodo inmediatamente posterior a la creación de la UF, se produce una migración desde instrumentos financieros nominales a instrumentos reajustables, lo que a su vez habría favorecido un aumento del ahorro financiero en su conjunto. Por otro lado, a partir de este período comienza un proceso de endeudamiento público mediante la emisión de pagarés reajustables y nominales, lo que amplió la gama disponible de instrumentos de ahorro indexados en la economía.

Un hecho también ejemplifica la importancia de la UF para esa época es que en sus comienzos (año 1986) la política monetaria del BC, ya autónomo, fue conducida mediante la fijación de la tasa de interés interbancaria de corto plazo indexada a la UF (Fuentes *et al.*, 2003). Lo anterior fomentó la oferta de instrumentos de ahorro y crédito indexados a la UF por parte de los bancos, debido al bajo riesgo para los bancos de descalces contables entre activos y pasivos por corrección monetaria.

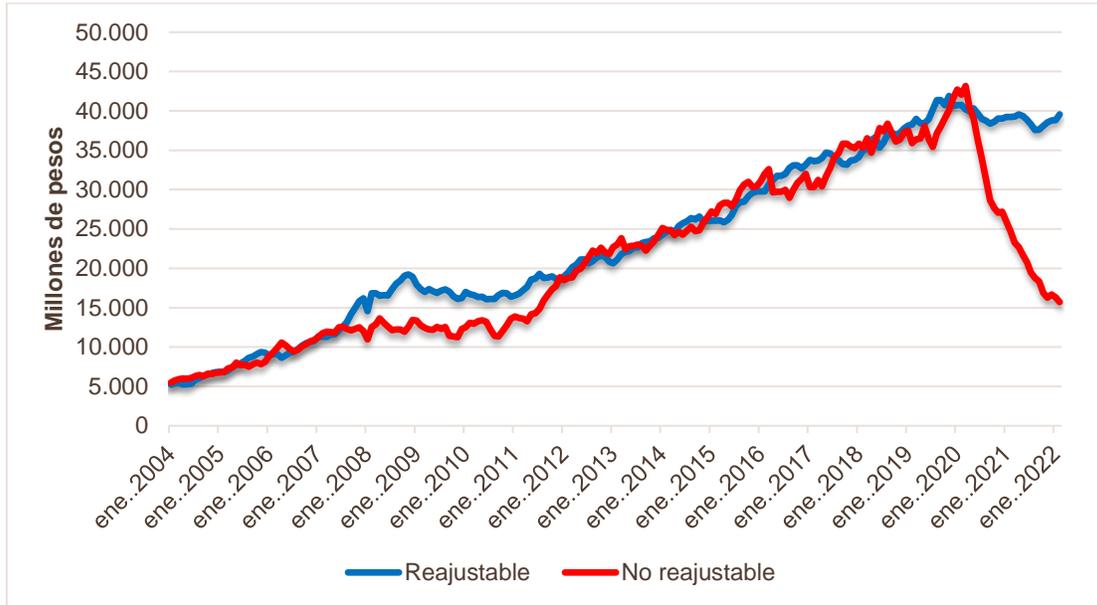
Uso de instrumentos financieros indexados en la actualidad

En los siguientes tres gráficos es posible observar el uso en los últimos años de instrumentos reajustables denominados en UF. En ellos se muestra la evolución de los depósitos de ahorro reajustables y no reajustables de un plazo mayor a 1 año (gráfico 1) y del acervo de instrumentos de captación de deuda para los dos tipos de activos (gráfico 2).

En primer lugar, cabe señalar que los depósitos de ahorro crecen durante los años 2000. Además, en ambos gráficos se puede observar la importancia de instrumentos financieros reajustables respecto a los no reajustables, los cuales se encuentran en niveles similares a los instrumentos nominales durante todo el periodo de análisis. En el caso de los acervos de deuda (colocaciones desde el punto de vista de los bancos) se observa que los reajustables son mayores durante todo el periodo.

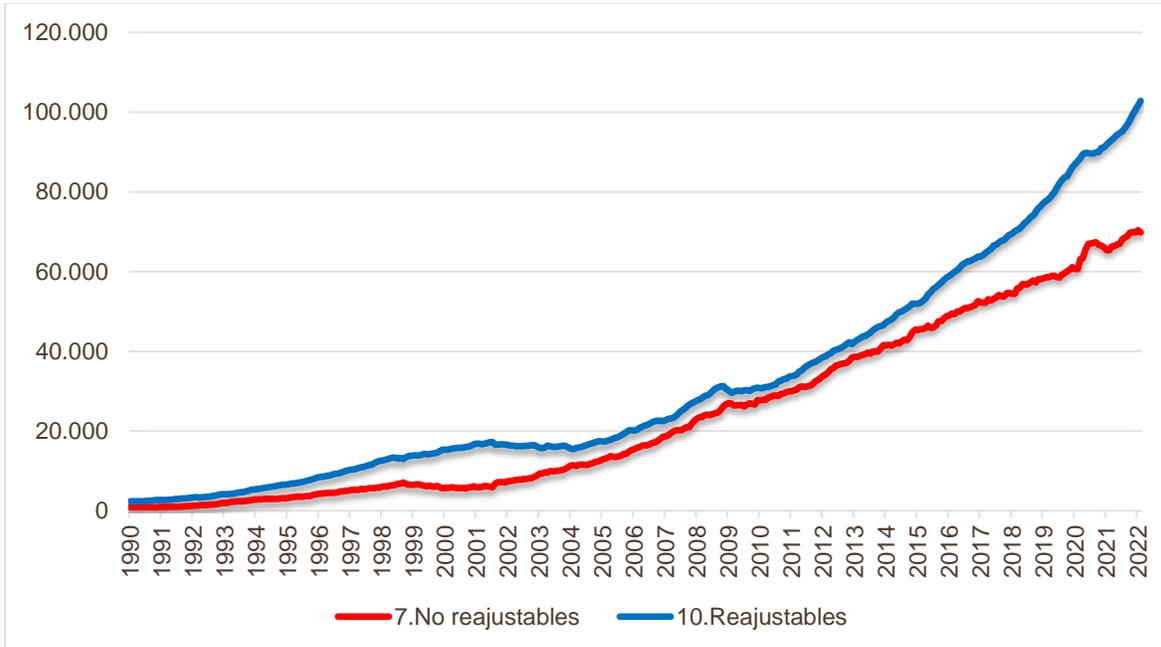
También se puede mencionar la sensibilidad del ahorro en activos reajustables a las crisis económicas. Si mira el gráfico 3, que muestra la distribución entre depósito de ahorro reajustables y no reajustables, se puede observar que en la crisis *subprime* que empezó a finales de 2007 y fue de una magnitud grande a partir de finales de 2008 y, más notoriamente, en la crisis provocada por la pandemia de COVID el acervo de ahorro reajutable aumenta su participación en el total, llegando a niveles de un 71%, comparado con el porcentaje alrededor del cual fluctúa en el periodo que es de un 50%, aproximadamente.

Gráfico 1. Evolución de depósitos de ahorro reajustables y no reajustables. Enero 2004-enero 2022 (millones de pesos)



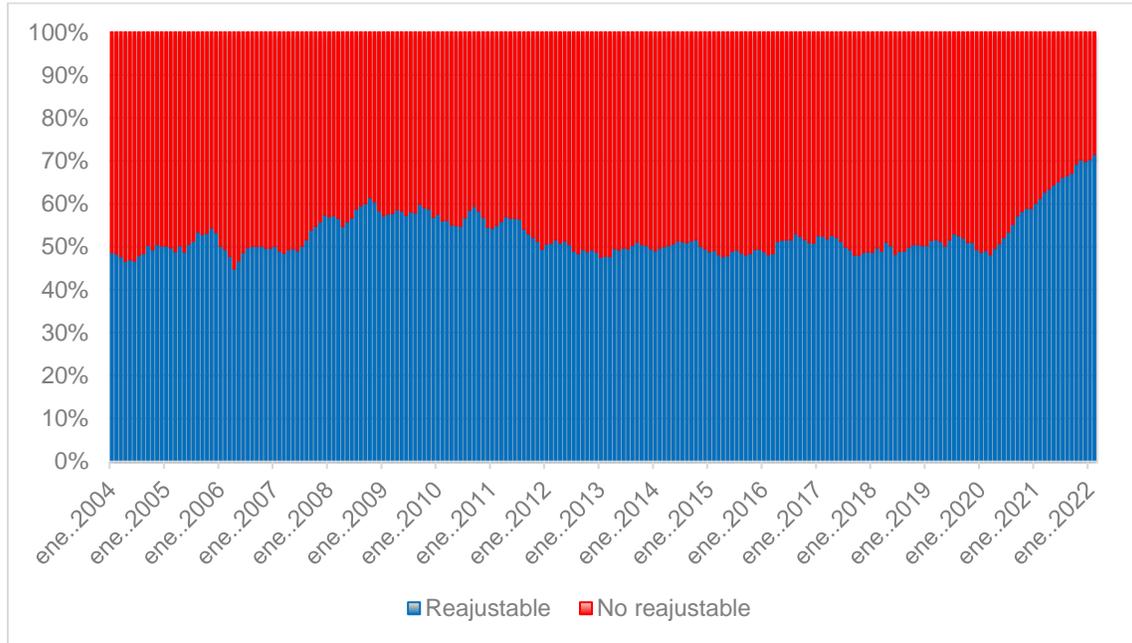
Fuente: Banco Central (2023a). Base de datos Estadísticas

Gráfico 2. Evolución de colocaciones (deuda) reajustables y no reajustables (millones de pesos)



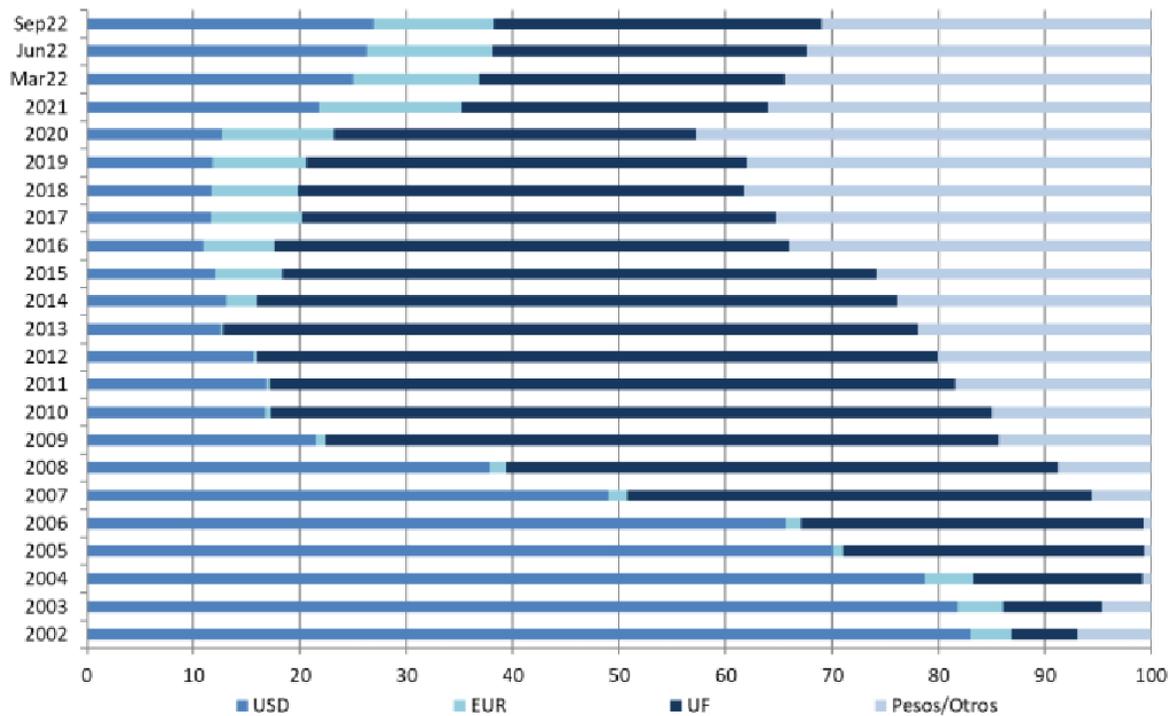
Fuente: Banco Central (2023b). Base de datos Estadísticas

Gráfico n°3. Distribución de depósitos de ahorro reajustables y no reajustables. Enero 2004 - enero 2022



Fuente: Banco Central (2023a). Base de datos Estadísticas

Gráfico 4. Porcentaje de la deuda pública del gobierno central por moneda 2002 – sep. 2022 (porcentaje del total)



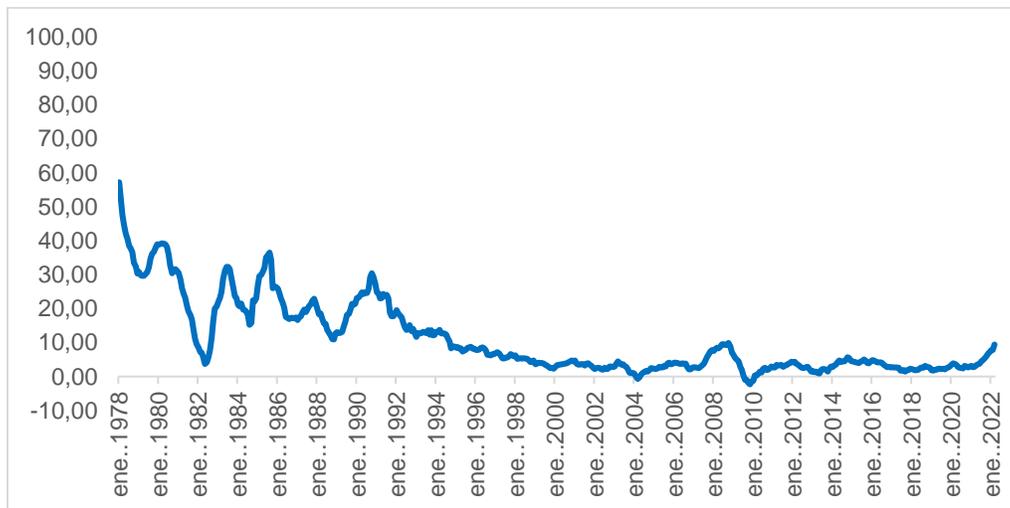
Fuente: Dipres (2022, p. 7).

Respecto al financiamiento del Estado, la UF también tiene importancia en términos de la cantidad de deuda emitida en esta unidad de cuenta. Como se puede ver en el gráfico 4, la deuda pública bruta del Gobierno Central denominada en UF ha aumentado en términos porcentuales sobre el total entre 2002 y 2015, entre 2019 y 2021 se redujo en términos porcentuales pero mantuvo un porcentaje en torno al 30% del total (Ministerio de Hacienda 2023; Dipres 2022, p. 7).¹

V. Contexto económico presente de la UF y la discusión sobre su pertinencia

Un aspecto importante de la economía chilena desde los años noventa es que ha habido tasas de inflación relativamente bajas y estables, especialmente si se lo compara con las décadas anteriores. Como muestra el gráfico 5, a partir de 1990 se observa una disminución de la inflación y de su volatilidad, situándose en general alrededor de la meta de inflación actual del Banco Central del 3%.

Gráfico 5. Variación del IPC mensual. Enero de 1978 - enero de 2022



Fuente: Banco Central (2023c). Base de datos Estadísticas

Lo anterior abrió la discusión sobre la pertinencia de la UF como mecanismo de reajuste de instrumentos financieros, en un escenario en el que la incertidumbre sobre la inflación esperada se reducía por la implementación de una política monetaria autónoma y anclada en metas inflacionarias. A requerimiento del solicitante de este informe, se mencionan a continuación algunos argumentos a favor del mantenimiento de la UF y a favor de su eliminación. No se pretende ser concluyentes sobre el debate ni tampoco mostrar si hay un consenso sobre el tema, solamente se plasman los elementos que suelen ser más recurrentes.

Un primer argumento del debate fue que bajo un esquema de metas inflacionarias que ha mantenido la inflación baja, la tasa de interés real, que es la tasa de interés nominal menos la inflación esperada²,

¹ Si bien en el informe de la Dipres no se menciona, es posible que la reducción de la proporción de la deuda en UF se haya debido en parte al aumento del tipo de cambio del dólar respecto al peso en los últimos años, ya que los porcentajes están calculados sobre la base de las deudas en términos absolutos convertidas en dólares.

² Banco Central de Chile. Política Monetaria. ¿Por qué la meta del 3%? <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/politica-monetaria>

también es conocido. Esto quiere decir que los acreedores y deudores de instrumentos financieros no enfrentarían incertidumbre sobre la evolución de la inflación, lo que les permite estimar con antelación el rendimiento real del ahorro o inversión que realizan. Esto es distinto al escenario de incertidumbre sobre la evolución de la inflación en el periodo en que se creó la UF, en donde un mecanismo como la UF de reajuste automático y con poco rezago favoreció el desarrollo de instrumentos financieros de mediano y largo plazo.

Otro argumento a favor de la eliminación de la UF y por lo tanto del reajuste de los instrumentos financieros, y en general de cualquier valor nominal (salarios, subsidios, impuestos), corresponde a los efectos inerciales que tiene sobre la inflación. Esto se produce debido a que la UF se aplica sobre una inflación conocida y no esperada y, por lo tanto, actúa con un rezago sobre los valores nominales. Es decir, es una actualización de una inflación “que ya ocurrió”, lo que podría generar inercias en las alzas de precios.

Esta discusión se da en el marco del proceso de nominalización de la política monetaria en Chile: a partir del año 2001 la tasa de interés interbancaria de corto plazo que utiliza el Banco Central para aumentar o disminuir la liquidez en el mercado financiero se comenzó a expresar en pesos, dejando atrás la tasa de interés indexada a la UF que venía utilizando desde el año 1985 (Fuentes *et al.*, 2003). Asimismo durante la década del dos mil el gobierno comienza emitir bonos denominados en pesos para el financiamiento del Estado, los que se colocan exitosamente en los mercados, demostrando la credibilidad del poder adquisitivo del peso chileno.

Si bien Godoy *et al.* (2009) consideran inequívocamente que el uso de unidades de cuenta indexadas como la UF tiene ventajas en varios ámbitos y en Chile en particular ha sido exitoso, mencionan, tangencialmente, algunas desventajas. En este sentido, mencionan que

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

Como otra posible desventaja podría mencionarse que la volatilidad de los mercados de renta fija en países indexados tiende a ser más mayor. Esto se observa en el caso chileno en donde en general las tasas en UF han sido más volátiles (Godoy *et al.* 2009, p. 873).

Finalmente, desde una posición crítica respecto a los efectos de la UF, Meunier (2021) afirma, en primer lugar, que la reducción de la inflación en las décadas pasadas no se debió a la implementación de la UF sino, en gran medida, a que Chile es una economía muy abierta y que por ello se ha beneficiado de las bajas tasas de inflación a nivel internacional de las últimas décadas. En segundo lugar, según el mismo autor, la utilización de la UF genera una asimetría respecto a quién puede protegerse de la inflación, ya que cubre principalmente a los propietarios de bienes inmuebles que pueden cobrar en UF y al sistema financiero en su rol de acreedores.

La reajustabilidad de instrumentos a través de la UF sigue siendo un mecanismo ampliamente utilizado para el ahorro y la deuda principalmente de largo plazo, aunque también para establecer el precio de ciertos bienes como arriendos u otros bienes y servicios de pago recurrente.

En términos generales, los artículos de opinión y los artículos académicos suelen mantener una evaluación positiva del impacto de la UF sobre la economía y tienden a recomendar su mantenimiento (ver, por ejemplo, Arellano 2021; Fontaine (2002); Godoy *et al.* (2009) en los que se mantiene una posición inequívocamente favorable al mantenimiento de la UF).

Desde este punto de vista favorable a mantener la UF, Fontaine (2002) considera que:

La experiencia de la UF chilena es, sin embargo, digna de ser estudiada. La UF no parece haber impedido la gradual reducción de la inflación en los últimos 15 años, la cual durante buena parte del período fue compatible con alto crecimiento y bajo desempleo. La UF, mientras tanto, facilitó el fuerte desarrollo del mercado de capitales local, pieza importante de la estrategia de crecimiento. Finalmente, desde el punto de vista de la economía política, al hacer a las obligaciones financieras internas, públicas y privadas, mayoritariamente invulnerables a la depreciación inflacionaria, la UF eliminó buena parte de la rentabilidad política de la inflación. El Banco Central -independiente desde 1989- habría tenido que dar una lucha aún más ardua a favor de la estabilidad de precios si la UF no hubiera tornado a la inflación tan claramente impopular entre los deudores. Vista así, la UF es una valiosa herencia de la infausta historia inflacionaria nacional.

Asimismo, Fuentes *et al.* (2003), releva el carácter idiosincrático del uso de la UF en Chile, señalando que la elección del Banco Central de una tasa de interés interbancario indexada a la UF en los inicios de la política monetaria ejecutada como institución autónoma, “no respondía a un objetivo consciente de desplazar la composición de la cartera de los mercados financieros hacia instrumentos indizados. Más bien reflejó el simple reconocimiento que el uso de la UF estaba muy extendido y asentado en los mercados, en virtud de la credibilidad y transparencia de este mecanismo de indización”.

También desde un punto de vista favorable a mantener la UF, Arellano (2021, p. 23) considera que los riesgos de inercia inflacionaria a causa de la UF es menos importante cuando se considera “el rol de la UF como mecanismo para compensar por la inflación en los instrumentos financieros y en la contabilidad tributaria. En estos casos con la indexación se consigue la necesaria función de conservación de valor que corresponde al dinero y que se debilita por la inflación. Al mismo tiempo se evitan las distorsiones e inequidades que produce la inflación cuando no existen esos mecanismos de compensación”. El mismo autor también considera que la UF es útil en los casos en que se utiliza para pactar contratos de largo plazo, o tarifas reguladas y en general y que “[l]a indexación automática reduce estas pugnas [de distribución del ingreso] y las concentra en la discusión de los fundamentales cuando corresponde al proceso de fijación de tarifas reales. Evita déficits en el financiamiento fiscal, otorga mayor certidumbre a las inversiones, favoreciendo así a los propios consumidores, a quienes algunos pretenden supuestamente proteger en cada discusión de reajustes nominales de tarifas. La misma ventaja es válida para contratos privados de largo plazo.”

Referencias

Arellano, J. P. (2021). _La UF: pasado y futuro de la indexación en Chile nota docente. Primera edición: Noviembre 2021. Cieplan. <http://bcn.cl/3ckl4> (consultado el 31 de marzo de 2023).

Banco Central (2023a) Base de datos estadísticos monetarias y financieras. Depósitos del sector bancario. Moneda Nacional (2004-2022). <http://bcn.cl/3cklx> (consultado el 28 de marzo de 2023).

Banco Central (2023b) Base de datos estadísticos monetarias y financieras. Colocaciones saldos. Moneda Nacional (1990-2022) Disponible en <http://bcn.cl/3cklt> (consultado el 28 de marzo de 2023).

Banco Central (2023c) Base de datos estadísticos de precios. Información histórica. Variación mensual del IPC Serie 1930-2021. Disponible en <http://bcn.cl/3ckl6> (consultado el 30 de marzo de 2023).

Dipres (2022). Deuda bruta del Gobierno Central. Reporte trimestral a septiembre de 2022. Dirección de Presupuestos. Disponible en <http://bcn.cl/3ckmc> (consultado el 29 de marzo de 2023).

Fontaine, Juan Andrés. (2002). Consecuencias de la nominalización de la política monetaria. Cuadernos de economía, 39 (117), 253-275. Disponible en <http://bcn.cl/3ckmf> (consultado el 24 de marzo de 2023).

Godoy, G., Casanueva, C., Ruiz, F., Solana, P. (2009). Indexación financiera: ventajas y desventajas de contar con una unidad de cuenta indexada a la inflación y su posible implementación en España. XIII Congreso de Ingeniería de Organización. Terrassa, 2-4 de septiembre de 2009. Disponible en <http://bcn.cl/3ckmm> (consultado el 31 de marzo de 2023).

Meunier, F. (2021). Reabrir el debate sobre la UF. El Mostrador, 17 de noviembre de 2021. Disponible en <http://bcn.cl/3ckmq> (consultado el 31 de marzo de 2023).

Ministerio de Hacienda (2023). Composición de la deuda. Disponible en <http://bcn.cl/3ckms> (consultado el 29 de marzo de 2023).

Morandé, F (1993). Indización financiera, ahorro privado e inercia inflacionaria. En Indización de activos financieros, experiencia Latinoamericana, editor Luis Felipe Jiménez. CEPAL. <http://bcn.cl/3ckmu> (consultado el 24 de marzo de 2023).

Nota aclaratoria

Asesoría Técnica Parlamentaria está enfocada en apoyar preferentemente el trabajo de las Comisiones Legislativas de ambas Cámaras, con especial atención al seguimiento de los proyectos de ley. Con lo cual se pretende contribuir a la certeza legislativa y a disminuir la brecha de disponibilidad de información y análisis entre Legislativo y Ejecutivo.



Creative Commons Atribución 3.0
(CC BY 3.0 CL)