
financiamiento del desarrollo

El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina

Gerardo M. Gonzales Arrieta



NACIONES UNIDAS



Unidad de Estudios Especiales
Secretaría Ejecutiva

Santiago de Chile, septiembre de 2002

Este documento fue preparado por Gerardo Gonzales Arrieta, consultor del proyecto conjunto CEPAL/Gobierno de Holanda “Políticas financieras para incrementar el ahorro y promover la equidad”. El autor, economista graduado en la Pontificia Universidad Católica del Perú y Master of Arts en economía en la Universidad de Toronto (Canadá), es de nacionalidad peruana y ejerce como representante residente de la Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), con sede en Lima, Perú. El autor agradece los comentarios de Raquel Szalachman a una primera versión de este trabajo.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

LC/L.1779-P

ISBN: 92-1-322072-3

ISSN versión impresa: 1564-4197

ISSN versión electrónica: 1680-8819

Copyright © Naciones Unidas, septiembre de 2002. Todos los derechos reservados

N° de venta: S.02.II.G.94

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Resumen	7
I. Introducción	9
II. El crédito para vivienda: aspectos conceptuales	13
A. Modelos de movilización de recursos financieros para la vivienda	13
B. Vinculación del crédito para vivienda con los subsidios habitacionales directos y el ahorro previo	16
III. Evaluación de los instrumentos de crédito para vivienda en los mercados primarios de hipotecas: experiencias en América Latina	19
A. El caso de Brasil	19
B. El caso de Chile	25
C. El caso de Colombia	34
D. El caso de Costa Rica	41
E. El caso del Ecuador	46
F. El caso de México	50
G. El caso del Perú	58
H. El caso de la República Dominicana	64
IV. Interrelaciones entre los mercados primarios y secundarios de hipotecas: avances en la securitización de hipotecas en América Latina	71
A. Consideraciones generales sobre la securitización de hipotecas	71
B. Desarrollo práctico de la securitización de hipotecas en América Latina	74
V. Conclusiones y recomendaciones de política	89

Bibliografía	97
Serie Financiamiento del desarrollo: números publicados	101

Índice de cuadros

Cuadro 1	Chile: estadísticas del sistema de <i>leasing</i> habitacional, agosto 2001	33
Cuadro 2	Perú: actividad crediticia del Fondo Mivivienda, 1999-2001	62
Cuadro 3	República Dominicana: créditos hipotecarios para vivienda según intermediarios financieros, 1997-2000	66
Cuadro 4	Colombia: emisiones de bonos securizados con respaldo de hipotecas	75
Cuadro 5	Argentina: emisiones de bonos securitizados con respaldo de hipotecas en dólares.....	78
Cuadro 6	Argentina: emisiones de bonos securitizados con respaldo de hipotecas en pesos.....	80
Cuadro 7	Chile: emisiones de bonos securitizados con respaldo de activos hipotecarios.....	82
Cuadro 8	Brasil: emisiones de títulos con respaldo de créditos inmobiliarios	84
Cuadro 9	Panamá: emisiones de bonos securitizados con respaldo de hipotecas	85

Índice de gráficos

Gráfico 1	Modelo tradicional de intermediación financiera para la vivienda	14
Gráfico 2	Movilización de recursos para la vivienda con un mercado secundario	15
Gráfico 3	Impacto de un subsidio habitacional directo sobre el ingreso real	17
Gráfico 4	Brasil: viviendas financiadas por el Sistema de Financiamiento Habitacional (SFH), 1976-2001	23
Gráfico 5	Brasil: índice de morosidad de los créditos del Sistema Brasileño de Ahorro y Préstamo (SBPE), 1980-2001	24
Gráfico 6	Chile: evolución de la construcción habitacional, 1960-2000	29
Gráfico 7	Chile: evolución del ahorro para vivienda, 1984-2000	30
Gráfico 8	Chile: créditos anuales para vivienda con Letras de Crédito Hipotecario (LCH)	31
Gráfico 9	Chile: costo de los créditos para vivienda con Letras de Crédito Hipotecario (LCH), 1984-2001	32
Gráfico 10	Colombia: evolución del número de créditos hipotecarios, 1990-2000	37
Gráfico 11	Colombia: tasa efectiva promedio anual de colocación y tasa del Depósito a Término Fijo (DTF), 1980-1998	38
Gráfico 12	Colombia: cartera hipotecaria vencida para vivienda, 1995-2001	39
Gráfico 13	Colombia: tasas de interés de colocación, junio 2001	40
Gráfico 14	Costa Rica: créditos hipotecarios para vivienda de las mutuales, 1996-2001	45
Gráfico 15	Costa Rica: morosidad de la cartera de créditos de las mutuales y de los bancos comerciales, 1998-2001	45
Gráfico 16	Ecuador: operaciones de redescuento del Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV), 2000-2001	49

Gráfico 17	México: evolución de las necesidades de vivienda y la oferta de crédito, 1990-1999	54
Gráfico 18	México: financiamiento hipotecario para la vivienda según intermediario, 1994-2000	55
Gráfico 19	México: créditos hipotecarios para vivienda del Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (FOVI), 1995-2000	56
Gráfico 20	México: número acumulado de créditos hipotecarios originados por las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOL), 1995-2001	57
Gráfico 21	República Dominicana: comparación del riesgo crediticio entre el sistema de asociaciones de ahorros y préstamos para la vivienda (AAP) y el sistema financiero nacional	67
Gráfico 22	Esquema básico de la securitización de hipotecas	72

Resumen

Este documento contiene un diagnóstico sobre los instrumentos de crédito para la vivienda disponibles en ocho países de América Latina: Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y República Dominicana. Se han considerado los aspectos institucionales y operativos, así como la evolución reciente de su aplicación. También se abordan conceptualmente las interrelaciones entre los mercados primarios y secundarios de hipotecas, y los progresos en la implementación de operaciones de securitización.¹ Sobre esta base, se formulan recomendaciones de política para desarrollar los mercados financieros habitacionales y mejorar su impacto sobre el acceso a la vivienda, con especial énfasis en los sectores de menores ingresos.

A través de este estudio, se identifican dos tareas pendientes para la mayoría de los países de América Latina. Por una parte, se sostiene que los sistemas financieros para la adquisición de viviendas deben movilizar recursos de largo plazo que sean menos riesgosos, teniendo en cuenta que el esquema tradicional de financiamiento de créditos a largo plazo con ahorros de corto plazo es potencialmente vulnerable, por los peligros de descalce y de tasas que conlleva. Por otra parte, se requiere armonizar los criterios de rentabilidad favorables para el desarrollo de un sistema financiero habitacional autosostenible con el criterio de acceso al crédito y protección de la capacidad de pago de la población con bajo poder adquisitivo.

¹ En el curso del presente trabajo, se emplearán como sinónimos los términos securitización, titularización, titulización y bursatilización.

Dado que el financiamiento y el acceso a la vivienda sólo son posibles con un crédito de largo plazo para las familias con capacidad de endeudamiento, la ingeniería financiera del crédito hipotecario habitacional exige la transformación de los plazos. Por esa razón, se recomienda crear vínculos entre el mercado de financiamiento para la vivienda y el de capitales, a través de mercados secundarios de hipotecas. Con ese fin, es necesario que el sistema financiero de vivienda utilice instrumentos crediticios (depósitos, hipotecas, bonos, entre otros), al margen de subsidios. Estas condiciones, encaminadas a asegurar la rentabilidad y la autosostenibilidad de los sistemas financieros habitacionales, debieran dar lugar a que el acceso a la vivienda pueda alcanzarse mediante la combinación del ahorro previo con crédito hipotecario de largo plazo.

Como la vigencia de tales condiciones es insuficiente para que los segmentos con limitada capacidad de endeudamiento puedan acceder con más facilidad a una vivienda, en este estudio se afirma que la participación del Estado debe trascender el papel normativo, a fin de asegurarles mayores posibilidades de acceso a este activo. Con miras a que con la participación estatal no se incurra en el vicio de desplazar a la iniciativa privada y se refuerce la autosostenibilidad de los sistemas financieros habitacionales de vivienda, se propone una serie de instrumentos y se explican sus alcances.

I. Introducción

El financiamiento de la vivienda es un elemento central de toda política habitacional. Típicamente, dos son los aspectos que deben considerar las opciones de financiamiento para la vivienda a fin de ser viables y sostenibles. Por un lado, deben constituir opciones que ofrezcan rentabilidad a los agentes participantes en el mercado; de otro modo, no será factible atraer la inversión de recursos, particularmente privados, hacia el sector de la vivienda. Al mismo tiempo, deben resultar opciones adecuadas a la capacidad de pago de los potenciales prestatarios; en caso contrario, una fracción de la población, aquella con menores ingresos, quedará al margen de las operaciones del mercado.

Dado que ambos objetivos no necesariamente son compatibles, en diversos contextos se ha producido una gravitante intervención del Estado, la cual muchas veces se ha traducido en un enfoque paternalista que ha derivado en una mala asignación de recursos, por el otorgamiento de créditos a tasas de interés subsidiadas, y en una administración deficiente respecto a la recuperación de los fondos prestados, con serios problemas de morosidad por parte de los deudores.

Alternativamente, también se han ensayado otros esquemas que han procurado crear un mayor espacio para la gestión privada en la construcción y el financiamiento de viviendas, reservando para el Estado, al menos teóricamente, un rol fundamentalmente normativo y subsidiario aportando capacidad de compra para los estratos de menores ingresos. Con tal propósito, la intervención del Estado se centra en el aporte de subsidios directos no reembolsables con exigencias de ahorro previo por parte de las familias beneficiarias.

Dado que con frecuencia esto no es suficiente para obtener el tipo de vivienda que las familias de menores ingresos pueden o desean adquirir, estas dos fuentes de financiamiento son complementadas con algún tipo de crédito para la vivienda.

Sin embargo, la provisión de crédito hipotecario en condiciones accesibles para las familias de menores ingresos no ha sido una tarea fácil de realizar. Por lo general, los esquemas institucionales de movilización de recursos para la vivienda han sido incapaces de dotarse de fondos de largo plazo, teniendo en cuenta que el financiamiento de la vivienda tiene precisamente un horizonte temporal de esta índole. La disponibilidad de fondos de corto plazo, básicamente ahorros familiares, no ha sentado bases de estabilidad a los sistemas financieros de vivienda y más bien ha creado riesgos potenciales —y muchas veces reales— de descalce de plazos y tasas. Además, el desarrollo relativamente limitado de los mercados de capitales también ha incidido adversamente en la existencia de débiles vínculos entre éstos y el financiamiento de la vivienda.

Por otro lado, el bajo monto de las operaciones de crédito hipotecario para los sectores de menores ingresos y los mayores costos de transacción involucrados han tendido, en un ambiente de competencia, a desalentar a los intermediarios financieros a otorgar créditos para vivienda a dichos sectores. En otras palabras, muchas de las opciones de crédito hipotecario disponibles en el mercado están, en la práctica, fundamentalmente dirigidas a atender a los sectores con mayor capacidad adquisitiva.

En el marco de estas consideraciones, este trabajo tiene como objetivo central evaluar los instrumentos de crédito para vivienda disponibles en un número seleccionado de países de América Latina, teniendo en cuenta sus elementos institucionales y operativos así como la evolución reciente de su aplicación, y sobre esta base formular recomendaciones de política que contribuyan a desarrollar los mercados de financiamiento habitacional y mejorar su impacto sobre el acceso a la vivienda, con especial énfasis en los sectores de menores ingresos. Los países considerados en el estudio son: Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y República Dominicana.²

El trabajo está organizado como sigue:

a) El segundo capítulo aborda aspectos conceptuales de la movilización de recursos para la vivienda teniendo en cuenta diferentes modelos institucionales y operativos, considerando sus implicancias sobre el funcionamiento y el manejo de riesgos de los intermediarios, por un lado, y las interrelaciones entre los mercados de vivienda y los mercados financieros y de capitales, por el otro. Dado el doble objetivo de rentabilidad y accesibilidad que debiera contener todo instrumento de crédito para la vivienda, y el contexto predominante en América Latina de vastos sectores de la población con bajo poder adquisitivo, se analiza, desde el punto de vista teórico, la contribución de los subsidios habitacionales a la demanda en la facilitación del acceso a la vivienda.

b) El tercer capítulo contiene un diagnóstico de los esquemas institucionales para el financiamiento habitacional, así como de los instrumentos de crédito hipotecario para la vivienda disponibles, haciendo énfasis en los aspectos relevantes para los sectores de menores ingresos, para todos y cada uno de los ocho países considerados. Asimismo, se analizan algunos indicadores sobre

² Además de la disponibilidad de información, otros criterios que han servido para determinar la muestra son: (a) distribución geográfica (cinco países sudamericanos, un centroamericano, un norteamericano y un caribeño); (b) tamaño económico (dos países grandes: Brasil y México; tres medianos: Chile, Colombia y Perú, y tres pequeños: Costa Rica, Ecuador y República Dominicana), y (c) aspectos institucionales con incidencia en el sector vivienda. Por ejemplo: (i) un país legalmente dolarizado como Ecuador; (ii) un país dolarizado de facto como Perú; (iii) tres países con regímenes de indización vigentes como Chile, Colombia y México; (iv) otro con antecedentes al respecto como Brasil, y (v) dos países sin tradición alguna respecto a la indización: Costa Rica y República Dominicana. A pesar de no estar considerados en el capítulo de diagnóstico de instrumentos de crédito para vivienda en los mercados primarios, el estudio también incluye el análisis de otros dos países: (a) Argentina (país sudamericano de tamaño económico grande con un régimen monetario de convertibilidad hasta hace poco), y (b) Panamá (país centroamericano de tamaño económico pequeño con régimen monetario de dolarización), en lo que concierne al desarrollo de los mercados secundarios de hipotecas.

la evolución reciente de dichos instrumentos, los factores que han favorecido y limitado su funcionamiento, así como su impacto sobre la atención de las necesidades de financiamiento de vivienda, particularmente de los sectores de menores ingresos hasta donde lo permite la disponibilidad de información, y sobre el desarrollo de los mercados primarios de hipotecas.

c) En el cuarto capítulo se abordan las interrelaciones entre los mercados primarios y los mercados secundarios de hipotecas y, particularmente, los avances alcanzados en la implementación de operaciones de securitización de hipotecas en un número seleccionado de países de América Latina, tendientes a movilizar recursos de largo plazo desde los mercados de capitales hacia el sector vivienda.

d) Finalmente, en el quinto capítulo se formulan las conclusiones del trabajo y un conjunto de recomendaciones de política conducentes a una gestión de financiamiento habitacional que no sólo permita alcanzar eficiencia y sostenibilidad para el desarrollo de los mercados de créditos hipotecarios para la vivienda sino que éstos favorezcan efectivamente el acceso a la vivienda a los estratos de menores ingresos.

II. El crédito para vivienda: aspectos conceptuales

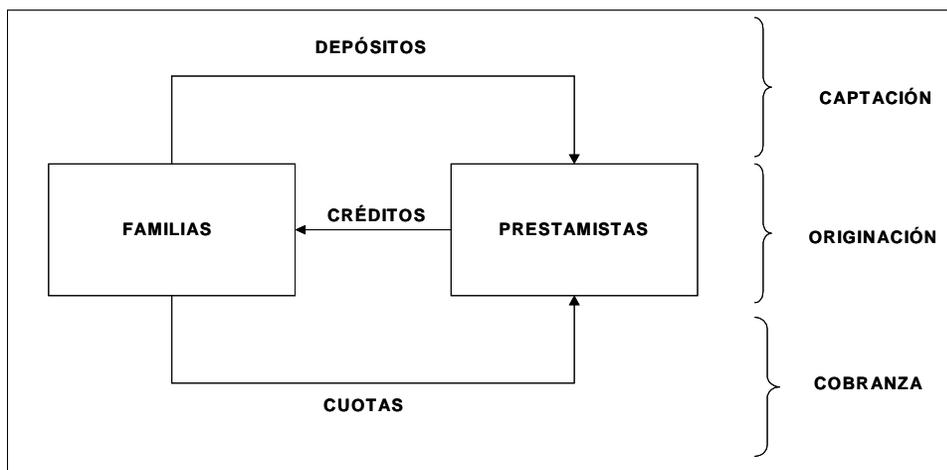
A. Modelos de movilización de recursos financieros para la vivienda

La vivienda constituye un bien duradero, quizá el más importante activo físico de la mayoría de unidades familiares, cuyo precio suele ser varias veces superior a los ingresos de los potenciales demandantes. Por esta razón, la adquisición de vivienda, en los más de los casos, sólo resulta viable mediante la disponibilidad de un crédito de largo plazo, que permita diferir en el tiempo la presión que dicho precio ejerce sobre el ingreso familiar y, por lo tanto, haga posible la compra de tal bien. Ahora bien, la disponibilidad de créditos para vivienda de largo plazo no sólo plantea cuestiones relativas a su volumen en relación con la demanda, sino también un problema de transformación de plazos por parte de los originadores de dichos créditos.

El modelo más tradicional de movilización de recursos financieros para la vivienda es aquel que se basa sobre el proceso de intermediación en el sistema financiero (véase gráfico 1). En él participan tanto bancos o entidades financieras de espectro múltiple, es decir, que financian diversas actividades, incluidas la vivienda; o, como ha sido el caso en muchos países de América Latina, desde antaño y hasta ahora, instituciones financieras especializadas en el otorgamiento de créditos hipotecarios para la vivienda. Como fuente primaria de fondos para este propósito, estas instituciones captan los ahorros de las familias, principalmente mediante depósitos a plazos relativamente cortos.

Gráfico 1

MODELO TRADICIONAL DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA PARA LA VIVIENDA



Fuente: Elaboración del autor, 2001.

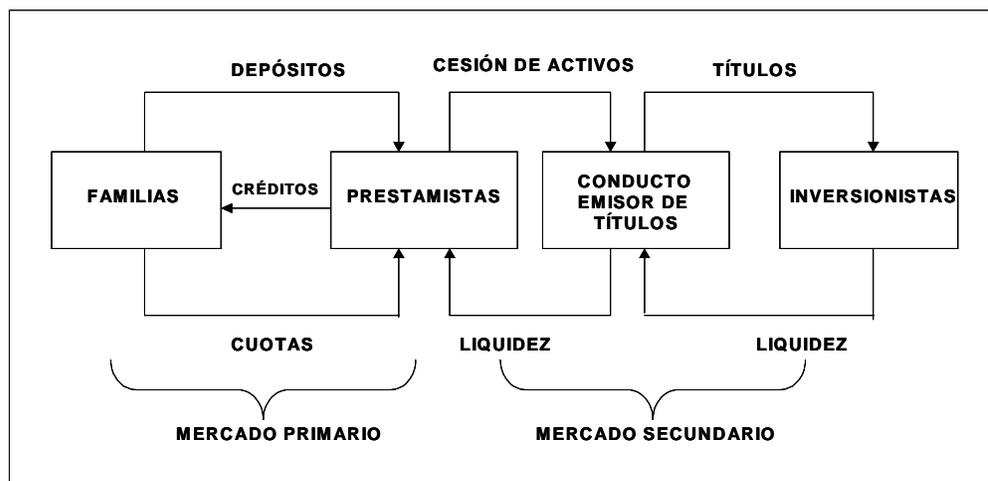
Los créditos que originan estas instituciones tienen la característica de permanecer como activos en los balances de aquéllas durante toda la vigencia de los créditos. Además, las instituciones prestamistas también se encargan de la administración y cobranza de dichos créditos. En otras palabras, todas las funciones del proceso hipotecario —captación de fondos, originación, y administración— están integradas en la propia institución prestamista. El hecho de que estas instituciones otorguen créditos de largo plazo con ahorros de corto plazo conlleva riesgos potenciales de descalce de plazos y, eventualmente, de tasas en contextos donde imperen topes a las tasas de interés para los créditos hipotecarios, riesgos que, por lo demás, se concentran en las instituciones prestamistas.

En procura de mayores volúmenes de recursos financieros que puedan ser atraídos hacia el sector vivienda, teniendo en cuenta los desarrollos en los mercados de capitales con nuevos agentes inversionistas y mayores fondos de largo plazo, así como que dichos recursos tengan como característica esencial un adecuado calce de plazos con las colocaciones que financian, se viene prestando creciente atención a un modelo emergente de movilización de recursos. Éste se basa sobre el desarrollo de un mercado secundario de hipotecas en el cual los créditos para vivienda son primero vendidos, por lo general a conductos especializados en adquirir hipotecas de diferentes prestamistas, con cuyo respaldo se emiten título-valores que son adquiridos por inversionistas (generalmente institucionales) en los mercados de capitales (véase gráfico 2).

Este proceso de cesión de hipotecas y su posterior securitización permite, en primer lugar, a las instituciones prestamistas conseguir una rotación más rápida de los recursos que manejan, ya que dichos activos son removidos de los balances de las instituciones prestamistas, antes de sus vencimientos, a cambio de nuevos flujos de caja para nuevas originaciones. En segundo lugar, permite establecer un vínculo entre el financiamiento de la vivienda y los mercados de capitales, lo cual favorece la transformación de plazos que precisa el primero de los mencionados. Ambas consideraciones anteriores tienden a llevar, en la versión más sofisticada de este modelo, a una especialización de las funciones que abarca el proceso hipotecario, en la cual la institución prestamista pasa a ser fundamentalmente un ente originador de créditos, cuyos riesgos son trasladados y difundidos en el mercado de capitales, diversificando sus fuentes de recursos e, incluso, traspasando la función de administración de los créditos a entes especializados que puedan surgir.

Gráfico 2

MOVILIZACIÓN DE RECURSOS PARA LA VIVIENDA CON UN MERCADO SECUNDARIO



Fuente: Elaboración del autor, 2001.

Debe tenerse en cuenta que la anterior caracterización es muy simplificada y fundamentalmente sirve para señalar las diferencias entre un modelo de intermediación financiera para la vivienda y un modelo de movilización de recursos con el aporte de un mercado secundario de hipotecas. Ciertamente, existen, no sólo en el ámbito teórico sino también en la práctica, algunas otras variantes tales como los fondos de vivienda —por lo general de carácter gubernamental— que abastecen de recursos a las instituciones prestamistas las cuales, sobre la base de ciertas condiciones, otorgan créditos hipotecarios para vivienda, que dependiendo del grado de desarrollo de los mercados, pueden o no ser securitizados. También puede citarse como ejemplo la obtención de recursos por parte de las instituciones prestamistas mediante la emisión de bonos u otros títulos hipotecarios, los cuales sirven también para establecer vínculos, aunque menos sofisticados, con los mercados de capitales. De hecho, en América Latina, en diferentes momentos y en diversos países, se han verificado estas y otras variantes.

Lo cierto es que existe una clara tendencia hacia la reevaluación de los esquemas institucionales para la movilización de recursos hacia el sector vivienda con miras a asegurar un mayor volumen de créditos hipotecarios para vivienda y procurar, al mismo tiempo, la obtención de recursos en condiciones de plazo compatibles con los correspondientes al financiamiento de vivienda. Así, se advierte el desplazamiento del modelo tradicional circunscrito al mercado financiero de movilización de ahorros familiares de corto plazo utilizados para el otorgamiento de créditos para vivienda de largo plazo. Este desplazamiento no significa, sin embargo, descartar este modelo tradicional, ya que estos esquemas continuarán siendo importantes en la gran mayoría de países en desarrollo, sino complementarlo con un esquema en el cual los recursos provendrán tanto del mercado financiero cuanto del mercado de capitales, a través de mecanismos tradicionales de captación de ahorros familiares y de mecanismos de captación de ahorros institucionales para la originación de créditos hipotecarios que puedan ser securitizados.

A partir de la separación de los roles de originación de créditos hipotecarios y de captación de ahorros del público, se vislumbra una tendencia hacia la captación del ahorro general de la economía —ya sea el ahorro general que se deposita en los bancos múltiples o en las instituciones financieras especializadas, el ahorro que administran inversionistas institucionales o, incluso, el ahorro del resto del mundo— para canalizarlo de alguna forma al financiamiento de la vivienda, a través de una innovación de los instrumentos de movilización de recursos (Hausmann, 1998).

Ello probablemente ocurra en desmedro de la captación de ahorros forzosos específicamente dedicados para financiar vivienda, entre otras razones por las limitaciones que conlleva respecto del volumen de recursos que pueden ser movilizados por esta vía. El esquema emergente antes descrito debe contribuir a resolver el problema de descalce de plazos y la necesidad de difusión de riesgos.³

B. Vinculación del crédito para vivienda con los subsidios habitacionales directos y el ahorro previo

Las instituciones que financian vivienda deberán competir por recursos en el mercado financiero y de capitales. Para ello, deberán contar con instrumentos que ofrezcan tasas de rendimiento atractivas, tanto a los ahorradores cuanto a los inversionistas. Por lo tanto, correspondientemente deberán diseñar instrumentos de crédito hipotecario en condiciones de mercado. Ello quiere decir que las amortizaciones de los créditos para vivienda deben ser capaces de recuperar un préstamo en valores reales, permitiendo así el financiamiento de una nueva vivienda así como su venta en el mercado secundario. La experiencia demuestra que el otorgamiento de un crédito con tasa de interés subsidiada es numéricamente equivalente a 20 veces el ahorro financiero promedio de las familias; en otras palabras, subsidiar a una familia significa tributar a 20 ahorradores quienes recibirán rendimientos bajos o incluso negativos por sus depósitos, lo cual desincentiva el ahorro y obstaculiza el crecimiento del sistema financiero (Renaud, 1997).

Sin embargo, el logro de este objetivo no necesariamente es compatible con las posibilidades de acceso a las opciones de crédito hipotecario disponibles por parte de los posibles prestatarios, principalmente de los sectores con menores ingresos. Precisamente, el obstáculo principal para solucionar el déficit habitacional que aqueja a la población de más bajos ingresos ha sido el acceso a las oportunidades de financiamiento existentes, lo que se ha visto limitado por tres razones básicas: primera, la insuficiente capacidad adquisitiva que impide transformar su enorme demanda potencial en una demanda efectiva; segunda, la carencia de garantías satisfactorias para acceder a créditos hipotecarios disponibles; y tercera, sobre todo en países con sectores informales importantes, la imposibilidad de acreditar ingresos permanentes. En este ámbito, es clara la insuficiencia del binomio ahorro previo/crédito hipotecario para concretar el acceso a la vivienda, como sí puede ser factible en los estratos de ingresos más elevados.

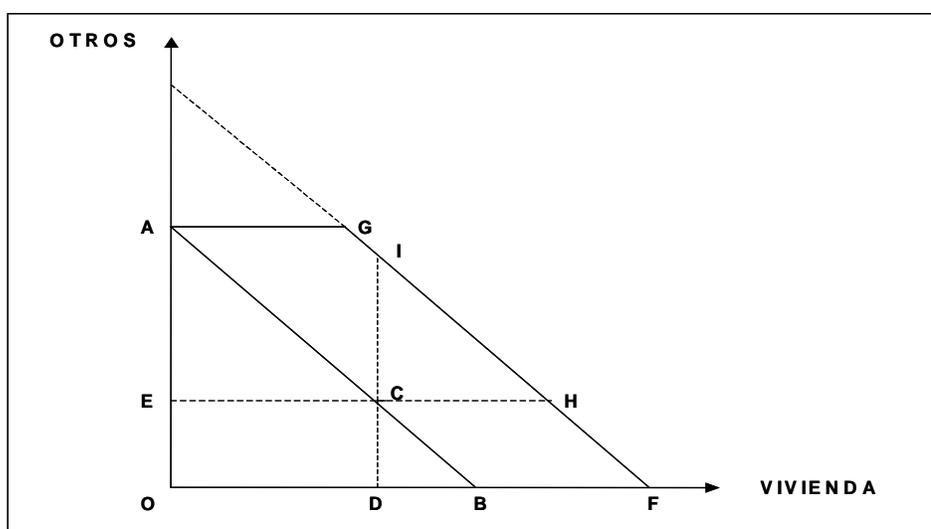
A fin de encarar este problema, han surgido los esquemas tripartitos para facilitar el acceso a la vivienda, cuyos componentes son: el ahorro previo de los adquirentes, un subsidio a la demanda de carácter no reembolsable otorgado por el Estado y, si es el caso, un crédito hipotecario complementario en condiciones de mercado. El objetivo central del Subsidio Habitacional Directo (SHD) es complementar la capacidad adquisitiva de las familias de menores ingresos, segmento donde se concentra el grueso de la demanda potencial por vivienda, para permitir que éstas puedan atender su problema de vivienda a través del mercado accediendo a una solución habitacional que satisfaga sus aspiraciones y que sea compatible con su esfuerzo propio y sus posibilidades económicas. Se considera que los subsidios a la demanda son claramente superiores a los subsidios a la oferta (en la forma de viviendas provistas por el Estado) debido a menores pérdidas en el bienestar del consumidor, menores pérdidas en la soberanía del consumidor, y menores costos en la facilitación de una vivienda (Renaud, 1997).

³ Como se verá en los siguientes capítulos, esta tendencia se verifica en el contenido de algunas reformas que recientemente se vienen introduciendo en los marcos legales e institucionales para el financiamiento de la vivienda en varios países de la región.

El impacto de los SHD sobre las posibilidades adquisitivas de los beneficiarios puede ilustrarse con la ayuda del gráfico 3.⁴ Para simplificar el análisis, asúmase que la canasta de consumo de la familia en cuestión está compuesta por dos bienes: la vivienda y el resto de bienes.⁵ Dado su nivel mensual de ingreso, dicha familia tiene un conjunto factible de consumo representado por el área AOB, en función de sus preferencias, elige, por ejemplo, la canasta C (consume OD de vivienda y OE de otros bienes). Supóngase que esta familia resulta beneficiaria de un subsidio habitacional, con lo cual su conjunto factible de consumo se amplía y ahora es representado por el área AOFG. Se produce, entonces, un incremento del ingreso real de esta familia, el cual gráficamente hace desplazar la línea de presupuesto, denotada ahora por la recta FG, la cual se trunca en el punto G dado que el subsidio sólo puede utilizarse para consumir vivienda (el subsidio no es entregado en dinero y, por lo tanto, no es fungible).

Gráfico 3

IMPACTO DE UN SUBSIDIO HABITACIONAL DIRECTO SOBRE EL INGRESO REAL



Fuente: Elaboración del autor, 2001.

El gráfico bien puede representar el caso de una familia beneficiaria de un SHD que lo obtiene en el programa de *leasing* habitacional tal como funciona en Chile (el cual se explicará en el próximo capítulo). Como se trata de un subsidio que es aportado por el Estado de manera parcial y metódica en el tiempo, lo más probable es que la elección de la nueva canasta de consumo se ubique en el tramo HI, pudiendo servir el subsidio para agregarlo al presupuesto y obtener una mejor vivienda y de mayor valor (punto H) o para liberar parte del presupuesto que utiliza la familia beneficiaria para pagar el arriendo por el equivalente del subsidio y dedicarlo a consumir más de los demás bienes (punto I) o una combinación de ambos (tramo HI).

Los SHD tienen diversas ventajas, pero aquí destacaremos tres que tienen directa relación con el desarrollo mismo del mercado de créditos hipotecarios. En primer lugar, los SHD contribuyen a aumentar el mercado potencial de prestatarios hipotecarios, al reducir el monto de endeudamiento necesario para completar el precio de la vivienda a adquirirse. Por lo tanto, los

⁴ Para una explicación detallada sobre la racionalidad económica de los Subsidios Habitacionales Directos (SHD) véase G. Gonzales A., 1999.

⁵ Según el Teorema del Bien Compuesto de Hicks, si un grupo de bienes mantiene sus precios relativos constantes, éstos pueden considerarse como un solo bien.

SHD permiten a las familias beneficiarias convertirse, con sus mismos ingresos monetarios, en sujetos de créditos hipotecarios por montos compatibles con su capacidad de pago permanente. Asimismo, el menor endeudamiento que da lugar el SHD puede estimular no sólo un mayor volumen de créditos para vivienda para los sectores de menores ingresos por parte del sistema financiero formal, sino también una cartera de mejor calidad, pues además que el deudor asume una obligación más fácil de pagar dado su nivel de ingresos, la cobertura de la garantía hipotecaria arroja un excedente sobre la deuda (equivalente al monto del subsidio).

En segundo término, los SHD pueden servir como un factor que estimule la formación de ahorros financieros canalizados a través del sistema financiero formal si están orientados a premiar el monto, la antigüedad, la permanencia y el carácter metódico del ahorro previo. A su vez, la formación de ahorros previos a través del sistema financiero puede ser un elemento que contribuya a ampliar la base de potenciales prestatarios incorporando a grupos que tradicionalmente son rechazados por su incapacidad de acreditar ingresos permanentes.

En tercer lugar, los SHD, a diferencia de los subsidios a las tasas de interés, acentúan y no distorsionan la operación del mercado financiero de vivienda. El SHD tiene carácter subsidiario del crédito hipotecario en condiciones de mercado, es decir lo complementa y no lo desplaza: la contrapartida del SHD debe ser, en los segmentos con cierta capacidad de endeudamiento, una operación de crédito hipotecario en tales condiciones. Por lo tanto, la vigencia del mecanismo de SHD es perfectamente compatible con el funcionamiento de un esquema de movilización de recursos financieros para la vivienda con tasas de interés reales positivas, tanto para los ahorros como para los créditos, que estimule la afluencia de recursos financieros hacia el sector así como la capitalización de los intermediarios financieros.

III. Evaluación de los instrumentos de crédito para vivienda en los mercados primarios de hipotecas: experiencias en América Latina

El presente capítulo ofrece un diagnóstico de los instrumentos de crédito para la vivienda disponibles en ocho países de América Latina seleccionados: Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y República Dominicana, teniendo en cuenta sus aspectos institucionales y operativos, la evolución reciente de su aplicación y su impacto sobre la atención de las necesidades de financiamiento de vivienda, particularmente de los sectores de menores ingresos, y sobre el desarrollo de los mercados primarios de hipotecas.

A. El caso de Brasil

1. Base institucional

La Secretaría Especial de Desarrollo Urbano (SEDU), dependiente de la Presidencia de la República, tiene como objetivo principal formular y coordinar las políticas de desarrollo urbano, así como promover acciones y programas de urbanización, vivienda, saneamiento básico y transporte urbano. Muchos gobiernos estatales y municipales cuentan con sus propias políticas de vivienda dirigidas a atender a las familias de bajos ingresos.

Actualmente, coexisten el Sistema de Financiamiento Habitacional (SFH) y el Sistema de Financiamiento Inmobiliario (SFI). El SFH, creado en 1964, opera con recursos de ahorros voluntarios —*cadernetas de poupança* o libretas de ahorro— y ahorros forzosos, el Fondo de Garantía por Tiempo de Servicios (FGTS). Este último está constituido con aportes realizados por el empleador a nombre del empleado en cuentas específicas, equivalentes al 8% de las remuneraciones, que puede ser retirado solamente para fines específicos, entre ellos la adquisición de vivienda. A raíz de la extinción del Banco Nacional de Vivienda (BNV) en 1986, la Caja Económica Federal asumió varias de sus funciones, entre ellas la de agente operador del FGTS y la de agente administrador del Fondo de Compensación de Variaciones Salariales (FCVS).⁶

Las instituciones financieras que captan recursos en libretas de ahorro para el financiamiento de la vivienda —actualmente 40 instituciones— conforman el Sistema Brasileño de Ahorro y Préstamo (SBPE). Las instituciones financieras del SBPE también pueden captar recursos a través de la emisión de letras hipotecarias (con respaldo de créditos hipotecarios) y de las recientemente creadas letras de crédito inmobiliario (créditos garantizados por alienación fiduciaria⁷ u otra garantía real o fiduciaria).

En 1997 se introdujo el SFI que comprende la creación de nuevos instrumentos orientados a desarrollar un mercado de financiamiento inmobiliario sobre la base de contratos libremente pactados entre las partes, la ampliación de las fuentes de recursos creando vínculos con el mercado de capitales, y la posibilidad de conceder financiamiento no sólo para vivienda sino también para todo tipo de desarrollos inmobiliarios. Pueden operar en el SFI una diversidad de instituciones.

Respecto del tradicional SFH, el SFI conlleva varias diferencias importantes, algunas de las cuales lo definen como un sistema dirigido a atender a las familias con mayor capacidad de pago: (i) en primer lugar, busca generar un sistema de financiamiento que opere estrictamente con mecanismos de mercado y que no tenga ningún elemento de subsidio; (ii) es un sistema desregulado, pues no contempla topes a las tasas de interés ni cuotas mínimas para la orientación de los recursos ni ahorros forzosos ni destinos específicos o limitados para la colocación de los recursos; (iii) es un sistema de financiamiento que procura un adecuado calce de plazos entre activos y pasivos, para lo cual el desarrollo de un mercado secundario resulta clave en el modelo,⁸ y (iv) busca establecer mecanismos de protección a los intermediarios financieros en casos de incumplimiento por parte de los deudores.

El SFI introduce la figura de la alienación fiduciaria de inmuebles, por la cual el comprador del inmueble y prestatario del SFI sólo podrá ser propietario de dicho bien una vez que culmine de pagar el crédito. La ventaja de este mecanismo, en relación con la hipoteca, es que facilita la recuperación del inmueble por el prestamista en caso de incumplimiento de pago.⁹

⁶ El Fondo de Compensación de Variaciones Salariales (FCVS), formado por asignaciones presupuestarias y por aportes de los agentes financieros y de los prestatarios, fue creado para cubrir los saldos residuales de los créditos del Sistema de Financiamiento Habitacional (SFH), que eventualmente restasen al final de los plazos contratados debido a diferencias que pudieran surgir de la utilización de distintos índices y periodicidades para el reajuste de las cuotas mensuales, por un lado, y de los saldos deudores, por el otro. Hasta 1987 esa cobertura se aplicaba a casi todos los contratos, que tenían reajustes anuales para las cuotas y trimestrales para el saldo. A partir de 1987 los contratos pasaron a reajustarse mensualmente y la cobertura del FCVS quedó restringida a los contratos de créditos para familias de bajos ingresos. Esta cobertura fue eliminada para todas las nuevas operaciones contratadas a partir de 1993.

⁷ Este nuevo instrumento se explicará más adelante en este mismo capítulo.

⁸ En el siguiente capítulo se tratará más extensamente los alcances del Sistema de Financiamiento Inmobiliario (SFI), a este respecto.

⁹ Esta modalidad de garantía inmobiliaria también puede utilizarse en contratos efectuados fuera del ámbito del SFI.

2. Características de los instrumentos de crédito

a) Créditos en el ámbito del Sistema de Financiamiento Habitacional (SFH)

Las colocaciones del SFH están destinadas a familias de ingresos medio-alto (ingresos superiores a \$US 1 042 ó \$R 2 400 mensuales), cuando se emplean recursos captados con libretas de ahorro, y a familias con ingresos de hasta 11 salarios mínimos (unos \$US 868 ó \$R 2 000 mensuales), cuando se utilizan los ahorros forzosos del FGTS.

Los créditos del SBPE efectuados con recursos de las libretas de ahorro deben destinarse prioritariamente para la adquisición y construcción de viviendas. Las normas vigentes establecen la orientación de estos recursos tal como sigue: (i) un 15% como encaje obligatorio en el Banco Central; (ii) un 65% como mínimo para el financiamiento inmobiliario, de los cuales un 80% por lo menos, debe destinarse a créditos habitacionales según las condiciones del SFH (es decir, con topes en las tasas de interés de 12% y 13% anual para adquisición y construcción de inmuebles respectivamente; valor máximo de la vivienda de \$US 130 200 (\$R 300 000) y valor máximo de financiamiento de \$US 65 100 (\$R 150 000)); y hasta el 20% puede destinarse al financiamiento de inmuebles residenciales y no residenciales a tasas de mercado, actualmente en torno al 14 y 16% anual;¹⁰ y (iii) los recursos restantes pueden utilizarse para el financiamiento de capital de giro de empresas constructoras y en disponibilidades financieras o títulos de deuda pública. Por su parte, las colocaciones con recursos del FGTS tienen tasas de interés menores (alrededor de 6% anual).

Todas las operaciones de crédito inmobiliario son efectuadas en moneda local (real). Sin embargo, el saldo deudor de las operaciones contratadas a partir de 1987 es actualizado mensualmente por la Tasa Referencial (TR),¹¹ o índice de remuneración básica del ahorro (que sirve para actualizar los valores de los depósitos de ahorros). Las operaciones de crédito anteriores a 1987 son reajustadas el primer día útil de cada trimestre por la Unidad Patrón de Capital (UPC), la unidad de cuenta del SFH que fue utilizada en todos los contratos hasta dicho año. Las cuotas de buena parte de los contratos son reajustadas mensualmente por la TR el día correspondiente al de la firma del contrato. Aún existen contratos firmados en el contexto del llamado Plan de Equivalencia Salarial, cuyas cuotas son reajustadas anualmente.

Los créditos del SFH tienen una relación préstamo/tasación (LTV) máxima permitida de 90%, aunque las instituciones financieras normalmente operan con un coeficiente de 50 a 60%. Si bien el plazo máximo puede ser de hasta 30 años, los créditos para adquisición de inmuebles normalmente tienen un plazo de 8 a 15 años. La tendencia reciente de las instituciones financieras es aplicar el sistema de amortización constante. Los créditos del SFH tienen tasas de interés fijas. En los créditos para adquisición de inmuebles, los recursos son acreditados directamente al vendedor del bien una vez que la operación ha sido incorporada en el Registro de Inmuebles correspondiente. La relación cuota/ingreso aceptada en la práctica por los agentes financieros es de 20 a 25% como máximo. La garantía exigida normalmente es la hipoteca o la alienación fiduciaria del inmueble objeto del financiamiento. Es obligatoria la contratación tanto de un seguro de Muerte e Invalidez Permanente (MIP) del deudor, así como de un seguro por Daños Físicos del Inmueble (DFI) en garantía.¹² Se permiten prepagos totales o parciales sin penalidad.

¹⁰ Ya no es obligatorio utilizar los recursos de las libretas de ahorro para financiar inmuebles nuevos, pues estos recursos también pueden emplearse para mejoramiento o ampliación de inmuebles.

¹¹ La Tasa Referencial (TR) fue creada en 1991 para ser utilizada como índice de remuneración básica de las libretas de ahorro y de los depósitos del Fondo de Garantía por Tiempo de Servicios (FGTS), en sustitución de los índices de precios que eran usados para la indexación de dichos depósitos. La TR es una tasa mensual, calculada diariamente, a partir de la Tasa Básica Financiera (TBF), que es un promedio de las tasas pagadas por las 30 instituciones financieras más grandes por sus Certificados de Depósitos Bancarios (CDB), de 30 a 32 días, a la cual se le aplica un factor de reducción considerando que los depósitos de ahorro serán remunerados por un interés del 0.5% al mes y sus rendimientos estarán exentos del impuesto a la renta (los CDB pagan un 20% de impuesto a la renta). La fórmula de cálculo de la TR es definida por el Banco Central y aprobada por el Consejo Monetario Nacional.

¹² En estas operaciones, la prima mensual de los seguros Muerte e Invalidez Permanente (MIP), es de 0.1442% aplicada sobre el monto del crédito y la prima mensual de los seguros DFI es de 0.02402% aplicada sobre el valor de tasación del inmueble financiado.

b) Créditos en el ámbito del Sistema de Financiamiento Inmobiliario (SFI)

En el ámbito del SFI, todas las condiciones de las operaciones pueden ser libremente pactadas por las partes. Así, los créditos y los instrumentos de captación pueden reajustarse utilizando índices de precios o la TR; las tasas de interés pueden ser fijas o flotantes; y, en el caso de los créditos, el coeficiente LTV es definido libremente por la entidad originadora (por lo general, se ubica entre 50% y 70%). Por su parte, las alícuotas de los seguros MIP y DFI no están preestablecidas como en el caso de las operaciones del SFH, aunque suelen ser inferiores a las aplicadas en este último.

c) Otros instrumentos

Recientemente, el gobierno federal introdujo dos programas orientados a atender a la población de bajos ingresos. El primero es el Programa de Arrendamiento Social, creado en 1999, basado en un esquema de arrendamiento residencial con opción de compra. El otro es el Programa de Subsidio a la Vivienda de Interés Social, creado en agosto de 2001, el cual aún no está reglamentado. Sus recursos provendrán de la colocación de títulos de deuda pública en el mercado, y serán destinados a subsidiar operaciones de financiamiento de viviendas de interés social a fin de complementar la capacidad financiera del adquiriente para el pago del precio del inmueble residencial o el valor necesario para asegurar el equilibrio económico-financiero de las operaciones realizadas por las instituciones financieras, comprendiendo los gastos de contratación, de administración y cobranza, y los costos de colocación, remuneración y pérdida de capital.

3. Evolución del mercado e impacto de los instrumentos

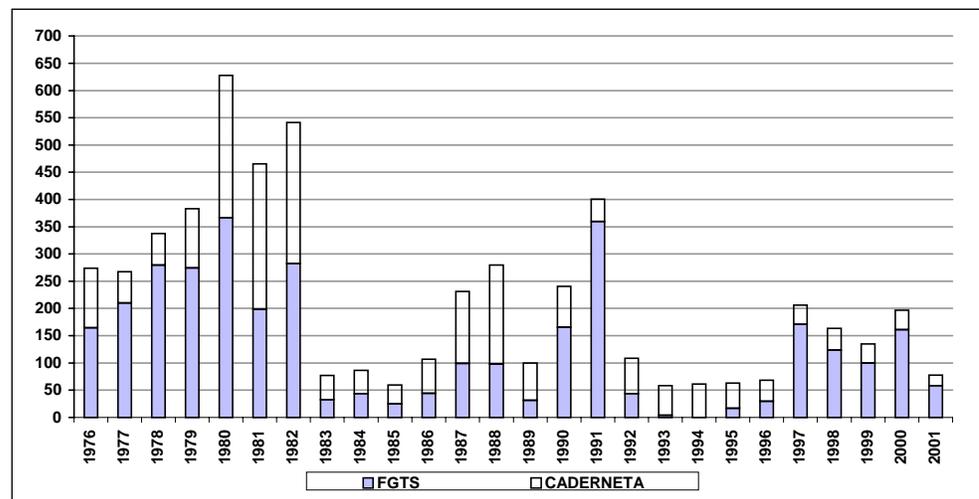
En el transcurso de más de 30 años de operación, el SFH en el Brasil ha financiado más de 6.8 millones de viviendas, de las cuales 4 millones de unidades fueron financiadas con ahorros forzosos del FGTS y los restantes 2.8 millones por el SBPE con recursos de las libretas de ahorro. Lo anterior sugiere una mayor preponderancia, como beneficiarios del sistema, de las familias con ingresos de hasta 10 salarios mínimos. Esta trayectoria ha sido, sin embargo, muy cambiante a lo largo de todo este período (véase gráfico 4), por una combinación de diversos factores, tanto vinculados con el entorno macroeconómico (es decir, inflación, desempleo, planes de estabilización, concesión de subsidios generalizados, etc.) cuanto con las características propias del sistema (es decir, monto y condiciones de las fuentes de recursos, características de los contratos, etc.).

Luego de su período de apogeo al inicio de los años ochenta, cuando el SFH llegó a financiar unas 600 mil unidades anuales, el sistema pasó a enfrentar dificultades crecientes, que culminaron con la extinción del BNV en 1986. En el período 1998-2000 el SFH financió un promedio de 165 mil viviendas anuales, de las cuales casi el 78% se efectuó con recursos del FGTS, lo cual nuevamente sugiere la importancia relativa de este ahorro forzoso a fin de facilitar el acceso a las escalas de ingresos de hasta 10 salarios mínimos. Datos recientes revelan que cerca de un tercio de los desembolsos sirvió para financiar la adquisición de inmuebles nuevos, mientras que los dos tercios restantes sirvieron para la adquisición de inmuebles usados. Se estima que el déficit habitacional en el Brasil es del orden de 5.6 millones de viviendas, correspondiendo un 80% a las familias de menores ingresos (es decir, hasta 10 salarios mínimos ó \$US 790), que es el segmento hacia el cual se orienta el SFH cuando emplea recursos del FGTS, y que la demanda por nuevas viviendas es del orden de un millón de unidades anuales.

Este sistema enfrenta varias limitaciones que dificultan su sostenibilidad en el tiempo y, por ende, un mayor impacto en la atención de las necesidades de vivienda. La primera de ellas se refiere a sus fuentes de recursos. Por un lado, las libretas de ahorro, que registraban a agosto de 2001 un saldo equivalente a \$US 40 000 millones, constituyen un instrumento de captación de ahorros a la vista, que se utiliza para colocaciones básicamente de largo plazo. Hasta inicios del

decenio de los ochenta, estos depósitos tuvieron una evolución favorable, pero desde 1981 en adelante, el crecimiento real de las libretas de ahorro tendió a ser inferior al de los activos financieros no monetarios, en parte debido a la mayor competitividad de otros instrumentos, especialmente de los títulos de deuda pública federal (ABECIP, 1991). Además, estos depósitos han sido muy volátiles, lo que ha afectado la estabilidad de los créditos inmobiliarios. También prevalece un rígido esquema de colocación de los recursos captados por esta vía. Como una forma de darle una mayor competitividad a estos depósitos, se optó por alterar la periodicidad del pago de intereses, reduciéndola de trimestral a mensual; hoy día, las libretas de ahorro son actualizadas mensualmente por la TR y rinden un interés del 0.5% mensual.

Gráfico 4
BRASIL: VIVIENDAS FINANCIADAS POR EL
SISTEMA DE FINANCIAMIENTO HABITACIONAL (SFH), 1976-2001
(Miles de unidades)



Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Asociación Brasileña de Entidades de Crédito Inmobiliario y Ahorro (ABECIP), Sao Paulo, varios años.

Notas: Para el año 2001 los valores son a junio.

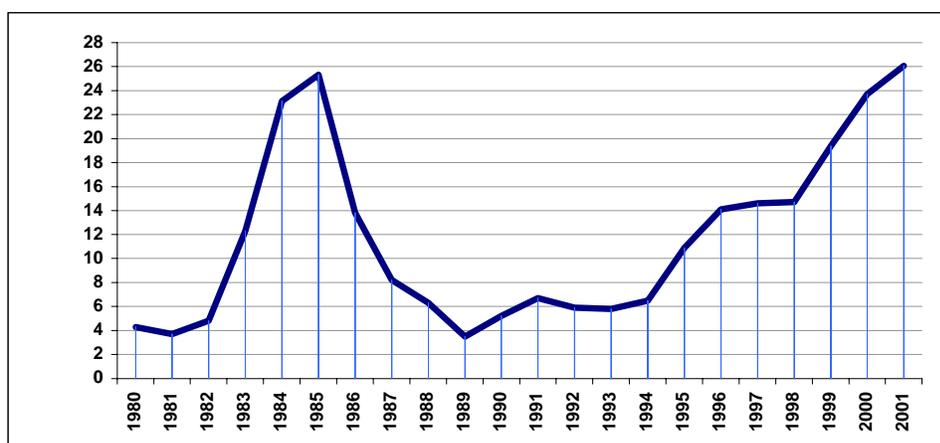
Fondo de Garantía por Tiempo de Servicios (FGTS); *Cadernetas de Poupança* o libretas de ahorro.

La otra importante fuente de recursos del SFH es el FGTS, cuyo saldo es actualmente de unos \$US 30 000 millones, y cuyo comportamiento incide más significativamente sobre la disponibilidad de financiamiento para los sectores de menores ingresos. Estos depósitos son actualizados mensualmente por la TR del primer día de cada mes y remunerados a una tasa de interés del 0.25% mensual. Dado que los depósitos del FGTS dependen mucho de variables tales como el nivel de empleo, el poder adquisitivo de las remuneraciones y la participación del empleo formal, en épocas de adverso desempeño macroeconómico se ha verificado una acentuada descapitalización del FGTS, atentando también contra la estabilidad del crédito inmobiliario.

Otro severo problema del SFH es el elevado nivel de morosidad: a mediados de 2001, casi el 27% de los créditos inmobiliarios se encontraba con retrasos en el pago de más de tres cuotas (véase gráfico 5). Lo anterior está estrechamente relacionado con el nivel de desempleo, con las pérdidas de poder adquisitivo de las remuneraciones y con las discrepancias entre el índice de remuneración básica del ahorro que sirve para reajustar las cuotas de los créditos y los aumentos salariales. Particularmente, entre 1995 y 1998 se produjo una evolución de la TR por encima de la inflación, que dio lugar a que las cuotas se ubicaran por encima de la capacidad de pago del deudor.

A ello se agrega el estancamiento en los precios de los inmuebles que provocó que el saldo deudor superara el valor del inmueble financiado en las operaciones contratadas hasta 1995. Como consecuencia, la recuperación de los créditos no ha constituido una fuente importante de retroalimentación de recursos al SFH para el otorgamiento de nuevos créditos.

Gráfico 5
BRASIL: ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DEL
SISTEMA BRASILEÑO DE AHORRO Y PRÉSTAMO (SBPE), 1980-2001
(Porcentaje de los contratos)



Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Asociación Brasileña de Entidades de Crédito Inmobiliario y Ahorro (ABECIP), Sao Paulo, varios años.

Nota: Para el año 2001 los valores son a junio.

A lo largo del tiempo, los gobiernos de turno han ensayado diversas opciones para encarar dichas discrepancias (es decir, subsidios indiscriminados, sobreajustes y congelamientos de las cuotas) las cuales determinaron que dichas cuotas, en los más de los casos, llegaran a ser insuficientes para cubrir los saldos deudores. Esta interferencia gubernamental en los contratos resultó nociva al afectar severamente el flujo de recuperación de créditos para ser utilizado para nuevos créditos, además de crear responsabilidades adicionales para el FCVS, más allá de sus verdaderas posibilidades.¹³

Esta situación se vio empeorada por las dificultades encaradas por los acreedores en la ejecución de garantías hipotecarias. Se estima que las ejecuciones judiciales de hipotecas pueden tomar hasta 48 meses, además de la tendencia del Poder Judicial de proteger al deudor. Por ello, la mayoría de entes financieros ha optado por las ejecuciones extrajudiciales, nombrando a un agente fiduciario para encargarse de la cobranza de la deuda y, posteriormente, del remate del inmueble, siendo un proceso que suele tomar de uno a dos años. Actualmente, existen numerosos procesos judiciales pendientes sobre cuestiones financieras de los contratos de créditos.

En el contexto de este tipo de limitaciones (es decir, descalce de activos y pasivos, interferencia gubernamental en los contratos y desprotección de los acreedores en situaciones de incumplimiento de pagos) se forjó la idea de crear un nuevo sistema de financiamiento

¹³ Como se ha señalado, el FCVS estaba dimensionado para cubrir el residuo que resultaba de la discrepancia entre el reajuste de las deudas y de las cuotas a pagar, pero no se previeron ingresos para cubrir las diferencias derivadas de los subreajustes sancionados discrecionalmente por los gobiernos de turno como una forma de aliviar la carga de los deudores. A junio de 2001, el saldo de la cartera de créditos del SBPE ascendía a \$US 39 619 millones, de los cuales \$US 17 251 millones correspondían a créditos vigentes y los restantes \$US 22 368 millones constituían el saldo adeudado por el FCVS.

inmobiliario. Para ello, se contempló como elemento central la formación de un mercado secundario, que permita atraer recursos del mercado de capitales en magnitudes y condiciones adecuadas a las necesidades de financiamiento de largo plazo en el sector inmobiliario. Además, como una forma de ofrecer mayor seguridad a los intermediarios financieros, la figura de la alienación fiduciaria aplicada a bienes inmuebles busca atenuar las desventajas de la hipoteca a la hora de proceder a la ejecución de garantías. Se estima que todo el proceso de ejecución de contratos con alienación fiduciaria puede tomar alrededor de siete meses. Desde luego, éste será un elemento muy relevante para impulsar la securitización de créditos inmobiliarios.

Desde octubre de 2000, la Caja Económica Federal solamente ha otorgado créditos en el ámbito del SFI, es decir, operaciones con recursos propios de la institución no provenientes de las libretas de ahorro o del FGTS, llevando a la fecha más de 15 mil contratos de crédito garantizados por alienación fiduciaria, indizados a la TR o a índices de precios, y con tasas de interés de 1% mensual. Las demás instituciones financieras están efectuando operaciones de esta índole a un ritmo mucho más modesto como una forma de evaluar el mercado. Ya se ha registrado la ejecución de una deuda garantizada por alienación fiduciaria, la que se completó sin mayores contratiempos.

A estas alturas, el SFI todavía muestra un desarrollo incipiente. Más aún, algunas medidas están aún en proceso de implementación.¹⁴ Sin embargo, la esencia del SFI será funcionar íntegramente con criterios de mercado y, por lo tanto, sus créditos servirán para financiar las necesidades habitacionales (y otras de carácter inmobiliario) de los segmentos con mayor capacidad adquisitiva. En esta perspectiva, además de hacerse necesario reforzar la disponibilidad de recursos como los del FGTS que puedan servir para el otorgamiento de créditos para familias con cierta capacidad de endeudamiento, se hace ineludible una participación pública más activa para facilitar el acceso a la vivienda a la población con nula o muy limitada capacidad de endeudamiento. Mecanismos incipientes tales como el programa de subsidio y el programa de arrendamiento social podrían contribuir a este objetivo.

B. El caso de Chile

1. Base institucional

El acceso a la vivienda se basa sobre un esquema de financiamiento tripartito compuesto por: el ahorro previo de las familias, el subsidio habitacional directo otorgado por el Estado, y el crédito hipotecario de largo plazo. El Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU), órgano estatal rector del desarrollo sectorial, tiene establecida una red de acceso a la vivienda para diferentes estratos sociales,¹⁵ con miras a cubrir a toda la población objetivo que necesita de la ayuda del Estado para adquirir una vivienda. La participación del Estado se concreta sea a través de la contratación del sector privado para la construcción de viviendas de menor valor; o mediante el otorgamiento de los subsidios habitacionales directos. A ello se agrega un esquema que opera íntegramente con criterios de mercado, sin intervención estatal, sobre la base del ahorro previo de las familias y del crédito hipotecario de largo plazo que otorgan las instituciones financieras.

El ahorro previo de las familias que aspiran a acceder a una vivienda es un elemento crítico para la postulación y adjudicación de los subsidios habitacionales. Para ello, las familias interesadas

¹⁴ Entre ellas, pueden mencionarse la figura de patrimonio de afectación, por la cual se separa el patrimonio de un desarrollo inmobiliario del patrimonio general de la empresa constructora; las cámaras de arbitraje para solucionar litigios; y la creación de las letras de crédito inmobiliario.

¹⁵ Los programas existentes son los siguientes: (a) Vivienda Progresiva (primera y segunda etapas, modalidad privada, y densificación predial); (b) Vivienda Básica (modalidad Servicio de Vivienda y Urbanización (SERVIU), de libre elección, y adulto mayor); (c) Programa Especial para Trabajadores (PET); (d) Subsidio Rural (en sitio propio, en villorrios, y para saneamiento sanitario); (e) Subsidio Unificado (tramos I y II, y para renovación urbana y zonas de desarrollo prioritario), y (f) *Leasing* Habitacional.

deben celebrar un contrato de ahorro para la vivienda con un banco o una financiera. Actualmente, salvo el Banco del Estado, todas las restantes entidades bancarias y financieras en Chile son de capital privado, nacional o extranjero. En dicho contrato de ahorro los ahorradores se comprometen a reunir metódicamente una cierta cantidad de dinero (ahorro pactado) en un plazo determinado.

El subsidio habitacional directo a la demanda es un elemento gravitante en la política habitacional vigente en Chile desde 1977. Todos los programas habitacionales del MINVU antes referidos involucran un subsidio directo al comprador de la vivienda, que consiste en un aporte no reembolsable, cuyo monto es previamente conocido, que el Estado otorga por una sola vez a cada familia beneficiaria que no es propietaria de una vivienda. El subsidio es adjudicable a aquellas familias que cumplieren los requisitos de ahorro previo establecidos en cada programa, así como otros requisitos relativos a su condición socioeconómica.

El crédito hipotecario es utilizado en los programas con participación estatal como fuente complementaria. En el esquema de mercado, el acceso a la vivienda se financia con el ahorro previo de los adquirientes y un crédito hipotecario de largo plazo. Existen básicamente dos instrumentos de crédito hipotecario en el mercado chileno actualmente: las letras de crédito hipotecario y los mutuos hipotecarios endosables.¹⁶

2. Características de los instrumentos de crédito

a) Créditos en los programas del Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU)

En los programas de Viviendas Progresivas y Viviendas Básicas, está contemplado que los adjudicatarios de los subsidios puedan acceder a un crédito hipotecario otorgado con recursos públicos y administrado por el MINVU. En el caso del Programa de Viviendas Progresivas, el crédito hipotecario del MINVU se otorga sin intereses y a un plazo de ocho años, no pudiendo la cuota mensual exceder el 25% del ingreso familiar. En el Programa de Viviendas Básicas, el crédito hipotecario del MINVU tiene una tasa de interés del 8% en términos reales y un plazo de 20 años. En el Programa Especial para Trabajadores, en el Subsidio Rural, y en el Subsidio Unificado (primer tramo), el MINVU garantiza la concesión de un crédito hipotecario por parte del Banco del Estado, el cual es otorgado mediante letras de crédito hipotecario, a plazos entre 12 y 20 años.

b) Créditos con letras de crédito hipotecario

Las Letras de Crédito Hipotecario (LCH), establecidas en 1977, son instrumentos de crédito de largo plazo (12 a 20 años) emitidos al portador, por idéntico monto y plazo, y denominados en una moneda de valor constante —la Unidad de Fomento (UF)— cuyo valor fluctúa en función de la inflación del mes anterior. Las LCH son emitidas por los bancos y financieras al conceder un préstamo para adquirir una vivienda.¹⁷ Dicho préstamo no puede exceder del 75% del valor de tasación o del precio de la propiedad a ser hipotecada, el que sea menor. La emisión de las LCH se produce una vez que la vivienda a financiarse ha sido inscrita a favor del comprador y se ha constituido la garantía hipotecaria a favor del banco. El préstamo es otorgado al comprador de la vivienda no en dinero en efectivo, sino en la forma de título-valores que son, por lo general, adquiridos por inversionistas institucionales, con lo cual se crea un vínculo entre el mercado de financiamiento hipotecario para la vivienda y el mercado de capitales. Los bancos emisores de las LCH cobran una comisión por intermediación, que se calcula sobre el saldo insoluto de la deuda, y que sirve para cubrir el costo de administración, el riesgo de la operación y la utilidad de la entidad.

¹⁶ Para una detallada explicación sobre el funcionamiento de estos dos instrumentos, véase a Varela, 2001 y Santelices, 1999.

¹⁷ El Banco del Estado es el principal prestamista hipotecario para la vivienda y se concentra en apoyar financieramente los programas estatales de vivienda dirigidos para las familias de menores ingresos.

Una de los principales atributos de las LCH es el calce absoluto entre activos y pasivos, en términos de plazos, de moneda y de tasa de interés, desde el inicio de la operación, lo cual es un atractivo para los bancos emisores. Por lo tanto, el único riesgo financiero que asume el emisor es financiar con otros recursos la eventual morosidad de los deudores. Por otro lado, al tratarse de título-valores al portador, en los cuales se indica la tasa de interés que devenga y la fecha de vencimiento de cada uno de los cupones, las LCH son instrumentos de fácil transacción, lo cual los hace atractivos para los inversionistas.

Al ser un instrumento indizado a la inflación,¹⁸ las LCH constituyen un atractivo instrumento de inversión financiera en el mercado de capitales y, por ende, facilita el desarrollo del mercado de financiamiento hipotecario de largo plazo. Claro está, desde la perspectiva del deudor, este elemento de reajuste conlleva un riesgo potencial teniendo en cuenta que en escenarios inflacionarios, pueden producirse rezagos entre la evolución de las remuneraciones y la inflación que sirve para reajustar las deudas hipotecarias. De hecho, en Chile esta situación ocurrió en el período de crisis entre 1982 y 1985, oportunidad en la cual para solucionar el rezago de las remuneraciones respecto de la inflación, el Estado comprometió cuantiosos recursos en renegociaciones masivas con los deudores. Para encarar una eventualidad de esta naturaleza, hoy se cuenta con un Fondo de Compensación de Dividendos de Préstamos Hipotecarios para la Vivienda, para cubrir desfases entre la variación del índice de remuneraciones, con el cual se pasa a reajustar la cuota que continúa pagando el deudor, y la variación de precios al consumidor. Sin embargo, hasta el momento, aún no ha sido necesario hacer operar este mecanismo (Varela, 2001).

c) Créditos con mutuos hipotecarios endosables

Los Mutuos Hipotecarios Endosables (MHE) son títulos representativos de un crédito respaldado por una garantía hipotecaria y cuya cesión se efectúa por un simple endoso, es decir, no se requiere de la comparecencia ni la voluntad del deudor. Los MHE, utilizados desde 1988, son emitidos por entidades especializadas —las llamadas administradoras de mutuos hipotecarios o sociedades mutuarías— y también por los bancos del sistema financiero. En este caso, el monto del préstamo puede alcanzar hasta el 80% del valor de la propiedad. Los plazos y las tasas de interés son muy similares a los de las LCH. Por lo general, este instrumento sirve para financiar el segmento de viviendas de mayor valor. A diferencia de las LCH en las que la garantía existente es doble —la garantía del banco que las emite y la garantía de las hipotecas que las respaldan— en el caso de los MHE la garantía sólo está asociada a la hipoteca y a la solvencia del deudor. Los originadores de MHE venden estos títulos en el mercado de capitales a inversionistas institucionales, particularmente a compañías de seguros de vida.

d) Financiamiento con *leasing* habitacional

Existe una modalidad de financiamiento y acceso a la vivienda de aplicación más reciente, que ciertamente no es en sentido estricto una modalidad de crédito, denominada arrendamiento de vivienda con promesa de compraventa, o más conocida como *leasing* habitacional (G. González, 1999 y Villegas, 1999). Su ley de creación data de 1993, la que fue modificada en 1995. Entre diciembre de 1995 y enero de 1996 se reglamentó el funcionamiento del sistema.

Este mecanismo, que puede operar con o sin subsidio habitacional directo, sirve para transformar el gasto de alquiler mensual en un aporte que a largo plazo permite a los arrendatarios promitentes compradores convertirse en propietarios de una vivienda nueva o usada. El plazo de estas operaciones puede ser de 8, 12, 15 y 20 años, aunque por lo general es este último.

¹⁸ En realidad, la indización no sólo rige para las Letras de Crédito Hipotecario (LCH), sino también para la denominación de otros instrumentos de crédito para vivienda, arrendamiento habitacional, ahorro para la vivienda y subsidios habitacionales, para mencionar solamente las operaciones vinculadas con el sector habitacional.

Este instrumento opera a través de la apertura de una cuenta de ahorro en cualquiera de las instituciones autorizadas (es decir, cajas de compensación, bancos y sociedades financieras), las que al recibir los depósitos los transfieren a las Administradoras de Fondos para la Vivienda (AFV), entidades que inviertan dichos recursos en instrumentos debidamente calificados en el mercado de capitales. Dichos ahorros, junto con la rentabilidad obtenida por los fondos, le permitirán al arrendatario promitente comprador hacerse propietario al momento que el capital acumulado sea igual al valor de la vivienda prometida. Para abrir cuentas de este tipo, no es necesario que los interesados hayan suscrito un contrato de *leasing* habitacional.¹⁹

En esta modalidad de financiamiento, el interesado arrienda una vivienda con promesa de compraventa a una sociedad inmobiliaria, por la cual paga una renta de alquiler y, al mismo tiempo, va acumulando un ahorro de la naturaleza antes explicada. Al final del plazo del contrato, el arrendatario pasa a ser propietario y la sociedad inmobiliaria recibe el valor total de la vivienda, que se va acumulando durante ese plazo en la cuenta de ahorro del arrendatario. Se trata, pues, de una modalidad de financiamiento con las características de un crédito *balloon*, en el cual el pago del arriendo vendría a ser el equivalente a los intereses, mientras que el precio de venta prometido, que se paga al final del plazo, sería el equivalente al capital de un crédito. Debe destacarse que en el *leasing* habitacional, el ahorro previo, de aproximadamente 5% del valor de la vivienda, es menor que el exigido en esquemas tradicionales de postulación al subsidio habitacional.²⁰ El ahorrador voluntario se convierte en ahorrador metódico cuando tiene acumulado dicho porcentaje y una vez que la sociedad inmobiliaria le ha otorgado un contrato de arrendamiento con promesa de compraventa.

3. Evolución del mercado e impacto de los instrumentos

La implementación de una política habitacional con los instrumentos de financiamiento antes explicados ha permitido, particularmente durante los últimos 18 años, un sostenido aumento en el número de soluciones habitacionales (véase gráfico 6), salvo la caída registrada en los últimos cuatro años a partir de la crisis financiera internacional de 1997 que obligó a algunos ajustes macroeconómicos con incidencia en el sector habitacional. El número de viviendas construidas creció de 79 000 en 1990 a casi 143 000 unidades en 1996, con un promedio anual durante los años noventa de 116 500 viviendas. Teniendo en cuenta que las necesidades anuales son alrededor de unas 90 000 unidades —considerando la formación de nuevos hogares y las viviendas obsoletas— durante dicho período se comenzó a reducir el déficit habitacional acumulado.

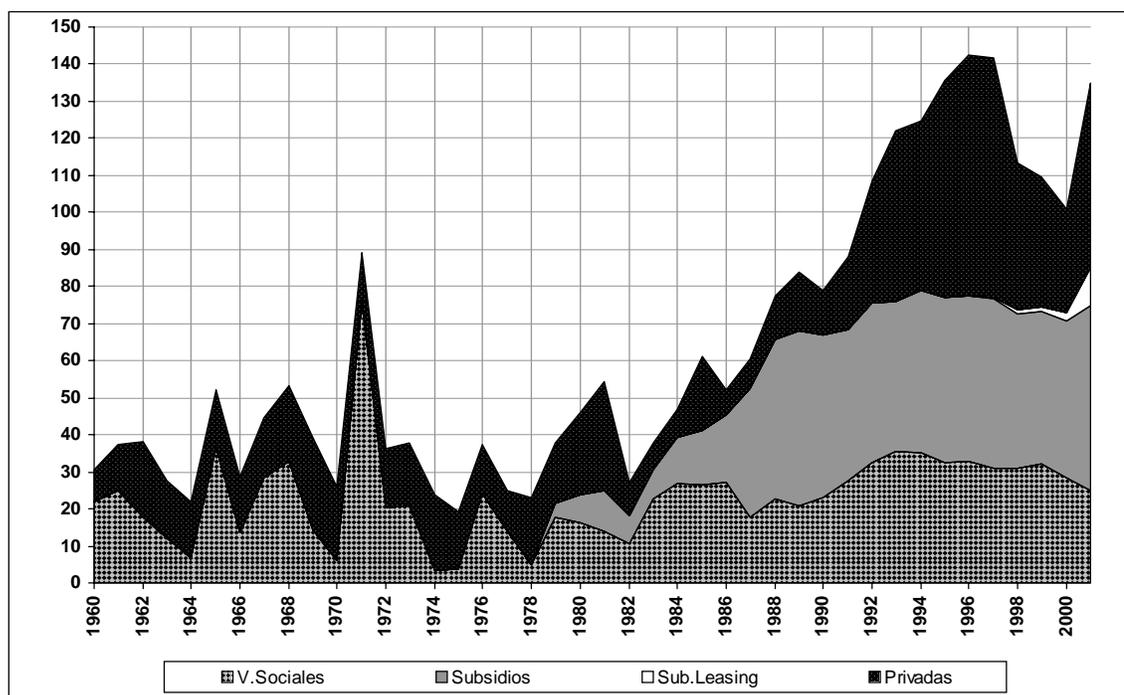
En dicho comportamiento, destaca la evolución del número de viviendas producidas exclusivamente con esquemas privados de mercado: mientras que en 1990 este rubro daba cuenta del 15% de la producción total, en 1997 llegó a representar el 45% del total, con una baja hacia 2000 hasta el 28%, como producto de la retracción de la inversión privada. Sin embargo, pese a los postulados orientados al mercado de la política habitacional chilena, la participación del Estado en los logros de dicha política resulta altamente decisiva: casi dos tercios de las viviendas que se producen tienen el apoyo del Estado, sea mediante la contratación de su construcción o el otorgamiento de los subsidios directos. Esta participación del apoyo estatal se ubica en un rango que va desde el 8 al 10% del precio de las viviendas para los sectores de ingresos medios hasta un 94% del valor de las soluciones habitacionales para los sectores de extrema pobreza. En términos del gráfico 6, de manera muy aproximada, las “viviendas sociales” son las soluciones para familias con nula capacidad de endeudamiento; “subsidios” y “subsidios *leasing*” son las soluciones para familias con cierta capacidad de endeudamiento; y “privadas” son las soluciones íntegramente de mercado.

¹⁹ Asimismo, el Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU) habilitó estas cuentas para constituir el ahorro exigido para postular al subsidio habitacional directo en cualquiera de sus modalidades.

²⁰ Dicha cuota inicial del 5% no es una exigencia legal en el *leasing* habitacional, pero en la práctica hace que los aportes mensuales sean menores y, por ende, facilita el acceso a la vivienda.

Gráfico 6
CHILE: EVOLUCIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN HABITACIONAL, 1960-2000

(Miles de viviendas)



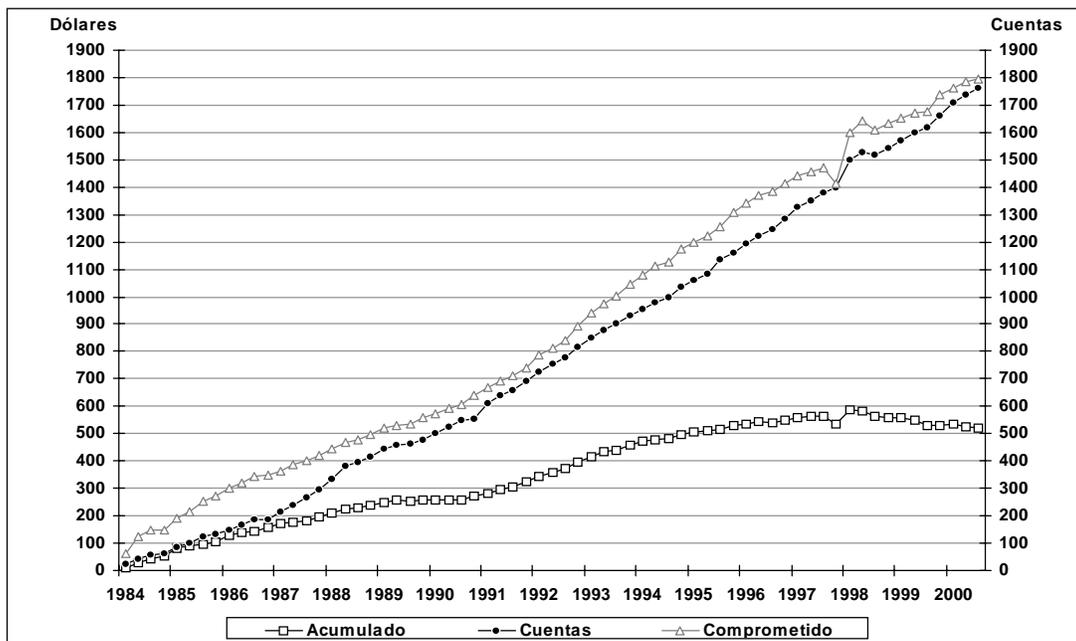
Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Cámara Chilena de la Construcción, Santiago de Chile, varios años.

En este proceso, también destaca el importante rol de los subsidios habitacionales directos como estímulo para la formación de ahorros destinados a la vivienda canalizados a través del sistema financiero formal. Dado que el ahorro previo es un requisito indispensable para postular a dichos subsidios, durante el decenio de los noventa se observa un notable aumento no sólo del número de cuentas de ahorro para la vivienda en el sistema financiero, sino también un significativo incremento real del ahorro acumulado y del ahorro pactado (véase gráfico 7). En efecto, en 2000 existía un total de casi 1.8 millones de cuentas —más del triple de las existentes a inicios de los años noventa— con un monto acumulado equivalente a \$US 519 millones y un monto pactado de \$US 1 797 millones. Más aún, este mecanismo ha constituido una poderosa herramienta para estimular la formación de ahorros de bajo monto, es decir, cuentas con saldos promedios de \$US 295 según el ahorro acumulado y de \$US 1 020 según el ahorro pactado, los cuales están típicamente asociados a familias de menores ingresos.

Frente a estos importantes logros en términos de número de soluciones habitacionales producidas, creciente participación del sector privado y formación de ahorros financieros particularmente de bajo monto, las familias de menores ingresos han tenido un limitado acceso a las viviendas producidas por el sector privado así como a las opciones de crédito para vivienda ofrecidas en el mercado (Rojas y Greene, 1995). En tal situación, el Estado ha actuado en la práctica como un activo prestamista hipotecario para los segmentos de menores ingresos que calificaban para el Programa de Viviendas Básicas del MINVU. El desempeño en este sentido es calificado altamente insatisfactorio (Pardo, 1998 y Rojas, 1999). Un crédito típico de esta índole asciende a \$US 2 400 a 20 años plazo con una tasa de interés real del 8% anual, por debajo de la tasa de la banca múltiple. El problema aquí no sólo radica en que existe un subsidio adicional oculto en cada uno de estos créditos, estimándose que éste alcanza a casi el 45% del monto

financiado (Almarza, 2000); sino que la cartera hipotecaria del MINVU sufre de severa morosidad: aun después de muchas renegociaciones, más del 60% de los créditos se encuentra con más de tres cuotas impagas, y la morosidad explica prácticamente tres cuartas partes del subsidio oculto.

Gráfico 7
CHILE: EVOLUCIÓN DEL AHORRO PARA VIVIENDA, 1984-2000
 (Millones de dólares de diciembre-2000 versus miles de cuentas)

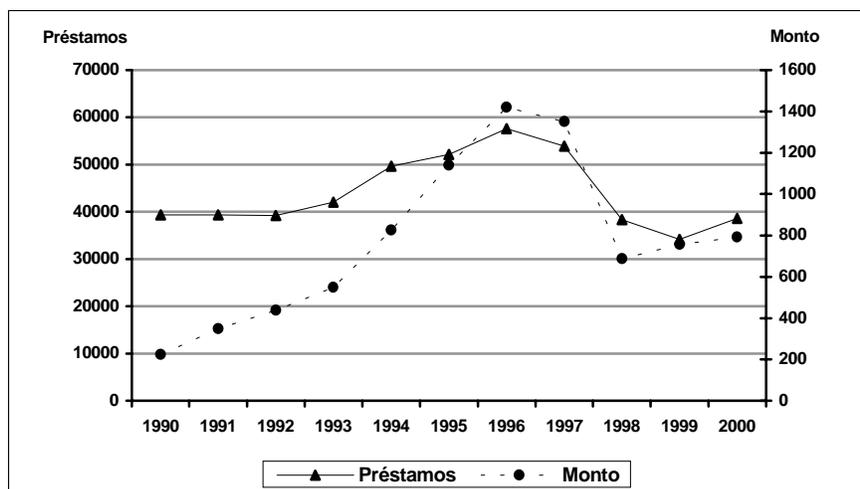


Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Cámara Chilena de la Construcción, Santiago de Chile, varios años.

Si bien es cierto que el Estado concede estos créditos a familias que no son elegibles para el sistema financiero, la principal causa de esta elevada morosidad parece ser una de peligro moral (*moral hazard*); es decir, prevalecería entre los prestatarios una percepción que los créditos otorgados por el Estado no necesitan ser pagados. Esta percepción es incluso reforzada no sólo por múltiples condonaciones aprobadas sino también por la renuencia de las autoridades estatales a ejercer medidas judiciales para el cobro de estos créditos, básicamente por consideraciones de índole política. A la larga, al menos en este ámbito, se ha formado y reforzado una “cultura del no pago”, que resulta, además, nociva para ayudar a que estas familias puedan eventualmente alcanzar elegibilidad crediticia ante las instituciones del sistema financiero.

Las opciones de crédito hipotecario para los segmentos con mayor capacidad de pago han tenido un comportamiento mucho más auspicioso. El sistema de LCH es un claro ejemplo, que ha alcanzado madurez y una amplia aceptación en el mercado: a diciembre del año 2000, el stock de créditos para vivienda en LCH era de más de 491 mil préstamos con un saldo vigente equivalente a \$US 5 684 millones, como producto de un sostenido crecimiento del número y el valor de colocaciones anuales durante gran parte del decenio de los noventa, el cual se ha visto resentido en los últimos años (véase gráfico 8). En el año 2000, el número de préstamos en esta modalidad bordeó los 39 mil créditos por un valor de \$US 791 millones anuales.

Gráfico 8
CHILE: CRÉDITOS ANUALES PARA
VIVIENDA CON LETRAS DE CRÉDITO HIPOTECARIO (LCH)
(Números de préstamos versus monto en millones de dólares)



Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Santiago de Chile, varios años.

Este importante desarrollo debe atribuirse esencialmente a dos factores. Por un lado, a la vigencia de un sistema de indización que ha facilitado el desarrollo de mecanismos de financiamiento de largo plazo. Por otro lado, la reforma previsional implementada a partir de 1981 ofreció la posibilidad de contar con ahorros internos de largo plazo y terminó complementándose con el sistema de financiamiento para la vivienda. A marzo de 2001, los fondos de pensiones en Chile ascendían a \$US 35 750 millones, equivalentes a más del 50% del producto interno bruto del país; más aún, se proyecta que hacia 2005, dichos fondos lleguen a \$US 58 000 millones (Macías, 2001). Para estos fondos de pensiones, las LCH representan alrededor de 13.9%, unos \$US 4 973 millones, de su cartera de inversiones. Las compañías de seguros de vida también son importantes adquirientes de LCH: a marzo de 2001, un 23.4% de los recursos administrados por dichas compañías, es decir, \$US 2 768 millones estaba invertido en LCH. En suma, las LCH constituyen un instrumento que ha permitido establecer un importante vínculo entre los recursos financieros de largo plazo disponibles en el mercado de capitales chileno y el financiamiento de la vivienda para la población con capacidad de pago.

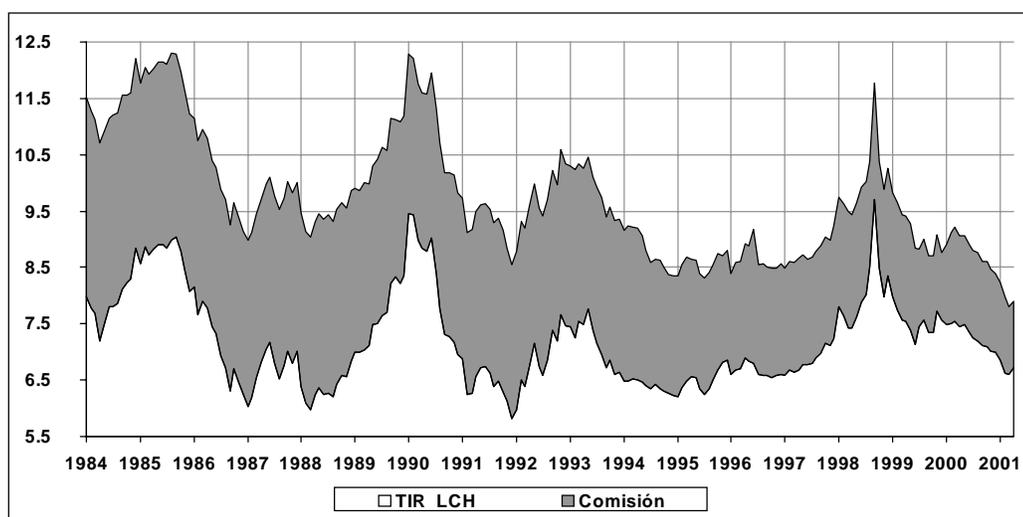
Durante el decenio de los noventa, la comisión cobrada por los bancos emisores de LCH ha disminuido desde casi 3% aproximadamente a inicios de los años noventa a alrededor de 1.2 a 1.5% en los primeros meses de 2001 (véase gráfico 9). Este menor margen de intermediación es producto de una mayor competencia en el mercado de créditos hipotecarios, economías de escala derivadas de un mayor número y volumen de operaciones de financiamiento, la introducción de los MHE como otra alternativa para la originación de hipotecas, una mayor eficiencia operativa de la banca, y una cartera de mejor calidad (Pardo, 1998). Empero, la tasa de interés de las LCH demandada por el mercado ha tenido un comportamiento más errático, lo cual ha impedido trasladar a los prestatarios en mayor medida el beneficio de la reducción de las comisiones de los bancos.

El mercado de MHE es de menor envergadura relativa respecto del mercado de LCH, pero también ha registrado una creciente penetración en el mercado de financiamiento hipotecario para la vivienda en Chile. En efecto, en los primeros cuatro años de vigencia de este instrumento (1988-1991) las sociedades mutuarías originaron un promedio anual de 456 créditos con MHE, en

1992-1994 dicho promedio aumentó a 1 365 operaciones y entre 1995 y 2000 el promedio anual subió hasta 4 216 créditos. Como resultado, entre junio de 2000 y mayo de 2001, los MHE otorgados tanto por los bancos como por las sociedades mutuarías representaban el 10% del mercado hipotecario chileno.²¹ Desde 1988 hasta agosto de 2001, las colocaciones acumuladas en MHE a cargo de las mutuarías solamente ascienden a UF 52.7 millones (unos \$US 1 255 millones al valor en dólares de la UF en agosto de 2001) (Varela, 2001).²² Este instrumento se utiliza activamente para el financiamiento de viviendas de mayor valor.²³ Para el deudor, tiene la ventaja que recibe el préstamo en dinero efectivo y, por ende, no es necesario vender ningún instrumento en el mercado. Para los originadores tiene la ventaja de ser un instrumento fácilmente cedible, con lo cual obtienen liquidez para el otorgamiento de nuevos créditos.²⁴ En efecto, las compañías de seguros de vida son activos demandantes de estos instrumentos: hacia marzo de 2001 estas compañías mantenían una inversión de \$US 1 219 millones en MHE, la cual representaba el 10.3% de su cartera de inversión. Las compañías de seguros también pueden adquirir MHE por la vía de la securitización de éstos, la cual está llamada a brindar una mayor liquidez a este instrumento.²⁵

Gráfico 9
CHILE: COSTO DE LOS CRÉDITOS PARA VIVIENDA
CON LETRAS DE CRÉDITO HIPOTECARIO (LCH), 1984-2001

(En porcentajes)



Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Cámara Chilena de la Construcción, Santiago de Chile, varios años.

²¹ Si se considera solamente el mercado privado sin subsidio (es decir, se excluyen las colocaciones de los bancos: del Estado, del Desarrollo y BHIF, que operan principalmente con créditos que complementan los subsidios), la participación de las operaciones con Mutuos Hipotecarios Endosables (MHE) en el mercado hipotecario chileno ascendían, en el mismo período a 27%.

²² Si se agregan los MHE originados por los bancos, el mercado de MHE registra colocaciones por aproximadamente \$US 2 900 millones.

²³ El valor promedio de las colocaciones acumuladas de MHE a cargo de las mutuarías asciende a UF 1 551 (\$US 37 000 a julio de 2001).

²⁴ Según información de la Superintendencia de Valores y Seguros, a agosto de 2001 las mutuarías registraban endosos acumulados desde 1988 de MHE por UF 51 millones (es decir, 96.7% del total de colocaciones acumuladas). Teóricamente, la porción no endosada (3.3% de las colocaciones acumuladas) sería el *stock* en la cartera de las mutuarías. Sin embargo, existe un porcentaje no conocido que ha muerto antes de ser endosado (es decir, créditos que fueron prepagados antes de ser endosados), razón por la cual la cifra real de MHE mantenidos por las mutuarías es mucho más baja (quizá no más del 1%). En realidad, dada el bajo nivel de capital requerido para las mutuarías, éstas no tendrían el respaldo suficiente para mantener en cartera un alto volumen de los créditos otorgados en MHE.

²⁵ De hecho, un buen número de operaciones de securitización concretadas en Chile ha tenido como activo subyacente los MHE. Este tema se analizará en detalle en el siguiente capítulo.

El mercado objetivo del *leasing* habitacional está constituido por aquellas familias que si bien pueden pagar un alquiler, no están en capacidad de conformar una cuota inicial del 20 al 25% del valor de la vivienda como es usual en un crédito hipotecario. En la práctica, el ingreso promedio de las familias que han utilizado este mecanismo es del orden de \$US 1 000 y el valor promedio de la vivienda es de \$US 18 000 y 19 000 con y sin subsidio, respectivamente (véase cuadro 1), es decir familias con cierta capacidad de endeudamiento. A agosto de 2001 se habían concretado 5 601 contratos de *leasing* habitacional, de los cuales el 81% había operado con subsidio y casi dos tercios habían servido para la adquisición de viviendas nuevas. Estas operaciones habían comprometido recursos financieros por casi \$US 115 millones, de los cuales el 7.8% era el aporte inicial de los arrendatarios, el 11.2% representaba el valor actual del subsidio diferido del Estado²⁶ y el 81% era la inversión de las sociedades inmobiliarias. Aunque esta opción de financiamiento es más cara que el sistema de LCH, tiene la ventaja de requerir un ahorro previo apreciablemente inferior, lo cual resulta relevante para determinados segmentos de la población. Además, la industria de contratos de *leasing* habitacional aportará un activo propicio para la securitización, como ya es el caso.

Cuadro 1
CHILE: ESTADÍSTICAS DEL SISTEMA DE LEASING HABITACIONAL, AGOSTO 2001

Concepto	Subsidio		Total
	Con	Sin	
Contratos (número)	4 544	1 057	5 601
- Viviendas nuevas	3 007	635	3 642
- Viviendas usadas	1 537	422	1 959
Financiamiento (miles de \$US)			
- Aporte inicial	6 723	2 222	8 945
- Sociedades inmobiliarias	75 249	17 693	92 942
- Subsidio diferido	12 794	-	12 794
Precio de las viviendas (\$US)			
- Total (miles de \$US)	81 972	19 915	101 887
- Promedio (\$US)	18 040	18 841	18 183
Cuentas de ahorro (número)			238 987
Fondo acumulado (miles de US\$)			139 087
Promedio por ahorrante (US\$)			582
Rentabilidad real (%)			
- Enero-diciembre 2000			8.32
- Septiembre 2000-agosto 2001 (último año)			6.90

Fuente: Sobre la base de información actualizada del Ministerio de Vivienda y Urbanismo del Gobierno de Chile, agosto de 2001.

El desarrollo del *leasing* habitacional también ha tenido un importante correlato con la formación de ahorros orientados a la vivienda. Actualmente existen cinco administradoras de fondos para la vivienda, las cuales, a agosto de 2001, manejaban casi 239 mil cuentas con un fondo acumulado de más de \$US 139 millones, es decir con un ahorro promedio del orden de \$US 582. La rentabilidad de estas cuentas se compone de la ganancia de las inversiones del fondo menos las comisiones que cobran las instituciones recaudadoras a los ahorradores. Las modalidades de cobro de las comisiones son muy flexibles, pero en general, la comisión equivale al 1% anual sobre el saldo promedio de los fondos del ahorrador, valor que se devenga y carga en la cuenta mensualmente (Villegas, 1999). La rentabilidad real correspondiente al año 2000 ascendió a 8.3% anual, aunque fue menor, 6.9%, en el año transcurrido desde septiembre de 2000 hasta agosto de 2001. La rentabilidad para los ahorradores de estas cuentas —deducidas las comisiones— ha superado el de las cuentas de ahorro para la vivienda tradicionales.

²⁶ En el *leasing* habitacional, el subsidio estatal se paga en forma diferida; por ejemplo, si el contrato es a 20 años plazo o 240 cuotas, el subsidio se paga en igual número de cuotas.

En suma, existe un amplio espectro de alternativas de financiamiento para la vivienda en Chile. Aquellas orientadas a atender la demanda de los sectores de menores ingresos, tienen como componente básico un subsidio estatal explícito que ha probado ser eficaz para alcanzar un volumen de soluciones habitacionales capaz de revertir el crecimiento del déficit habitacional acumulado así como motivar la formación de ahorros financieros de bajo monto. Hace algunos años se introdujo la neutralidad del subsidio directo, es decir, éste puede servir para adquirir tanto una vivienda nueva como usada, y también se han adelantado esfuerzos para promover la denominada movilidad habitacional (Santelices, 2001).²⁷ Sin embargo, no se ha logrado calzar la demanda por financiamiento de los grupos de menores ingresos con la oferta privada de financiamiento. Frente a ello, la intervención del Estado como prestamista hipotecario ha dado pobres resultados al conllevar importantes subsidios ocultos que han perjudicado la focalización de los recursos fiscales en la atención de los sectores más pobres.

Existen actualmente iniciativas oficiales para modificar esta situación. Con miras a mejorar la focalización hacia los más pobres, las autoridades gubernamentales se han propuesto reformular sus actuales programas habitacionales, cuya aplicación se iniciaría en 2002. En este sentido, se tiene previsto simplificar los sistemas de subsidios, contemplándose una solución autosuficiente que consiste en ahorro y subsidio directo solamente (sin endeudamiento) que estará dirigida a la población indigente y pobres no sujetos de crédito. También se pretende traspasar la función crediticia del Estado para viviendas sociales al sector privado. Así, para la población pobre con cierta capacidad de endeudamiento, el MINVU, además de otorgar un subsidio directo a la demanda, proporcionará, para incentivar al sistema financiero a proveer créditos de largo plazo a este segmento de la población, un subsidio para financiar los costos fijos asociados con el otorgamiento y la administración de cualquier crédito hipotecario, que representan un alto porcentaje en los créditos de bajo monto. Otro incentivo es el seguro de remate, por el cual el Estado asegura el 100% de la deuda impaga menos el valor del remate. Finalmente, para los sectores medios, la intervención del Estado se restringirá a otorgar subsidios directos, simplificando los programas existentes en la medida de lo posible.

C. El caso de Colombia

1. Base institucional

En Colombia, la Ley N° 546 de 1999 creó el Consejo Superior de Vivienda como organismo asesor del gobierno nacional en aspectos relacionados con la vivienda. Por su parte, el Ministerio de Desarrollo Económico tiene la responsabilidad de diseñar e implementar la política de vivienda, en particular la de interés social, y de desarrollo urbano. A través del Instituto Nacional de Vivienda de Interés Social y Desarrollo Urbano (INURBE), entidad pública adscrito a él, implementa la política de vivienda de interés social y administra el régimen de subsidios directos a la demanda, denominado Subsidio Familiar de Vivienda, destinados a la adquisición de vivienda para los estratos de menores ingresos.²⁸

En el esquema del Subsidio Familiar de Vivienda, el crédito hipotecario desempeña un papel complementario y es utilizado generalmente por los hogares con ingresos entre dos y cuatro salarios mínimos (\$US 245 y 490). Las familias postulantes al subsidio deben ahorrar, mediante el

²⁷ La movilidad habitacional permite al propietario de una vivienda social adquirida con financiamiento total o parcial del Estado venderla para comprar otra nueva o usada de mayor valor.

²⁸ Existen otras entidades públicas cuya actuación tiene influencia sobre el desarrollo de la política habitacional y el financiamiento de la vivienda, entre ellas el Ministerio de Hacienda y sus organismos adscritos como son la Superintendencia Bancaria y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN), el Banco de la República (banco central) y el Departamento Nacional de Planeación, que formula los planes y programas generales de desarrollo económico y social.

sistema de ahorro programado, al menos el 10% del valor de la vivienda en las llamadas Cuentas de Ahorro para la Vivienda.

En el ámbito de las instituciones públicas de financiamiento de la vivienda, el Fondo Nacional del Ahorro (FNA), entidad con más de 30 años de funcionamiento y adscrita al Ministerio de Desarrollo Económico, tiene como objetivo básico administrar las cesantías de los empleados del sector público —un ahorro forzoso para cubrir eventuales tiempos de desempleo— para el otorgamiento de créditos para vivienda para sus afiliados. A partir de 1998, el FNA puede otorgar créditos para educación y quedó facultado para conceder créditos para vivienda a empleados del sector privado que deseen consignar sus cesantías en el Fondo. Hoy día el FNA cuenta con cerca de 300 mil afiliados, aún en su mayoría trabajadores del sector estatal.

En el ámbito de las instituciones privadas que participan en el financiamiento de la vivienda, destacan los bancos comerciales, pues ya no existe más una banca especializada en el financiamiento habitacional que estaba conformada por las antiguas corporaciones de ahorro y vivienda; actualmente, 13 bancos nacionales y seis bancos extranjeros mantienen carteras de crédito para vivienda. Otros actores importantes son las cajas de compensación familiar, que son entidades que administran aportes a cargo de los empleadores por el equivalente al 4% de las remuneraciones de sus empleados con el objeto de otorgar créditos para diversos propósitos, entre ellos la construcción y adquisición de vivienda. También están autorizados a captar ahorros de éstos, y participan activamente en la aplicación de los subsidios en las zonas urbanas.

2. Características de los instrumentos de crédito

a) Créditos en el ámbito de la Ley de Vivienda de 1999

La Ley de Vivienda (Ley N° 546) de 1999 creó un sistema especializado para el financiamiento de vivienda individual a largo plazo, en reemplazo del Sistema Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC) que estuvo vigente desde 1972. Dicha ley creó la Unidad de Valor Real (UVR), unidad de cuenta cuyo valor en pesos se actualiza con la variación del índice de precios al consumidor. El Banco de la República (banco central) es el encargado de calcular y divulgar mensualmente el valor en pesos de la UVR para cada uno de los días del período.²⁹ La mencionada ley dispuso, a partir de su vigencia, un plazo de 36 meses para que las corporaciones de ahorro y vivienda existentes entonces se conviertan en bancos comerciales.³⁰ Además de la tradicional captación de ahorros del público como fuente de recursos para el financiamiento de la vivienda, la citada ley se orienta a promover la utilización de otros instrumentos de captación vinculados al mercado de capitales, tales como los bonos hipotecarios y las titularizaciones de hipotecas.

La ley prevé que el gobierno nacional, a través de FOGAFIN, otorgue garantías para los bonos hipotecarios para financiar Viviendas de Interés Social (VIS), es decir, aquellas con un valor máximo de 135 salarios mínimos (unos \$US 16 600), subsidiable y para los bonos titularizados con respaldo de cartera VIS subsidiable. La ley dispone que las entidades financieras deben destinar anualmente, durante los cinco años siguientes a la vigencia de la ley, como mínimo el 25% del incremento de la cartera bruta de vivienda a créditos para VIS.

Según la ley, un crédito de vivienda individual a largo plazo es aquel otorgado a personas naturales orientado a financiar la compra de vivienda nueva o usada o la construcción de una unidad habitacional. El crédito también puede destinarse al mejoramiento de VIS. Se requiere de garantía hipotecaria en primer grado sobre el bien que se va a adquirir. Es obligatoria la contratación de un seguro contra daños físicos del inmueble a hipotecar y de un seguro de vida del

²⁹ Con el objeto de determinar que la tasa de interés efectiva cobrada durante cada período para los créditos en Unidad de Valor Real (UVR) no sobrepase la tasa de usura, el Decreto N° 234 de 2000 señala que la UVR se reajustará con la inflación ocurrida durante el año, es decir, de los 12 meses inmediatamente anteriores a cada período, y no con variaciones de cada mes anualizadas.

³⁰ Empero, el proceso de conversión de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) en bancos comenzó antes de la vigencia de la ley.

deudor. Los créditos de vivienda individual a largo plazo pueden otorgarse a través de líneas de crédito denominadas en UVR o también a través de líneas denominadas en moneda legal (pesos), siempre y cuando se otorguen a una tasa de interés fija durante todo el plazo del préstamo, se acepten prepagos totales o parciales en cualquier momento sin penalidad alguna y los sistemas de amortización no contemplen capitalización de intereses. La Superintendencia Bancaria autorizó los únicos sistemas de amortización que a partir del 15 de septiembre de 2000 pueden ser utilizados por las instituciones que otorgan créditos para vivienda. Dichos sistemas de amortización debían aplicarse tanto para los créditos que se encontraba vigentes a tal fecha como para aquellos que se otorguen en adelante.

La entidad financiera sólo podrá cobrar intereses a partir del momento en el que se hace el desembolso sobre los saldos vigentes de capital. En los créditos en UVR existe un tope máximo a la tasa de interés efectiva anual que asciende a 13.92% y 11% más la variación mensual de la UVR anualizada para los créditos de vivienda individual a largo plazo (no VIS) y para los créditos para VIS, respectivamente. En los créditos en pesos también rigen dichos topes máximos a los que se agrega la variación de la UVR en los últimos 12 meses.³¹ El monto a financiar no podrá exceder el 70% del valor del inmueble³² y el 80% tratándose de créditos para VIS. El plazo de amortización puede ser de cinco hasta 30 años, según elección y capacidad de pago del deudor. La primera cuota del préstamo no podrá ser superior al 30% de los ingresos familiares. Los créditos pueden prepagarse total o parcialmente sin castigo; en caso de prepago parcial, el deudor puede elegir si el monto abonado disminuye el valor de la cuota o el plazo de la obligación.

b) Créditos en el ámbito del Fondo Nacional del Ahorro (FNA)

Los créditos del FNA pueden tener los siguientes destinos: compra de lote y/o construcción de vivienda; compra de vivienda en programas especiales; compra de vivienda usada; y liberación de gravamen hipotecario. El FNA utiliza esquemas de financiamiento solidarios que con el respaldo de recursos de bajo costo, permitan a sus afiliados acceder a créditos hipotecarios en condiciones más favorables que otras alternativas disponibles en el mercado. En tal sentido, las cesantías (ahorros de los trabajadores) depositadas en el FNA reciben como retribución el ajuste por inflación, lo cual permite mantenerles su poder adquisitivo y otorgar créditos a una tasa de interés real que oscila entre el 0 y 10%, dependiendo de la capacidad de pago del afiliado. La cuota mensual de los créditos no puede superar el 30% de la remuneración del afiliado, y es reajustada anualmente según la inflación.

Considerando como fuentes de amortización tanto la cuota mensual de los créditos como la pignoración de las cesantías que se causen a partir del crédito, éste se cancela en un tiempo aproximado de 10 años. Para la asignación de los créditos se emplea un esquema de puntaje, de público conocimiento, que reconoce factores tales como antigüedad, cargas familiares, haber tenido o no crédito hipotecario con el FNA, entre otros. Actualmente, el tiempo mínimo de espera es de cuatro años y el promedio se ubica en cerca de cinco años. El monto máximo del crédito no puede superar el 70% del valor comercial del inmueble y las cuotas mensuales son descontadas por planilla.

3. Evolución del mercado e impacto de los instrumentos

El mercado de financiamiento de la vivienda en Colombia ha enfrentado cambios muy significativos a partir del inicio del decenio de los noventa. Hasta entonces, el financiamiento de vivienda se sustentó en un sistema de banca especializada —el mencionado Sistema UPAC— que a

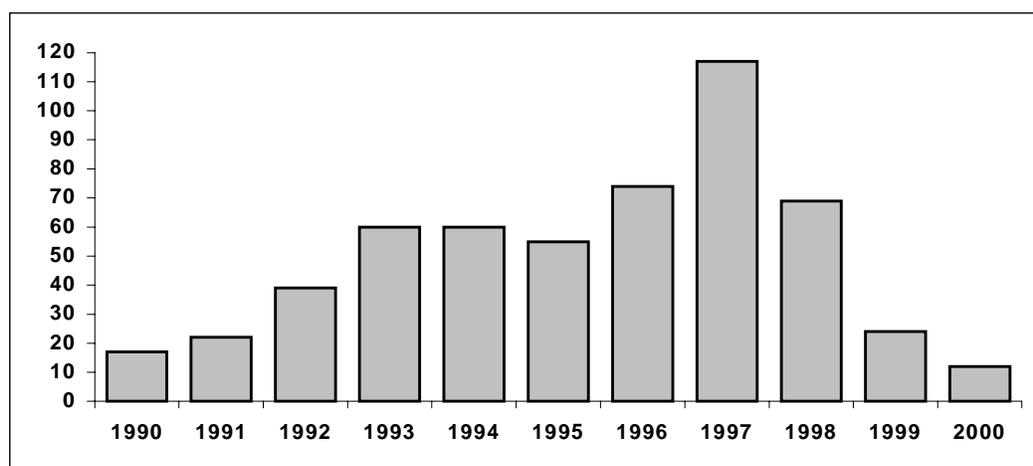
³¹ Se ha establecido que la información que se suministre a los prestatarios, tanto al momento de la celebración del contrato como la que se registre en los correspondientes extractos o cuentas de cobro, deberá expresarse en términos de interés efectivo anual.

³² El valor del inmueble estará determinado por el precio de compra o por un avalúo que se haya llevado a cabo dentro de los seis meses anteriores al otorgamiento del crédito.

base de una serie de privilegios (Gómez, 1998), podía captar y colocar recursos a tasas de interés controladas e inferiores a las del mercado, debido a que la corrección monetaria siempre estuvo por debajo de la inflación,³³ y otorgar créditos de largo plazo con recursos captados a la vista. El Sistema UPAC generó varios efectos favorables en la economía colombiana: constituyó un importante generador de empleo,³⁴ estimuló el ahorro financiero,³⁵ incrementó la construcción formal con participación del sector privado,³⁶ y amplió el acceso al crédito para vivienda. Durante 27 años de existencia, el Sistema UPAC originó 1.5 millones de créditos y al momento de su desaparición existían cerca de 800 mil créditos vigentes por un valor aproximado de \$US 6 900 millones. De dicho total, el 23% era explicado por la cartera de vivienda de interés social (Forero, 2001).

La reforma financiera impulsada por ley de 1990 puso fin a este esquema de banca especializada y dio cabida a la vigencia de la multibanca. En este nuevo esquema, el crédito hipotecario registró una trayectoria ascendente: mientras que en 1990 se desembolsaron 16 667 créditos (tanto individuales para adquisición cuanto para constructores), en 1997 esta cifra se elevó hasta un total de 117 412 créditos (véase gráfico 10). Pese a que la tasa de interés a la cual se otorgaba pasó a superar ampliamente la tasa de captación del mercado (véase gráfico 11), este resultado se dio debido a la vigencia de un entorno macroeconómico favorable (es decir, crecimiento económico, exceso de liquidez, auge crediticio, etc.) que indujo a un *boom* en los precios de los activos inmobiliarios.

Gráfico 10
COLOMBIA: EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS, 1990-2000
(En miles de unidades)



Fuente: Sobre la base de información actualizada del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV), Bogotá, varios años.

³³ La corrección monetaria constituía el elemento central de este sistema, pero su fórmula de cálculo sufrió modificaciones sucesivas que hicieron que el peso de la inflación se redujera hasta desaparecer.

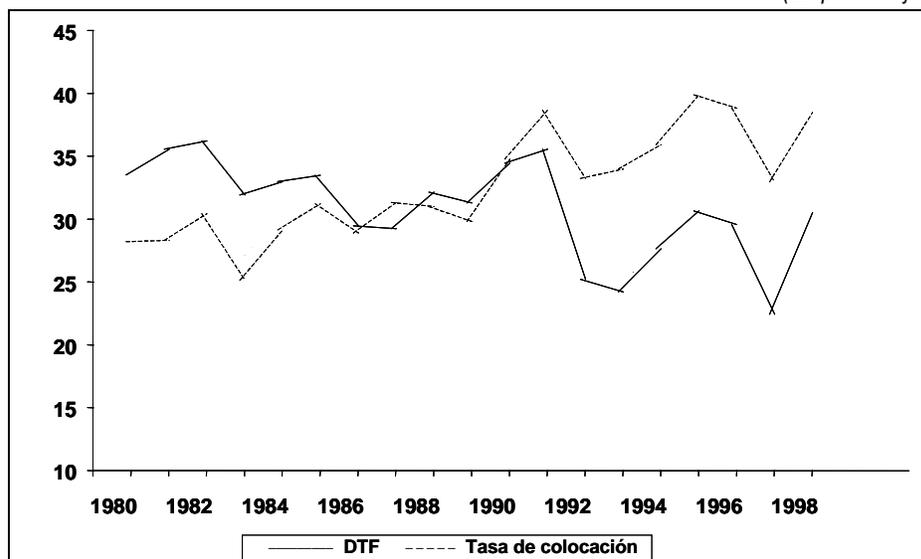
³⁴ Según estimaciones de la Cámara Colombiana de la Construcción, en 1972 la actividad edificadora generaba 111 mil empleos directos; 10 años después, en 1982, esta cifra se elevó a 206 mil, y en 1995, como resultado del auge de la construcción, el número llegó a 395 mil empleos, con una participación de 8% dentro del empleo total en las principales siete ciudades del país.

³⁵ La proporción de M3+bonos sobre el PIB pasó de un 24% en 1972 a un máximo de 48% en 1997. El mayor aumento se presentó en el cuasidinerero, que pasó de representar el 14% del ahorro financiero en 1972 al 70% en 1999.

³⁶ En los 27 años de existencia del Sistema Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC) se construyeron cerca de 1.4 millones de viviendas, y el déficit de hogares bajó de 2 millones en 1973 a 1.1 millones en 1993, según la encuesta nacional de hogares del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) de Colombia.

Gráfico 11

COLOMBIA: TASA EFECTIVA PROMEDIO ANUAL DE COLOCACIÓN Y TASA DEL DEPÓSITO A TÉRMINO FIJO (DTF), 1980-1998
(En porcentajes)



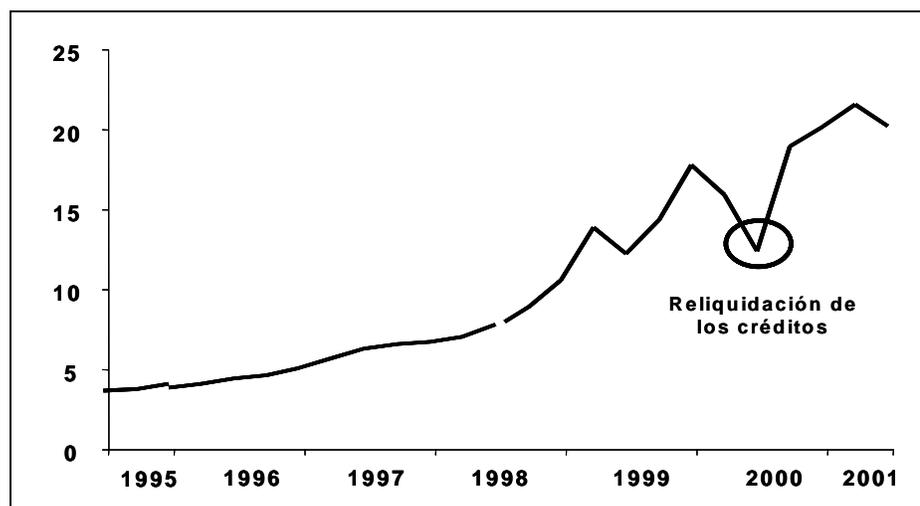
Fuente: Sobre la base de información actualizada del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV), Bogotá, varios años.

Si bien la reforma eliminó muchos de los controles estatales existentes, desde el punto de vista del crédito para vivienda produjo una mayor exposición de la cartera hipotecaria a las fluctuaciones de las variables económicas (es decir, inflación, tasas de interés, desempleo, valorización de inmuebles, etc.), lo cual se reflejó claramente con la crisis en 1998. Entonces, la economía colombiana entró en recesión y el desempleo y las tasas de interés aumentaron considerablemente, lo cual encontró a las familias (y empresas) sobreendeudadas e indujo la caída en los precios de los bienes inmobiliarios. Como resultado, se produce un marcado incremento de la cartera vencida —ésta se eleva de un 4% en 1995 hasta un 18% en 1999 y un 20% en 2000— (véase gráfico 12), y del número de bienes dados en pago —éste aumenta de 3 600 unidades en 1998 a 7 300 en 1999 y 12 600 en 2000— (Forero, 2001), lo cual erosiona severamente la estabilidad del sistema de financiamiento para la vivienda.

A partir de esta situación, el gobierno otorgó a cerca de 400 mil deudores créditos con recursos del FOGAFIN con una tasa de interés subsidiada, a fin disminuir la cuota mensual de sus créditos e impedir la pérdida de las viviendas por parte de los deudores morosos; asimismo, señaló que las instituciones financieras debían recibir aquellos inmuebles cuyo valor comercial sea menor que el valor de la deuda. Para cubrir la pérdida derivada de esta diferencia, el FOGAFIN otorgó créditos a las entidades financieras.

Posteriormente, ante una serie de demandas, la Corte Constitucional resolvió que el cálculo de la corrección monetaria se vinculara exclusivamente a la inflación, con lo cual la reliquidación de las deudas hipotecarias en función de ésta significó una reducción del saldo de la deuda del 15% en promedio (Cuéllar, 2001); y declaró inconstitucional e inconveniente la capitalización de intereses asociada a los créditos para vivienda. Estos fallos no sólo introdujeron incertidumbre jurídica al sistema de financiamiento de vivienda vigente hasta entonces sino que llevó a la extinción del Sistema UPAC.

Gráfico 12
COLOMBIA: CARTERA HIPOTECARIA VENCIDA PARA VIVIENDA, 1995-2001
 (En porcentajes)



Fuente: Sobre la base de información actualizada del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV), Bogotá, varios años.

A su vez, la implementación del nuevo Sistema UVR ha estado sujeta a determinados fallos de la Corte Constitucional. En primer lugar, la fijación de un tope máximo a la tasa de interés que pueden cobrar las instituciones financieras por los créditos para vivienda, debiendo ser dicha tasa la más baja de colocación del mercado. En segundo término, se dispuso que no podía autorizarse ningún sistema de amortización que no contemple el pago de capital desde la primera cuota y que los intereses sean cobrados sobre los saldos insolutos actualizados por la inflación.

Estas dos normas imponen limitaciones severas al desarrollo del sistema. En primer lugar, la adecuación de las deudas a la tasa tope ha significado una reducción del saldo del orden de cuatro puntos porcentuales adicionales a la reducción derivada de la reliquidación de las deudas en el caso de los créditos VIS y de dos puntos porcentuales adicionales en el caso de los créditos no VIS (Cuéllar, 2001). De cara al futuro, los topes a las tasas de interés activas rigen en un contexto en el cual las instituciones que otorgan créditos para vivienda deben captar recursos en competencia con el resto del sistema financiero; en otras palabras, se sientan las bases para un claro descalce de tasas entre activos y pasivos, lo que no ha podido ser superado con la utilización de instrumentos de captación en el mercado de capitales contemplados en la ley, debido a su escaso desarrollo a la fecha.

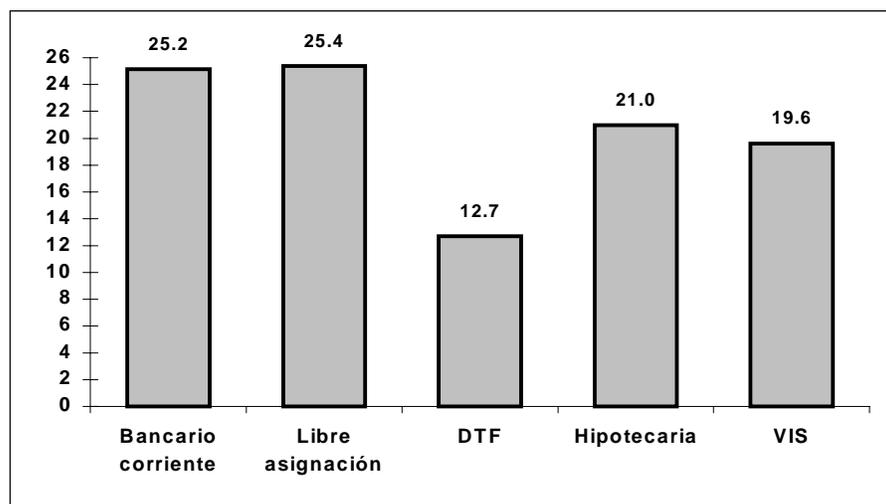
En consecuencia, se está en presencia de una distorsión importante: la tasa de interés activa de libre asignación del sistema financiero se ubica hoy día por encima de la tasa de interés para créditos de vivienda y más aún de la tasa de interés para créditos VIS, lo que deja en desventaja a éstos (véase gráfico 13). Como era de esperar, se verifica una tendencia a efectuar colocaciones en otro tipo de créditos (es decir, créditos de consumo) a tasas de interés libres (Cuéllar, 2001).³⁷ La otra medida de la Corte también contribuye a limitar la expansión del crédito hipotecario: siendo obligatorio que el deudor empiece a amortizar el capital desde la primera cuota, ello eleva dicha cuota lo cual dificulta y restringe el acceso de las familias con menor capacidad de pago al crédito de vivienda.

³⁷ En 2001 la cartera hipotecaria dentro de los activos de la banca hipotecaria sólo representa el 47%, mientras que tres años antes, en 1998, equivalía al 65%.

Gráfico 13

COLOMBIA: TASAS DE INTERÉS DE COLOCACIÓN, JUNIO 2001

(En porcentajes)



Fuente: Sobre la base de información actualizada del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV), Bogotá, varios años.

Notas: Tasa Del Depósito A Término Fijo (DTF); Viviendas de Interés Social (VIS).

Teniendo en cuenta los elementos antes expuestos, a partir de la crisis de 1998 se verifica una dramática caída de la actividad de financiamiento hipotecario: de un total de 117 412 créditos desembolsados en 1997, en 2000 apenas se registraron 11 538 créditos (véase nuevamente gráfico 10). Este resultado se ha dado como producto que el negocio hipotecario ha perdido atractivo: la captación de recursos se tornó más costosa y se redujo la rentabilidad de la cartera, cayendo la utilidad operativa de las instituciones hipotecarias. También se han producido cambios en las normas de regulación y supervisión bancaria, las cuales se han traducido en un aumento de provisiones y en mayores exigencias de capital (Cuéllar, 2001).

Adicionalmente, las decisiones de la Corte Constitucional (es decir, reliquidación de deudas, reducción de las tasas de interés para ajustarlas al tope máximo impuesto, cambio en la fórmula de corrección monetaria) han dado lugar a costos directos y disminución de ingresos que en conjunto representan un 73% del patrimonio de las entidades hipotecarias (Cuéllar, 2001). Esta cifra no incluye la obligación de recibir los bienes dados en pago por el valor del inmueble, con la condonación del saldo de la deuda, durante un año y medio. A ello se agregan algunos costos indirectos: la recuperación de cartera se hizo más difícil al suspender la Corte los juicios por un año, y por la existencia de demandas pendientes contra el sistema por deudas vigentes. Como puede verse en el gráfico 12, hoy día el alto riesgo crediticio se mantiene latente, pues la cartera vencida presenta el elevado nivel registrado durante la crisis extrema (20%), a pesar de la reliquidación de las deudas.

En suma, esta reducida rentabilidad del negocio hipotecario, en un escenario de incertidumbre jurídica aún vigente, deja margen para que las entidades de financiamiento hipotecario para la vivienda tiendan a moverse hacia otras actividades menos reguladas y más rentables. El repunte de la actividad crediticia de la banca hipotecaria dependerá en el futuro no sólo de dotarle de certeza jurídica a dicha actividad, sino también de las posibilidades de desarrollar los instrumentos de captación asociados con el mercado de capitales a fin de procurar fuentes de recursos menos costosas, alternativas más idóneas de transformación de plazos y un mejor manejo de los riesgos.

En el ínterin, a fin de compensar esta menguada actividad privada, el gobierno ha puesto especial énfasis en impulsar la vivienda de interés social, asignando cuantiosos recursos mediante el otorgamiento de subsidios directos a la demanda así como algunos estímulos tributarios. Cabe señalar que en 2000, del total de metros cuadrados licenciados, el 52% correspondió a VIS y del total de área licenciada para VIS el 87% estuvo amparada por subsidios (Cuéllar, 2001). Ahora bien, en la medida en que el crédito hipotecario se encuentre limitado, particularmente para las familias de menores ingresos con cierta capacidad de endeudamiento, ello puede debilitar el impacto de los subsidios directos al aumentar la proporción de subsidios asignados que nunca llegan a utilizarse debido a la incapacidad de los beneficiarios de acceder al crédito complementario requerido.

En este contexto, el FNA emergió en 2000 como la más importante entidad financiera de vivienda en el país. Según cifras oficiales del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE), el FNA dio cuenta del 36% del valor total de créditos para vivienda otorgados por todo el sistema hipotecario de Colombia y del 57% del total de créditos VIS. En función del número de préstamos, el FNA desembolsó el 32% del total de créditos para vivienda otorgados por todo el sistema financiero colombiano, incrementando en un 55% el número de créditos respecto de los otorgados en 1999. Adicionalmente, del total de la cartera hipotecaria del FNA, compuesta por 75 316 créditos por un valor de \$US 488 millones, el 84% corresponde a deudores con ingresos inferiores a cuatro salarios mínimos mensuales legales vigentes (\$US 490), (Ocampo, 2001), lo que muestra la preponderancia relativa en la atención de familias en escalas de ingresos menores.

Esta importante actividad crediticia del FNA ha estado acompañada de algunos indicadores de gestión favorables: la cartera castigada equivale a menos del 5% de la cartera total vigente, el costo operativo representa menos del 2% de los activos administrados, y su patrimonio ha crecido a tal punto que a fines de 2000 constituía la tercera entidad según patrimonio dentro de las instituciones del sector financiero colombiano. Sin duda, el hecho de contar con una captación de recursos de bajo costo (los ahorros forzosos de las cesantías están retribuidas por el ajuste por inflación solamente), ha contribuido a que el FNA sostenga un importante nivel de actividad de otorgamiento de créditos para vivienda de bajo costo en el contexto antes aludido.

D. El caso de Costa Rica

1. Base institucional

El Ministerio de Vivienda y Asentamientos Humanos (MIVAH), creado en 1979, es la instancia gubernamental encargada de delinear la política sectorial así como coordinar y orientar el desarrollo de los programas sectoriales. La creación del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda (SFNV) en 1986 consagra una estrategia para la atención del déficit habitacional en la cual el Estado asume la labor de erradicación de tugurios y la atención de las emergencias de vivienda generadas por desastres naturales, así como la atención de la vivienda de interés social. La implementación del SFNV procura organizar los esfuerzos de instituciones públicas y privadas y combinar fondos para el subsidio con recursos del mercado a fin de estimular el mercado de créditos habitacionales y el acceso a la vivienda para amplios sectores de la población.

El SFNV está integrado por el Banco Hipotecario de la Vivienda (BANHVI) y por las llamadas entidades autorizadas. El BANHVI es una entidad financiera pública que ejerce la función de ente rector del SFNV como banco de segundo piso. Por su parte, las entidades autorizadas tienen la función de conceder créditos de corto y largo plazos relacionados con vivienda, calificar a las familias para el otorgamiento de los subsidios habitacionales directos y supervisar los procesos

constructivos de los beneficiarios. Actualmente, operan como entidades autorizadas del SFNV las mutuales de ahorro y préstamo para la vivienda, algunos bancos tanto públicos como privados, un consorcio de cooperativas, una fundación privada, y algunos organismos públicos que participan en el financiamiento de viviendas. Las mutuales constituyen el mayor proveedor de financiamiento para vivienda dentro del sistema financiero, y no sólo realizan operaciones relacionadas con la vivienda de interés social en el ámbito del SFNV, sino también otorgan financiamiento a sectores de mayores ingresos.

La ley de creación del SFNV contempla la operación de dos fondos cuya administración está a cargo del BANHVI: por un lado, el Fondo de Subsidios para la Vivienda (FOSUVI); y por el otro, el Fondo Nacional para la Vivienda (FONAVI). Por disposición legal, el FOSUVI está constituido por el 3% del presupuesto de la República, y el 33% de los recursos que ingresan al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares (FODESAF), el cual, a su vez, se abastece con el 100% de los ingresos por el impuesto a las remuneraciones y el 20% de los ingresos por el impuesto a la ventas. En 2000, el FOSUVI recibió del FODESAF un total de 25 mil millones de colones (\$US 81 millones). Los recursos del FOSUVI se emplean para el otorgamiento del subsidio habitacional directo, denominado Bono Familiar de Vivienda (BFV), actualmente de carácter no reembolsable,³⁸ el cual opera como un complemento a la capacidad de compra o endeudamiento de las familias con ingresos iguales o inferiores a cuatro salarios mínimos de un obrero no especializado de la industria de la construcción.³⁹

Por su parte, los recursos del Fondo Nacional para la Vivienda (FONAVI) provienen del 25% de las inversiones transitorias del régimen de invalidez, vejez y muerte que realice la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS), además de las captaciones, donaciones y/o empréstitos que obtenga el BANHVI. En sus inicios, el FONAVI obtuvo una donación de \$US 50 millones de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (United States Agency for International Development (USAID)). Su objetivo es la consecución de recursos permanentes y de bajo costo posible para el financiamiento de programas habitacionales, para canalizarlos por medio del descuento de hipotecas originadas por las entidades autorizadas del SFNV, a fin de fortalecer su capacidad de financiamiento.

2. Características de los instrumentos de crédito

El SFNV establece programas diferenciados para atender las necesidades de vivienda de los diversos estratos de la población en función de sus respectivas posibilidades. Para los estratos con ingresos de hasta un y dos salarios mínimos de un obrero no especializado de la industria de la construcción, que incluyen a las familias más pobres de la sociedad, se cuenta con el denominado Plan Nacional de Erradicación de Precarios y Tugurios (y también con el Plan Nacional de Atención a las Comunidades Indígenas), que ofrece soluciones habitacionales totalmente subsidiadas. Para los estratos con ingresos de hasta tres y cuatro salarios mínimos, los programas contemplados —como el Programa Ahorro-Bono y también el Programa Bono Lote— incorporan, además del subsidio estatal, el ahorro previo así como la posibilidad de acceder a un crédito complementario. Finalmente, los estratos con ingresos superiores a cuatro salarios mínimos deben atender sus necesidades de financiamiento de vivienda a través de los programas de crédito que ofrezcan en el mercado las instituciones estatales y privadas sin ningún tipo de subsidio.

³⁸ Cuando se creó el Sistema Financiero Nacional para la Vivienda (SFNV), el Bono Familiar de Vivienda era un crédito complementario sin carga financiera, es decir, sin intereses.

³⁹ En la actualidad, el salario mínimo mensual vigente es de 71 968 colones costarricenses (\$US 212), el cual es ajustado semestralmente.

a) Créditos en el ámbito del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda (SFNV)

Las entidades autorizadas tienen a su cargo el otorgamiento de créditos individuales a largo plazo para vivienda. Las condiciones generales de los créditos —tales como plazo, tasa de interés, forma de pago, garantías, etc.— son fijadas por cada entidad autorizada. La principal fuente de recursos que utilizan para el otorgamiento de créditos hipotecarios son los recursos captados en el mercado financiero.

Los créditos otorgados por las entidades autorizadas pueden destinarse a: compra de lote; compra de lote y construcción; compra de vivienda; construcción en lote propio; mejoras, reparaciones o ampliaciones; y cancelación de gravámenes. Los créditos son otorgados en valores nominales, en moneda doméstica o en dólares, y no cuentan con ningún sistema de indización. La relación préstamo/tasación puede llegar hasta el 90%. Para programas especiales para familias de escasos recursos, el BANHVI puede autorizar créditos hasta por el 100% del valor tasado. El plazo de los créditos puede ser de hasta 15 años. Se emplea un sistema de amortización con cuotas niveladas de amortización e intereses. La tasa de interés es variable. La relación cuota/ingreso máxima permitida es de 30%. Se exige garantía hipotecaria en todos los créditos. Asimismo, se exigen seguro contra daños del inmueble hipotecado y seguro temporal de desgravamen hipotecario decreciente. No se contempla la posibilidad de prepagos en los créditos del SFNV.

b) Créditos en el ámbito del Programa Ahorro-Bono

A fin de incentivar la formación de ahorros por parte de las familias beneficiarias de los subsidios estatales así como de medir su capacidad de pago de un crédito hipotecario, en 2000 se implementó el nuevo Programa Ahorro-Bono. Este programa está dirigido a las familias costarricenses con ingresos entre dos y cuatro salarios mínimos mensuales de un obrero no especializado de la industria de la construcción (entre \$US 424 y \$US 848) y que cumplan con los requisitos para ser beneficiarios del subsidio estatal. El programa tiene tres componentes: un contrato de ahorro suscrito con una entidad autorizada del SFNV; el otorgamiento de un bono o subsidio según el ingreso de la familia; y el otorgamiento de un crédito complementario por parte de la entidad autorizada.

Todo participante en el programa debe suscribir un contrato de ahorro con una entidad autorizada del SFNV por el cual se compromete a efectuar un ahorro mensual determinado, durante seis meses, lo que le permite luego acceder a un bono y a un crédito, para utilizarlos para cualquiera de los siguientes destinos: construcción en lote propio; compra de lote y construcción; y compra de vivienda nueva. Dicho ahorro recibe una tasa de interés equivalente al promedio de la tasa que se paga en las libretas de ahorro de las mutuales. Cumplido el plazo de seis meses, el ahorro deja de realizarse y el solicitante sólo adquiere el compromiso de pagar el crédito. El ahorro efectuado puede utilizarse para cubrir los gastos de avalúos, cierre y formalización del crédito.

Una vez formalizada la concesión del bono y del crédito, el BANHVI desembolsa el monto correspondiente al BFV el cual es depositado en la cuenta de ahorro de la familia. En cada crédito aprobado en este programa, el BANHVI aporta dos tercios del monto financiado mientras que el tercio restante es otorgado por la entidad autorizada, que cede la hipoteca al BANHVI. En este programa, el monto del crédito representa una porción ascendente que va desde el 59% del valor de la solución habitacional hasta el 88% mientras que el bono constituye una fracción descendente desde un 38% hasta un 6% del valor de la solución, en la medida en que aumenta el ingreso del beneficiario hasta el límite establecido de cuatro salarios mínimos.

3. Evolución del mercado e impacto de los instrumentos

La creación del SFNV permitió establecer un mecanismo más coherente para la canalización de recursos hacia el financiamiento de la vivienda, reduciéndose la dispersión que caracterizó la labor realizada en este campo con anterioridad y facilitando la atención a grupos de población tradicionalmente excluidos de los programas sectoriales. Un hecho destacable es que la ley de creación del SFNV fue producto de la concertación que permitió establecer una política de Estado para la atención del déficit habitacional, cuyos lineamientos generales se han mantenido durante 15 años a pesar de los cambios de gobierno. Como resultado de la aplicación de esta política, hacia 1992 y por primera vez, se logró financiar, a través de los diferentes agentes del mercado, un número de viviendas que cubría totalmente las necesidades mínimas anuales (Zawadzki, 1994). Hoy día, el SFNV exhibe como uno de sus mayores logros la significativa disminución del crecimiento del déficit habitacional, especialmente en los estratos de menores ingresos.⁴⁰

El pilar básico del SFNV ha sido el otorgamiento del subsidio habitacional, lo que ha permitido incorporar a las familias de menores recursos a la demanda efectiva por vivienda. Desde la creación del SFNV hasta 2000, se había otorgado un total de más de 167 mil subsidios por un monto de 102 523 millones de colones corrientes. En este sentido, la política pública ha sido muy activa. Además, el SFNV ha promovido la participación de diversas instituciones privadas, entre las cuales destaca la participación de las mutuales de ahorro y préstamo, las cuales en el año 2000 otorgaron un total de 6 266 créditos hipotecarios para vivienda por un valor equivalente a \$US 49.7 millones (véase gráfico 14). Si bien este nivel de actividad es aún menor al registrado en 1996-1997, durante los primeros nueve meses de 2001 las mutuales otorgaron un número de créditos mayor que durante todo el año 2000. Pese al contexto de mayores tasas de interés del mercado financiero costarricense, la morosidad de la cartera hipotecaria de las mutuales se ha mantenido relativamente baja —5.07% a diciembre de 2000— aunque ligeramente por encima de la morosidad de la cartera de los bancos comerciales de 4.78% (véase gráfico 15). Más aún, la cartera de créditos hipotecarios clasificada como riesgo normal así como riesgo circunstancial y medio representaba en junio de 2001 el 95.7% de la cartera total de las mutuales (Garita, 2001).⁴¹

De cara al futuro, la principal fortaleza de las mutuales es la posesión de una cartera hipotecaria sana así como un mercado de prestatarios prácticamente cautivo, debido a la ausencia relativa de otros intermediarios financieros que se dediquen al financiamiento habitacional. En contraposición, sus principales debilidades son, por un lado, el descalce de plazos entre sus captaciones en el mercado —principalmente ahorros del público a corto plazo— y sus colocaciones de largo plazo; y, por el otro, la insuficiencia patrimonial, pues por su carácter de entidades mutualistas, la única fuente de aumento de patrimonio está constituida por las utilidades. Lo anterior plantea la tarea de procurar mecanismos de captación de recursos de largo plazo, como podría ser la securitización de hipotecas, lo cual a su vez podría aliviar la insuficiencia patrimonial con miras a mantener un adecuado nivel de actividad crediticia.

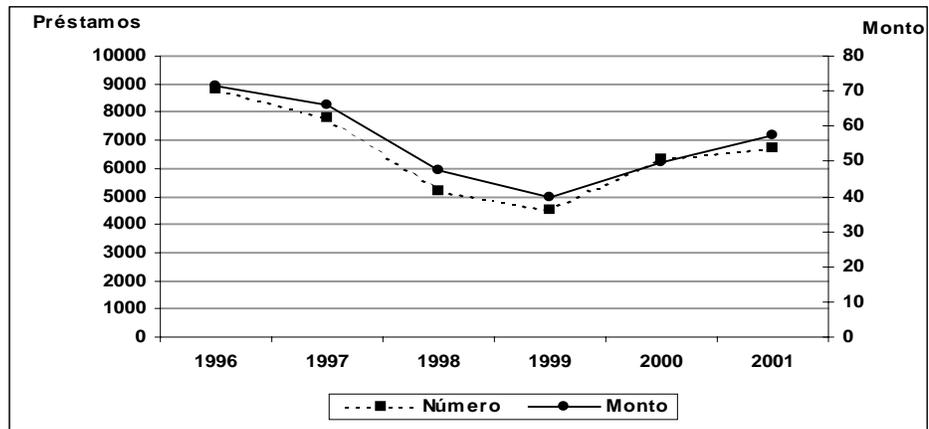
Uno de los mayores obstáculos para un funcionamiento más adecuado del SFNV ha sido la falta de recursos, particularmente en el caso del FONAVI. La estrategia seguida para el arranque del SFNV fue unir al subsidio una amplia capacidad de compra de hipotecas por parte del BANHVI a fin de que los intermediarios financieros pudieran comprometerse en masivos financiamientos, mitigando los potenciales problemas de liquidez y de descalce de plazos. En los

⁴⁰ En Costa Rica se verifica recientemente un significativo crecimiento de las necesidades de vivienda, explicado en buena parte por la inmigración, principalmente proveniente de algunos países centroamericanos. Ésta ha generado la aparición de tugurios, dado que las familias inmigrantes no califican para un subsidio habitacional ni para un crédito para vivienda en el ámbito del SFNV.

⁴¹ La categoría de riesgo normal comprende a deudores cuyos pagos están al día o con atrasos de hasta 30 días; la categoría de riesgo circunstancial comprende a deudores con atrasos de 30 hasta 60 días; y la categoría de riesgo medio comprende a deudores con atrasos de 60 hasta 90 días.

primeros años del SFNV, la capacidad de redescuento de hipotecas del BANHVI no sólo constituyó una de las fuentes de recursos más importantes para las mutuales sino también explicó buena parte de la dinámica del sistema: entre 1989 y 1992 el BANHVI concretó un promedio anual de más de 7 000 operaciones de redescuento de hipotecas (Zawadzki, 1994). Sin embargo, en el transcurso del decenio de los noventa, se agudizó la escasez de recursos para el FONAVI y desde hace unos siete años, el BANHVI prácticamente ha dejado de ejercer esta función. En consecuencia, el incumplimiento de esta labor por parte del ente público especializado ha dificultado el logro de una actividad crediticia más importante, especialmente aquella que estaría dirigida a sectores con cierta capacidad de endeudamiento beneficiarios del subsidio.

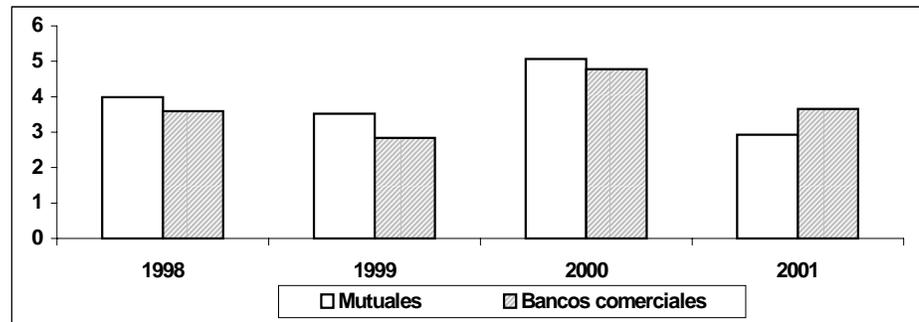
Gráfico 14
COSTA RICA: CRÉDITOS HIPOTECARIOS PARA VIVIENDA DE LAS MUTUALES, 1996-2001
(Número de préstamos versus millones de dólares)



Fuente: Sobre la base de información actualizada del Banco Hipotecario de la Vivienda (BANHVI), San José, Costa Rica, varios años.

Nota: Datos del año 2001 son al 30 de septiembre.

Gráfico 15
COSTA RICA: MOROSIDAD DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DE LAS MUTUALES Y DE LOS BANCOS COMERCIALES, 1998-2001
(En porcentajes)



Fuente: C. Garita, "Otorgamiento y administración de créditos hipotecarios para la vivienda: el caso de Costa Rica", documento presentado en la XXXIX Conferencia Interamericana para la Vivienda de Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), diapositiva 39, Santa Cruz de la Sierra, Bolivia, agosto 2001.

Nota: Datos a diciembre de cada año.

Durante su vigencia, el FONAVI no ha logrado captar todos los recursos que la ley le autoriza: la Caja Costarricense de Seguro Social no ha desembolsado el porcentaje que la ley establece, y el BANHVI no ha logrado empréstitos significativos. El BANHVI ha apelado a captaciones en el mercado financiero, las cuales son, sin embargo, de mayor costo, lo que dificulta el establecimiento de condiciones que permitan el acceso a operaciones de crédito para vivienda para los estratos con limitada capacidad de endeudamiento. Así, por razones de volumen y de condiciones de los recursos disponibles, el BANHVI no ha podido cumplir y mantener a cabalidad el papel de banco mayorista para las entidades autorizadas que participan en el SFNV. Se espera que esta situación pueda revertirse a partir de la aplicación de un dispositivo legal expedido en 2000 el cual establece que el FONAVI recibirá el 15% de las inversiones de largo plazo que realicen todos los sistemas que operen pensiones complementarias.

Una de las insuficiencias en el desarrollo del SFNV ha sido el limitado estímulo al ahorro familiar; de hecho, hasta el año 2000, la adjudicación del subsidio no había comprendido como requisito la conformación metódica de un ahorro previo. El Programa Ahorro-Bono procura vincular la concesión del subsidio y de un crédito complementario a un ahorro previo. En el primer año de operación de este programa, se concretaron 870 operaciones a cargo de cinco entidades participantes, haciéndose uso de una línea de crédito abierta por el BANHVI de cerca de \$US 4 millones. Estos recursos son canalizados por el BANHVI a las entidades participantes a una tasa de interés calculada sobre la Tasa Básica menos dos puntos porcentuales, con ajuste anual y un plazo de 15 años. Por su parte, la tasa de interés que cobra cada entidad en las operaciones de este programa no puede superar la Tasa Básica más tres puntos porcentuales, fija por un año, y ajustable por períodos anuales.

E. El caso del Ecuador

1. Base institucional

El Ministerio de Desarrollo Urbano y Vivienda (MIDUVI), creado en 1992, es el organismo rector de la política habitacional y urbana. La acción del Estado se basa sobre un enfoque facilitador para crear las condiciones que permitan la incorporación de los agentes privados para atender la demanda habitacional, así como sobre una intervención subsidiaria que ofrezca atención preferente a los sectores con menores ingresos. La estrategia sectorial busca promover un esquema de financiamiento que combine el ahorro o esfuerzo familiar; el aporte del Estado mediante un subsidio directo; y el crédito hipotecario, a fin de facilitar el acceso a la vivienda a los estratos más pobres. En lo que respecta específicamente a los sectores de menores recursos (es decir, ingresos familiares de hasta \$US 360 mensuales), el crédito hipotecario está vinculado con un régimen de subsidios habitacionales directos, denominado Sistema de Incentivos para la Vivienda (SIV), que opera el MIDUVI desde 1998, actualmente con recursos provenientes de un préstamo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

En el ámbito financiero, el Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV), creado en 1961, constituye el brazo financiero del MIDUVI. Cuando operaba como banco de primer piso, sus finalidades básicas eran desarrollar una política crediticia para la vivienda, conceder préstamos a mediano y largo plazos, recibir depósitos de ahorro, contratar y financiar la construcción de programas de vivienda, y participar en empresas destinadas a la provisión de materiales de construcción. Desde 1998, el BEV fue reestructurado y convertido en un banco de segundo piso, dentro del nuevo sistema de financiamiento y gestión del sector habitacional de interés social, con el fin de continuar apoyando la construcción y el financiamiento de viviendas mediante el refinanciamiento de las carteras hipotecarias de las Instituciones Financieras Intermediarias (IFI)

privadas pero sin tener relación directa con los beneficiarios finales. De esta forma, se busca acelerar la rotación de las inversiones privadas de las IFI. La actuación parcial del BEV como banca de segundo piso se remonta a 1994 con la creación de la Unidad de Refinanciamiento Habitacional como parte del banco.

Participan en el financiamiento de la vivienda en el Ecuador, con el carácter de intermediarios financieros de primer piso, los bancos, las mutualistas y las cooperativas. Aunque el otorgamiento de créditos para vivienda no es su actividad principal, los bancos constituyen un agente importante particularmente para los estratos de ingresos altos. Las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda se sustentan sobre el mismo cuerpo legal que creó el BEV aunque están sujetas a reglamentaciones específicas; se trata de entidades de derecho privado con finalidad social cuyo papel es la captación de ahorros y el otorgamiento de créditos para vivienda. Actualmente operan siete mutualistas. Las cooperativas de vivienda son entidades que funcionan al amparo de la Ley de Cooperativas de 1966. Actualmente, un total de 14 instituciones —cinco bancos, cuatro mutualistas y cinco cooperativas— tienen suscrito con el BEV sendos convenios de redescuento de cartera hipotecaria por un total de \$US 43.5 millones en cupos operacionales (del total, el 70% corresponde a los bancos, el 17% a las mutualistas y el 13% a las cooperativas).

2. Características de los instrumentos de crédito

a) Créditos en el ámbito del sistema financiero

Debido a las cambiantes circunstancias del entorno económico, en el Ecuador se han implementado, en diferentes momentos, diversos esquemas de amortización para la recuperación de los créditos hipotecarios para vivienda, entre ellos: (a) cuota fija, vigente hasta 1986, con una tasa de interés del orden del 6 al 8%; (b) cuota progresiva, desde 1987 hasta 1989, con tasas entre 8 y 18%; (c) hipoteca reajutable, desde 1990 hasta 1994, con factores de crecimiento anual de capital de 1.15 a 1.29 y tasas del orden del 27 al 36%; (d) hipotecas denominadas en Unidades de Valor Constante (UVC),⁴² entre 1994 y 1997, a tasas de interés del 8%, y (e) hipotecas revalorizables, entre 1998 y 2000, que consistió en la reestructuración de las hipotecas reajutables y las concedidas en UVC que pasaban a tener a la masa salarial (es decir, el salario mínimo vital más una serie de bonificaciones), con una variación promedio anual del 20%, como factor de ajuste anual del capital, y una tasa de interés del orden del 15%. En enero de 2001, el Ecuador adoptó el régimen monetario de la dolarización, procediéndose a desajustar (es decir, adecuación de la tasa de interés eliminando la usura) todas las operaciones activas y pasivas que estaban denominadas en sucres transformándolas a dólares.

Los préstamos para vivienda pueden tener como destino la compra o construcción de viviendas unifamiliares y multifamiliares, lotes con servicios, mejoramiento y ampliación de vivienda, así como créditos a constructores y cooperativas. Si bien el sistema financiero privado no impone límites al valor de las viviendas a financiar, más allá del que corresponde a la capacidad de pago del prestatario y de la disponibilidad de liquidez del prestamista, los precios de las viviendas que respalden carteras a ser redescontadas por el BEV no podrán exceder los \$US 40 mil. De acuerdo con la Ley de Transformación Económica del año 2000, se encuentra prohibido cualquier esquema de potenciación de deudas en el marco de la dolarización.

Los créditos hipotecarios para vivienda establecen una relación préstamo/valor del inmueble que no puede superar el 70%. El plazo de amortización puede ser de hasta 20 años. Las tasas de interés se ajustan trimestralmente.⁴³ Las cuotas mensuales no pueden exceder el 28% de los

⁴² La Unidad de Valor Constante (UVC) fue creada con la Ley del Mercado de Valores de 1993, cuyo valor era ajustado diariamente con el índice de inflación.

⁴³ La tasa activa promedio del sistema financiero para créditos hipotecarios es del orden del 18%.

ingresos familiares. Se exige garantía hipotecaria y los créditos para vivienda contemplan seguros de desgravamen y de daños físicos del inmueble hipotecado. Asimismo, se permiten prepagos sin penalidad alguna. Las carteras con créditos para clase media sin subsidios (es decir, viviendas con valor entre \$US 8 000 y 40 000)⁴⁴ y los créditos para constructores pueden ser redescontadas por el BEV.

b) Créditos en el ámbito del Sistema de Incentivos para la Vivienda (SIV)

Dentro de los alcances del SIV, el programa de vivienda urbana nueva es un esquema aplicable a viviendas cuyo valor se ubique entre \$US 2 400 y 8 000 como valor máximo, promocionadas por intermedio del sistema financiero privado, que contempla: (a) un ahorro familiar no menor del 10% del valor de la vivienda, el cual es reunido en la IFI que promueve el programa habitacional; (b) un bono que obsequia el Estado por un valor de \$US 1 800, con lo cual el subsidio cubre entre el 75% y el 25% del costo de las viviendas, y (c) un crédito complementario por conducto de las IFI.

Dentro del SIV, existen otros tres programas, a saber: (a) vivienda campesina, que contempla un bono de \$US 400 para compra de materiales y el terreno como aporte del beneficiario; (b) mejoramiento de vivienda urbana, que incluye un bono de \$US 750 para construcción, un ahorro de \$US 100 y un crédito opcional, y (c) rehabilitación de vivienda en áreas centrales, que abarca un bono de \$US 2 000 para adquisición, un ahorro previo de 10% y un crédito complementario. Las carteras que se generen con créditos complementarios al SIV pueden ser redescontadas por el BEV (es decir, viviendas con valor de hasta \$US 8 000).

3. Evolución del mercado e impacto de los instrumentos

La evolución del mercado de créditos hipotecarios para vivienda en el Ecuador debe evaluarse en relación con el escenario de inestabilidad macroeconómica que imperó en los últimos años y que se agudizó a tal punto que empujó a la adopción de un nuevo régimen monetario basado en la dolarización. En efecto, el crecimiento económico ha sido pobre en los últimos 20 años: durante el decenio de los noventa, el producto interno bruto creció a una tasa promedio anual de 2.8%. Más aún, se trata de una economía altamente dependiente de la producción y exportación del petróleo, por lo que *shocks* externos asociados con caídas del precio internacional de este producto, generan un impacto adverso sobre las finanzas públicas.

Por su parte, la inflación se ha mantenido a tasas crónicamente altas: en los últimos 10 años (1991-2000) se ha ubicado a tasas anuales de dos dígitos y a una tasa acumulada de 3 100% en todo el período (Cornejo, 2001). Esta marcada inestabilidad de precios fue un impedimento para el desarrollo de una sano proceso de ahorro e inversión a través del sistema financiero, incluido el financiamiento de vivienda. Estos y otros factores —fenómenos climáticos y cesación de pagos de la deuda externa— incidieron en gestar una crisis severa en el sistema financiero.

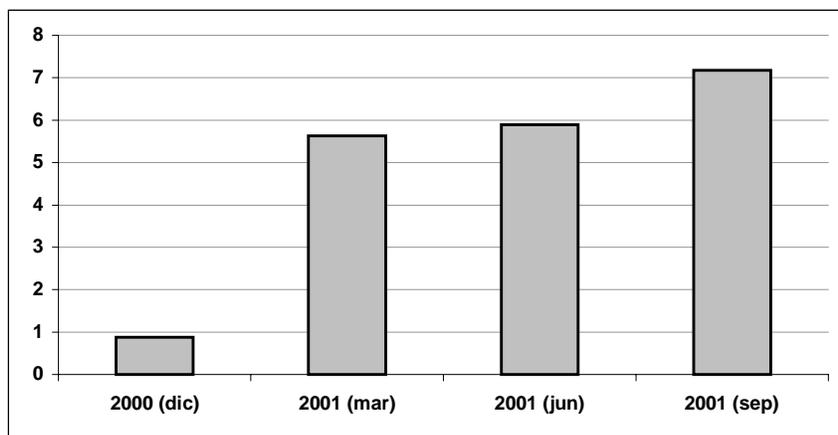
Durante 1999 el Banco Central del Ecuador terminó de perder el control sobre el crecimiento de la emisión monetaria y el ritmo de devaluación del sucre acusó niveles nunca antes registrados (en 1999 fue de 214%). La crisis del sistema financiero finalmente estalló: 16 de los 41 bancos entonces existentes fueron intervenidos. Es en este contexto de corrida cambiaria incontenible que el gobierno anuncia, en enero de 2000, la adopción de la dolarización como nuevo régimen monetario. Con ello, se fijó el tipo de cambio en 25 mil sucres por dólar y se convirtieron todos los depósitos y préstamos bancarios de sucres a dólares. Con la dolarización, el Banco Central pasa a emitir solamente moneda fraccionaria con respaldo de reservas en dólares.

⁴⁴ En las operaciones de crédito para este segmento, se exige un aporte del prestatario del 30% del valor de la vivienda.

Como es fácil advertir, la inestabilidad macroeconómica caracterizada por altas tasas de inflación, de devaluación y de interés hacía inviable esquemas de financiamiento de largo plazo sostenibles, particularmente para la población de menores recursos. En el caso particular del BEV, su capacidad de recuperación de cartera en valores reales estaba erosionada por la aplicación de una política de tasas de interés subsidiadas, que le producía pérdidas patrimoniales. La decisión de transformar al BEV en un banco de segundo piso, proceso que se comenzó a implementar en medio de la crisis del sistema financiero, trata de revertir esta situación. A tal efecto, se procedió a efectuar diversos cambios orientados a reformular su función de intermediación y a adecuar su actuación al nuevo régimen monetario, destacando la implementación de operaciones de redescuento de carteras, incluyendo aquellas que sirven de complemento al subsidio directo estatal.

El efecto combinado de una mayor estabilidad macroeconómica y del apoyo estatal basado en un esquema de redescuento de hipotecas y un régimen de subsidio habitacional directo han creado condiciones más favorables para el financiamiento de vivienda. En efecto, los redescuentos de hipotecas, a septiembre de 2001, ascendían a \$US 7.2 millones que han beneficiado a 1 720 familias (véase gráfico 16), siendo la proyección para diciembre de 2001 haber concretado 2 587 operaciones de redescuento por un monto acumulado de \$US 17.7 millones. Si bien se observa una tendencia creciente en este tipo de operaciones —en los nueve primeros meses de 2001 se efectuaron 1 245 mientras que la cifra acumulada hasta diciembre de 2000 era de sólo 475 operaciones— desde luego, el nivel hasta hoy alcanzado es aún incipiente. En lo que respecta al régimen de subsidios, en el ámbito de vivienda urbana —tanto vivienda urbana nueva como mejoramiento de vivienda urbana— se han pagado 34 877 bonos por un valor de \$US 45 millones (de Guzmán, 2001). Cabe notar, sin embargo, que las posibilidades de mantener un adecuado nivel de actividad con los subsidios directos dependerá del hecho de poder dotar a este esquema con una fuente de recursos sostenible en el tiempo, una vez que ya no se disponga de los recursos del préstamo del BID.

Gráfico 16
ECUADOR: OPERACIONES DE REDESCUENTO
DEL BANCO ECUATORIANO DE LA VIVIENDA (BEV), 2000-2001
(En millones de dólares)



Fuente: Sobre la base de información actualizada del Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV), Quito, varios años.

Por otro lado, en 2000, se originó un total de 2 593 créditos, de los cuales el 48% correspondió a los bancos, el 29% a las mutualistas y el 23% restante a las cooperativas. A agosto de 2001, la cartera de créditos hipotecarios del sistema bancario ascendía a \$US 493 millones,

equivalentes al 24% de la cartera total de créditos. El aumento de los fondos disponibles desde fines de 1999 ha favorecido un crecimiento de la cartera, aunque no se han recuperado los niveles registrados antes de la crisis. Sin embargo, las tasas de interés se mantienen altas —en el orden de 18% anual— y la morosidad también, alcanzando el 15.2% en la cartera bancaria de créditos hipotecarios.

Por su parte, el sector de cooperativas también incrementó el nivel de sus colocaciones en 2000, aunque tampoco han recobrado los niveles previos a la crisis. Este resultado se ha dado con niveles de morosidad relativamente bajos, del orden del 4.6%. De manera similar, a fines de 2000 las mutualistas han recuperado parcialmente los niveles de su cartera de créditos, sumando \$US 25.7 millones, así como también han disminuido los niveles de morosidad al 9.4% (Internationale Projekt Consult, 2001). Este período de inestabilidad y posterior readecuación de los intermediarios financieros que participan en el financiamiento habitacional ha tenido una influencia importante en las reducidas posibilidades que han tenido los beneficiarios del subsidio, es decir, particularmente los sectores de menores ingresos, para encontrar en el mercado el financiamiento complementario requerido, lo cual, a su vez, ayuda a explicar el alto porcentaje de bonos otorgados que no fueron efectivamente utilizados (Internationale Projekt Consult, 2001), hecho que le ha restado eficacia a la política pública de atención del déficit habitacional.

El sistema financiero ecuatoriano aún se muestra débil en cuanto a su solvencia. Además, a partir de 2000 se han visto frente al reto de adecuarse a un nuevo entorno caracterizado por la dolarización, así como a los significativos cambios introducidos en el marco regulatorio a raíz de la crisis bancaria. Al haber disminuido el número de bancos, se ha reducido el número de potenciales clientes que podrían operar dentro del esquema de redescuento de hipotecas. El BEV estima que de los 24 bancos actualmente operativos, sólo 15 de ellos podrían calificar como IFI de este esquema. Adicionalmente, la liquidez del sistema financiero es alta actualmente, lo que disminuye potencialmente la demanda por recursos de redescuento por parte de las IFI, y los bancos aún tienden a concentrar sus operaciones en el corto plazo. En consecuencia, uno de los principales retos que debe encarar el BEV como banco de segundo piso es la ampliación de sus operaciones de redescuento y la reducción de costos de modo tal de convertirse en una fuente de recursos atractiva para colocaciones de largo plazo así como para potenciar la oferta de créditos hipotecarios, particularmente para los sectores de menores recursos.

F. El caso de México

1. Base institucional

El Consejo Nacional de Vivienda, de reciente creación y presidido por el presidente de la República, tendrá la función de asesorar al Ejecutivo Federal para el establecimiento de la política nacional de vivienda y coordinar la acción de los participantes públicos. Desde 2001, la Secretaría de Desarrollo Social (SEDESOL) cuenta con una nueva estructura administrativa y tiene la función, entre otras, de definir los lineamientos, las normas y los mecanismos de la política habitacional. En apoyo a la población de menores recursos, la SEDESOL administra el Programa de Ahorro y Subsidios para la Vivienda Progresiva (VIVAH)⁴⁵ y, en el ámbito rural, el Programa de Mejoramiento de Vivienda Rural mediante acciones como el crédito a la palabra.⁴⁶

⁴⁵ El Programa de Ahorro y Subsidios para la Vivienda Progresiva (VIVAH), tiene como objetivo garantizar a familias urbanas en pobreza extrema una vivienda progresiva con servicios básicos, combinando el esfuerzo propio de los beneficiarios con subsidios directos de origen público y procurando así evitar invasiones y asentamientos irregulares.

⁴⁶ Se trata de acciones que promueven el mejoramiento o construcción de vivienda mínima por medio de créditos para paquetes de materiales.

Existe un conjunto de organismos públicos de alcance nacional que participan activamente en el financiamiento de la vivienda. Se trata del Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (FOVI), el Instituto del Fondo Nacional de Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), el Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE), y el fideicomiso Fondo Nacional de Habitaciones Populares (FONHAPO). En el ámbito privado, participan como intermediarios de primer piso, los bancos múltiples y las denominadas Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOLLES).

Las SOFOLLES, cuya autorización de funcionamiento data de 1993,⁴⁷ son entidades financieras privadas similares a los bancos hipotecarios de Estados Unidos, que pueden otorgar créditos, emitir obligaciones en el mercado de capitales, recibir créditos de otros organismos, pero no están autorizadas a captar depósitos del público en el mercado financiero. Actualmente, las SOFOLLES operan intermediando recursos del FOVI, tanto para la construcción de viviendas mediante créditos puentes, cuanto para hipotecas a clientes individuales. También han establecido una operación crediticia vinculada con el INFONAVIT, a fin de facilitar a los cotizantes de este último el acceso a un crédito hipotecario otorgado por las SOFOLLES. Este esquema, que está dirigido a trabajadores con ingresos entre 4 y 10 Salarios Mínimos Mensuales del Distrito Federal (SMMDF),⁴⁸ (entre \$US 520 y 1 300), contempla que el saldo de la subcuenta de vivienda del SAR quede como garantía y los aportes patronales del 5% se destinen a la amortización del crédito. Hoy día operan 18 SOFOLLES hipotecarias, de las cuales 15 cuentan con registro en el FOVI.

2. Características de los instrumentos de crédito

a) Créditos en el ámbito del Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (FOVI)

El FOVI es un fideicomiso del Banco de México (banco central), establecido en 1963, que subasta recursos a promotores de vivienda y a intermediarios financieros, para los siguientes propósitos: (a) adquisición de vivienda nueva o usada; (b) liquidación de pasivos contraídos en la propia adquisición; (c) construcción o mejora de vivienda, y (d) financiamiento de intereses ordinarios y moratorios, así como el financiamiento de comisiones por apertura de crédito, estudio socioeconómico o de factibilidad y avalúo. Sus recursos provienen de los aportes del Gobierno Federal, la recuperación de la cartera de créditos, y de empréstitos externos e internos.

El FOVI opera el Programa Financiero de Vivienda (PROFIVI), como banca de segundo piso, el cual cuenta con tres subprogramas que permiten financiar viviendas de hasta 104 500 Unidad de Inversión (UDI),⁴⁹ (\$US 33 574), con créditos individuales de hasta 94 050 UDI (\$US 30 216), y cuyos saldos varían con la inflación. El crédito puede equivaler hasta el 90% del valor de la vivienda. Los pagos mensuales se incrementan en función de las variaciones del SMMDF y no pueden superar el 25% de los ingresos familiares.⁵⁰ Los plazos de los créditos, que son fijados por el intermediario financiero, van desde 20 a 30 años. Al recibir su vivienda, el prestatario firma la hipoteca ante notario y el FOVI, a través del intermediario financiero, liquida los adeudos al promotor y/o constructor. Se exige garantía hipotecaria así como la contratación de seguros de vida del deudor y de daños físicos del inmueble. Se permiten prepagos aplicables al saldo del crédito.

⁴⁷ Este tipo de instituciones se permitió en el marco del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (North American Free Trade Agreement (NAFTA)), para lo cual se modificó el artículo 103 de la Ley de Instituciones de Crédito.

⁴⁸ El Salario Mínimo Mensual del Distrito Federal (SMMDF) actualmente vigente es de 1 210.50 pesos (\$US 130).

⁴⁹ La Unidad de Inversión (UDI) es una unidad de cuenta cuyo valor es estimado por el Banco de México (banco central) y se ajusta diariamente con la inflación.

⁵⁰ En cada uno de los tres subprogramas señalados, el ingreso mínimo necesario es de 7.51 SMMDF (\$US 976), 9.02 SMMDF (\$US 1 173) y 10.52 SMMDF (\$US 1 368), respectivamente.

Desde 1997 el FOVI administra el Programa Especial de Crédito y Subsidios a la Vivienda (PROSAVI), con el cual se financian viviendas para familias de bajos ingresos, cuyo valor se ubica entre 40 000 UDI (\$US 12 851) y 55 000 UDI (\$US 17 670), con un esquema que abarca una cuota inicial o ahorro previo, un subsidio directo a la demanda, y un crédito hipotecario. El PROSAVI contempla subsidios en UDI para familias con ingresos desde 2.5 SMMDF (\$US 325) a las que corresponde el subsidio máximo de 25 000 UDI (\$US 8 032), hasta 6 SMMDF (\$US 780) a las que corresponde el subsidio mínimo de 300 UDI (\$US 96). El crédito hipotecario complementario, asignado en función del ingreso del prestatario, puede variar entre 15 500 UDI (\$US 4 980) a 49 150 UDI (\$US 15 791). Las personas interesadas en adquirir una vivienda con el PROSAVI son invitadas a participar en un concurso de enganches (ahorro previo para pago de cuotas iniciales), con miras a ahorrar hasta el día del concurso un monto no menor al 7.5% del valor de la vivienda. De no salir promovido, el ahorrador puede continuar ahorrando para participar en un nuevo concurso o, en su defecto, retirar sus ahorros.

Desde 1999 el FOVI implementó una nueva hipoteca con dos componentes: un crédito y sus correspondientes pagos indizados a la inflación, y una cobertura que permite al deudor realizar su pago en términos de salarios mínimos. Sus principales características son las siguientes: el pago del deudor es constante en términos de UDI; el FOVI otorga los fondos a una tasa real fija durante el plazo del crédito; el margen financiero sobre el saldo es libre, para cubrir el riesgo crediticio del intermediario; el FOVI mantiene su garantía por incumplimiento del deudor (50% *pari-passu*)⁵¹, cobrando una comisión sobre el saldo; el plazo es fijo (30 años); y el deudor cubre comisiones fijas en términos de UDI por cobranza y la cobertura. Esta cobertura permite al deudor realizar sus pagos en términos de salarios mínimos,⁵² ya que cubre las diferencias que pudieran surgir entre la variación de la UDI (inflación) y de los salarios. La cobertura es otorgada y operada por el FOVI a través de los intermediarios. El costo de la cobertura se distribuye entre el deudor y el Gobierno Federal: el primero paga una comisión de 11% sobre el pago mensual; y el Gobierno Federal avala una línea de crédito bancario al FOVI por 6 000 millones de UDI (\$US 1 928 millones), destinada a cubrir faltantes temporales de flujos y respaldar situaciones de crisis profundas (Zepeda, 2000).

b) Créditos en el ámbito del Instituto del Fondo Nacional de Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT)

El INFONAVIT, creado en 1972, tiene una administración tripartita en la que participan los trabajadores, los empresarios y el Gobierno Federal. Es una institución de financiamiento hipotecario de primer piso, que otorga directamente créditos hipotecarios a sus derechohabientes — unos 12 millones de trabajadores que laboran en el sector privado. El INFONAVIT es parte del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), sistema de pensiones en el que a cada trabajador se le asigna una cuenta individual que abarca tres subcuentas: (a) retiro; (b) vivienda, y (c) aportes voluntarios. La subcuenta de vivienda está conformada por los aportes que el empleador está obligado a realizar bimestralmente, equivalentes al 5% del salario de los trabajadores, más los rendimientos.

El conjunto de subcuentas de vivienda de los trabajadores del sector privado constituye el Fondo Nacional de la Vivienda, que es administrado por el INFONAVIT. Sus principales fuentes de recursos son las contribuciones patronales y la recuperación de cartera. El INFONAVIT dispone de cinco líneas de crédito: (a) subastas para financiar la construcción de conjuntos habitacionales para ser adquiridos por los trabajadores; (b) adquisición de vivienda nueva o usada;

⁵¹ El monto del crédito en UDI que el Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (FOVI) garantiza comprende el 50% del monto que resulte de la diferencia entre la suma del saldo insoluto más los gastos judiciales más la compensación por el deterioro de la vivienda que haya sido dada en pago, y el valor promedio del avalúo de la vivienda.

⁵² Los pagos mensuales del deudor cambian en una proporción de acuerdo con el incremento del salario mínimo. Dicho incremento se ha venido presentando una vez al año.

(c) construcción en terreno propiedad del trabajador; (d) ampliación, reparación y mejoras de vivienda, y (e) liberación de pasivos contraídos por el trabajador con terceros por cualesquiera de los tres programas antes mencionados. Los recursos del INFONAVIT también sirven para devolver el saldo de la subcuenta de vivienda (recursos ahorrados y rendimientos generados) a los derechohabientes o beneficiarios, en caso de jubilación, invalidez o muerte del titular; así como cubrir sus gastos operativos y administrativos.

El nuevo sistema de otorgamiento de créditos del INFONAVIT se basa en la determinación de un puntaje mínimo, que considera factores como salario, edad, antigüedad de aportes, saldo de la subcuenta de vivienda, número de dependientes, monto del crédito no utilizado y ahorro voluntario, entre otros.⁵³ Desde 1987, los créditos están denominados en SMMDF, es decir, sus saldos varían en función del salario mínimo, y sirven para financiar viviendas cuyo valor máximo es de 300 SMMDF (\$US 39 000).⁵⁴ El monto máximo de los créditos puede sumar hasta 180 SMMDF (\$US 23 400)⁵⁵ y, dado que el INFONAVIT no exige al prestatario el pago de cuota inicial, el crédito puede cubrir el valor total de la vivienda. El plazo puede ser de hasta 30 años. La tasa de interés es fija y del orden del 4 al 9% anual, en función directa del ingreso del trabajador (es decir, a mayor salario, mayor tasa). Los pagos son una cuota fija en SMMDF y se realizan con descuentos por planilla.⁵⁶ Se exige garantía hipotecaria a favor del instituto, el cual contrata y paga un seguro para casos de muerte o incapacidad permanente del deudor así como un seguro por pérdida o daño físico de la vivienda. Se permiten prepagos en cualquier momento, aplicables al saldo insoluto, sin penalidad alguna.

En 1996 se creó un esquema de ahorro previo de carácter voluntario denominado Programa Binomio Ahorro-Hogar, que funciona sobre la base de convenios firmados con empresas, agremiaciones y sindicatos. En este esquema, el instituto otorga un préstamo por el 80% del valor de la vivienda cuando el trabajador logra un ahorro previo del 20% de dicho valor. Parte de este ahorro se va conformando mensualmente durante uno, dos o tres años, mientras que la diferencia para llegar a dicho 20% la aporta la empresa como un apoyo especial único a sus trabajadores, una vez completada la meta de ahorro.

c) Créditos en el ámbito del Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE)

El FOVISSSTE es un organismo público descentralizado creado en 1972. Sus recursos provienen del 5% del sueldo base de los trabajadores del sector público. Cuenta con las siguientes líneas de crédito: (a) adquisición de vivienda; (b) construcción en terreno propio; (c) cofinanciamiento, para complementar el crédito otorgado por una institución financiera para adquisición o construcción de vivienda nueva; (d) liberación de pasivos, y (e) ampliación o mejoramiento de vivienda. El monto máximo del crédito es de 160 SMMDF (\$US 20 800). El sistema de calificación considera el sueldo básico, antigüedad, edad, saldo de la cuenta de vivienda del SAR y número de dependientes económicos. La tasa de interés cobrada es del orden del 4 al 8% sobre saldos insolutos, los cuales se ajustan en función del SMMDF. Los pagos del crédito, descontados por nómina, no pueden exceder el 30% del salario del trabajador y el plazo máximo es de 30 años.

⁵³ Este nuevo sistema de selección trata de favorecer a los discapacitados y a las madres solteras.

⁵⁴ Este límite puede ampliarse hasta 350 SMMDF (\$US 45 500) en el Distrito Federal y en otras localidades que determine el Consejo de Administración del Instituto del Fondo Nacional de Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT).

⁵⁵ La suma total del monto del crédito más el saldo de la subcuenta de vivienda que podrá recibir el trabajador con salario de hasta 10 SMMDF (\$US 1 300) es de 210 SMMDF (\$US 27 300). Si el trabajador percibe más de 10 SMMDF, la suma total podrá ser de hasta 220 SMMDF (\$US 28 600).

⁵⁶ El descuento máximo es del 20% del ingreso para los trabajadores que perciban el salario mínimo.

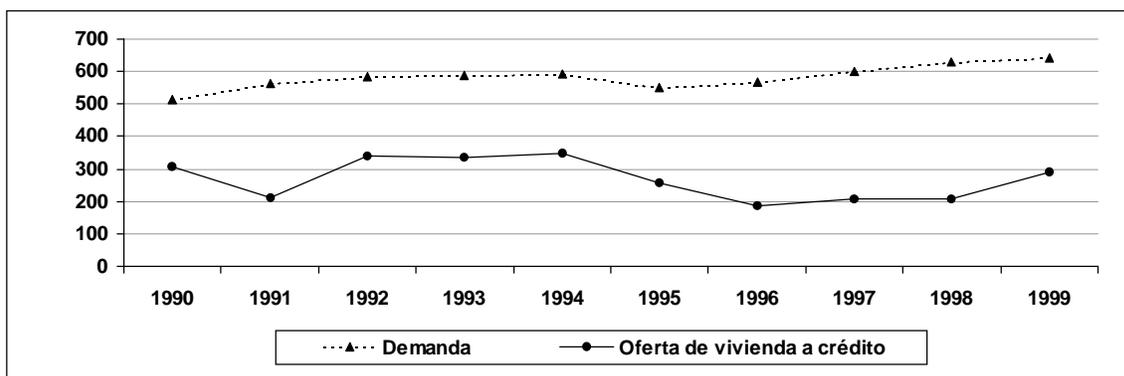
d) Créditos en el ámbito del Fondo Nacional de Habitaciones Populares (FONHAPO)

El FONHAPO es un organismo federal creado en 1981, cuyos recursos provienen de aportes del Gobierno Federal, de la recuperación de cartera, y de créditos externos e internos. Se orienta a atender la demanda de la población preferentemente no asalariada con ingresos mensuales de hasta 2.5 SMM de la región, a través del otorgamiento de créditos colectivos. Cuenta con las siguientes líneas de crédito: (a) adquisición de vivienda; (b) vivienda progresiva, y (c) mejoramiento de viviendas y de su infraestructura. Los saldos y los pagos de los créditos se ajustan con la variación del salario mínimo. La tasa de interés es del orden de 3% anual.

3. Evolución del mercado e impacto de los instrumentos

La oferta de créditos hipotecarios repuntó en los primeros años del decenio de los noventa, alcanzando en 1994 un nivel récord de alrededor de 350 mil créditos, crecimiento sustentado fundamentalmente por el impulso del crédito bancario, con una significativa cuota de viviendas de lujo y de nivel medio, mayor que la proporción de viviendas de interés social (véase gráfico 17). Como secuela de la crisis financiera de 1994-1995, la oferta de crédito para vivienda disminuyó sustancialmente y la banca múltiple prácticamente se retira de esta actividad: su participación en el total de créditos se reduce de 62% en 1994 a 2% en 2000 (véase gráfico 18).

Gráfico 17
MÉXICO: EVOLUCIÓN DE LAS NECESIDADES DE VIVIENDA Y LA OFERTA DE CRÉDITO, 1990-1999
(Miles de viviendas)



Fuente: M. Zepeda, "El financiamiento de la vivienda en México: avances y retos", en La consolidación de los mercados financieros de vivienda en América Latina, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 39-48, Lima, 2001.

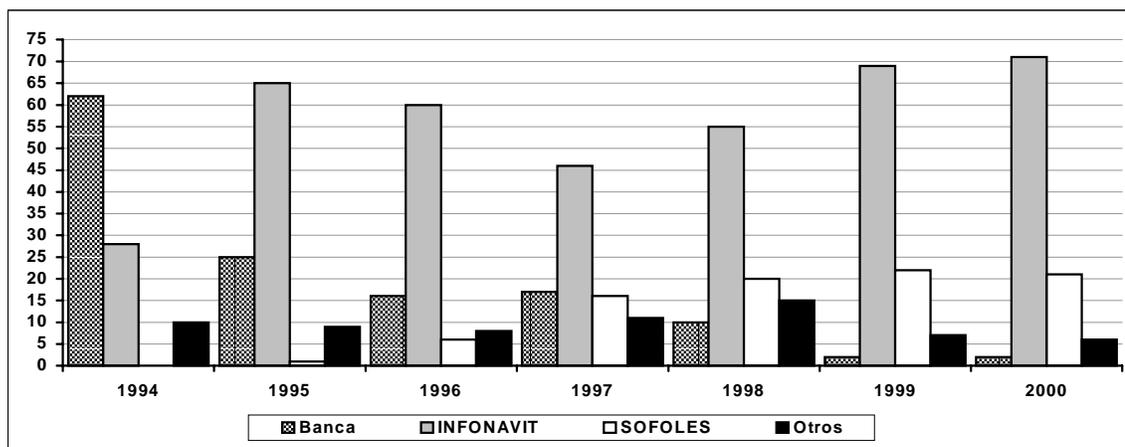
En el período *post crisis*, la oferta de créditos es básicamente explicada por la actividad de los organismos públicos, entre ellos el INFONAVIT y, en menor medida, el FOVI, y registrándose al mismo tiempo un resurgimiento de la producción de viviendas de interés social. Hoy día, la participación del INFONAVIT en la oferta de créditos hipotecarios asciende al 71% del total. Frente al vacío dejado por la banca múltiple en el período *post crisis*, las SOFOLES, con un significativo apoyo financiero del FOVI, han surgido como importantes prestamistas hipotecarios, explicando hoy día el 21% del mercado de nuevos créditos para vivienda. Otras instituciones en conjunto han tenido un comportamiento más o menos estable en los años recientes (véase gráfico 18).⁵⁷

⁵⁷ Históricamente, en el caso del Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE), uno de cada cuatro derechohabientes ha recibido un crédito; mientras que en el caso del Fondo Nacional de Habitaciones Populares (FONHAPO), el 33% de los créditos ha sido otorgado en ciudades pequeñas, el 53% en ciudades medias y sólo el 14% en grandes ciudades.

Gráfico 18

MÉXICO: FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO PARA LA VIVIENDA SEGÚN INTERMEDIARIO, 1994-2000

(En porcentajes)



Fuente: José M. Agudo, "Evaluación y manejo de riesgos de carteras hipotecarias para vivienda: la experiencia de Hipotecaria Su Casita, de México", en La consolidación de los mercados financieros de vivienda en América Latina, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 147-158, Lima, 2001.

En el año 2000, la producción de vivienda media y residencial en México, país de alrededor de 100 millones de habitantes, fue de apenas 17 mil unidades por año, mientras que la vivienda de interés social fue del orden de 250 mil unidades (Agudo, 2001). Se estima que la oferta de crédito hipotecario sólo cubre cerca del 40% de la nueva demanda por vivienda, lo que genera una brecha de unas 350 mil viviendas al año, que se cubre mediante la vivienda informal (véase nuevamente el gráfico 17). De manera consistente, la demanda por vivienda ha superado a la oferta de vivienda al crédito por una serie de factores, entre ellos una insuficiente oferta de vivienda de bajo valor, la dificultad de las familias para calificar como sujetos de crédito, y una insuficiente oferta de crédito (Zepeda, 2001).

La preponderancia adquirida por el INFONAVIT en la oferta de crédito hipotecario en los años recientes responde, en gran medida, a las modificaciones que se introdujeron en su ley de operación en 1992, con la finalidad de fortalecer sus finanzas y convertirlo en un ente verdaderamente financiero. El promedio anual de créditos otorgados subió de 100 mil en 1992-1997 a un promedio de 186 mil en 1998-2000 (Gurría, 2001). En el año 2000 el instituto otorgó más de 250 mil créditos, con un monto promedio de 130 SMMDF (\$US 16 900). Durante el primer semestre de 2001, se otorgaron 141 mil créditos (V. González, 2001). En 2000, según estratos de ingresos, el 11% del total fue otorgado a personas que percibían hasta 2 SMMDF (\$US 260), el 26% a personas con ingresos entre 2 y 3 SMMDF (de \$US 260 a 390), el 25% a personas con ingresos entre 3 y 4 SMMDF (de \$US 390 a 520) y el 38% a personas con ingresos mayores a 4 SMMDF (\$US 520), (del Río y Gurría, 2001).⁵⁸

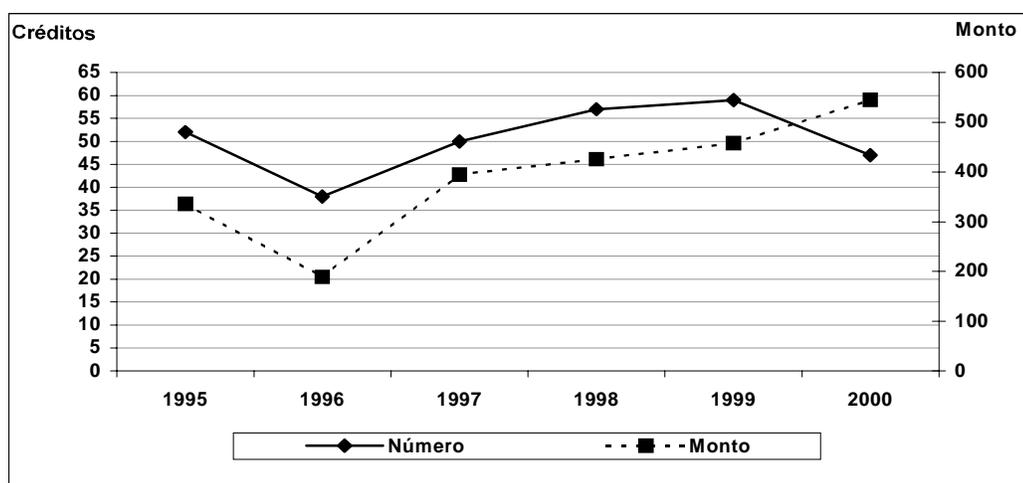
Desde su creación en 1972, el INFONAVIT ha otorgado un total de casi 2.4 millones de créditos y ha financiado el 40% de las viviendas de interés social en los últimos 26 años. En el marco del Programa Binomio Ahorro-Hogar y otros programas especiales de ahorro en el año 2000 se suscribieron 30 convenios por un total de 104 mil créditos a ser otorgados en el período 2000-2003, los que sumados a los compromisos convenidos entre 1998 y 1999 hacen un total de casi 152 mil créditos.

⁵⁸ Respecto a los dos años anteriores, se observa que la participación relativa de los trabajadores con ingresos de hasta 3 SMMDF en el total de créditos concedidos ha disminuido.

La morosidad de la cartera es un significativo problema en el manejo del INFONAVIT. Para encararlo, se redujo el monto del crédito a la capacidad de pago de los deudores, y también se tomó una serie de medidas que buscaban mejorar la identificación de los deudores y facilitar la recaudación de cuotas adeudadas. Como resultado, la cartera vencida disminuyó de 46% en 1997 a 22% (del Río y Gurría, 2001). El INFONAVIT tiene el desafío de mejorar la calidad de los créditos que origine a fin de poder proceder a la securitización de su cartera. Asimismo, debe procurar una atención preferente a los trabajadores de menores ingresos, sin resentir el logro de los mayores rendimientos posibles a los trabajadores ahorradores del fondo, lo cual quizá suponga la adopción de un subsidio directo al momento de individualizar el crédito.

En cuanto al FOVI, la nueva hipoteca, a la vez que mantiene el atractivo de rentabilidad al no verse adversamente afectada por la inflación, permite que los pagos del deudor continúen ligados al salario mínimo, lo cual da lugar a un activo más adecuado para su securitización, ya que al fijar el plazo del crédito, mejora la predictibilidad de los flujos de pago futuros. En 2000, considerando tanto el PROFIVI cuanto el PROSAVI, el FOVI otorgó un total de casi 47 mil créditos por un valor de \$US 545 millones, llevando su cartera vigente a un monto de \$US 6 240 millones (véase gráfico 19).

Gráfico 19
MÉXICO: CRÉDITOS HIPOTECARIOS PARA VIVIENDA DEL FONDO DE OPERACIÓN Y FINANCIAMIENTO BANCARIO A LA VIVIENDA (FOVI), 1995-2000
(Miles de créditos aprobados versus millones de dólares anuales)



Fuente: Sobre la base de información actualizada del Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (FOVI), Ciudad de México, varios años.

Considerando los créditos del PROFIVI durante el 2000 y 2001,⁵⁹ la población atendida con recursos del FOVI está claramente concentrada en los rangos de ingresos entre 6 y 10 SMMDF (de \$US 780 a \$US 1 300), y entre 10 y 15 SMMDF (de \$US 1 300 a \$US 1 950) con un 37% y 35% del total de créditos, mientras que la población con hasta 6 SMMDF (\$US 780) ha recibido el 13%, la población con ingresos entre 15 y 20 SMMDF (de \$US 1 950 a \$US 2 600) el 9%, y la población con ingresos mayores a 20 SMMDF (\$US 2 600) el 6% restante. Del total de créditos del PROSAVI en los mismos años, el 80% del total se destinó a la población con ingresos de hasta 4 SMMDF (\$US 520), mientras que el 20% restante favoreció a la población con ingresos mayores

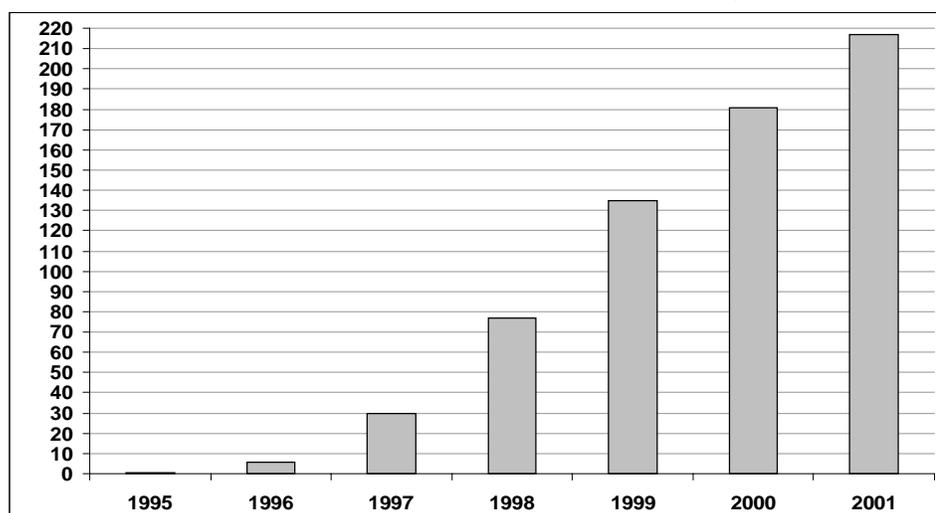
⁵⁹ A partir de abril de 2001, el Programa Financiero de Vivienda (PROFIVI) sólo incluye tres tipos de vivienda (B1, B2 y B3); anteriormente, incluía las viviendas tipo A1 y A, las cuales pasaron, en esa fecha, a formar parte del Programa Especial de Crédito y Subsidios a la Vivienda (PROSAVI). Las cifras que se ofrecen a continuación comprenden los años 2000 y 2001 y, por lo tanto, toman en cuenta los cinco tipos de vivienda que conformaban el PROFIVI hasta abril de 2001.

a 4 SMMDF. Un logro importante de este programa asociado al otorgamiento de un subsidio directo al efecto de reducir el monto de crédito, es que este último es otorgado a tasas de mercado. Las tasas de interés reales pagadas por los prestatarios finales se ubican actualmente entre 9.3 y 9.8%, con un margen de intermediación de 1.9 y 22%. En cuanto a la cartera vencida, ésta llega apenas al 1.07%.⁶⁰

El desarrollo de las SOFOLES (hipotecarias) es destacable pues en un lapso relativamente corto, se han convertido en una importante alternativa de crédito para la vivienda. Hoy día las SOFOLES canalizan casi el 96% de los créditos subastados por el FOVI (Obregón, 2001), tanto a través del PROFIVI cuanto el PROSAVI. Desde el inicio de sus operaciones, las SOFOLES han originado más de 217 mil créditos con recursos del FOVI: mientras que en los primeros tres años colocaron casi 30 mil créditos, en los siguientes tres esta cifra ascendió a casi 151 mil (véase gráfico 20). A junio de 2001 las SOFOLES mantenían una cartera hipotecaria ascendente a unos \$US 3 752 millones.

Gráfico 20
MÉXICO: CRÉDITOS HIPOTECARIOS ORIGINADOS POR LAS
SOCIEDADES FINANCIERAS DE OBJETO LIMITADO (SOFOLES), 1995-2001

(En miles de unidades)



Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Asociación Mexicana de Sociedades Financieras de Objeto Limitado, Ciudad de México, varios años.

Nota: Cifra del año 2001 es a junio.

Más importante aún, las SOFOLES vienen atendiendo a mercados que anteriormente no tenían acceso a créditos hipotecarios otorgados por intermediarios financieros privados: sus clientes incluyen a familias con ingresos desde 2.5 SMMDF (\$US 325). Las SOFOLES financian el 63% de los créditos para viviendas con valores de hasta 100 SMMDF (\$US 13 000), y fue con la participación de las SOFOLES que se inició, en 1997, la aplicación del PROSAVI, un programa dirigido al mercado de bajos ingresos (Obregón, 2001). Los resultados de las SOFOLES también vienen siendo alentadores en cuanto a la morosidad de su cartera: en efecto la cartera vencida a 90 días es del 1%, aun cuando debe tenerse presente que se trata de una cartera todavía en proceso de maduración.

⁶⁰ El FOVI considera cartera vencida al saldo insoluto de los créditos individuales con cuatro o más cuotas mensuales consecutivas no pagadas más el saldo insoluto de los créditos para la construcción con tres cuotas mensuales en mora de pago por parte de los prestatarios.

Este dinámico crecimiento de las SOFOLES es producto de una serie de prácticas innovadoras con miras a la atención de sus clientes así como a mejorar el manejo de riesgos (Obregón, 2001; Agudo, 2001, y Marez, 2000). En primer lugar cuentan con una cobertura nacional con infraestructura física propia adaptada al mercado objetivo. En segundo lugar, la falta de información sobre historial crediticio de los potenciales prestatarios es cubierta con estudios socioeconómicos sobre ellos contratados a terceros.⁶¹ En tercer lugar, las SOFOLES han estandarizado la originación de créditos. En cuarto lugar, las SOFOLES cuentan con servicios de cobranza en los cuales el acreedor va en busca del cliente haciéndole sencillo al deudor el pago de su hipoteca (es decir, facilitándole lugares y horarios, etc.).

En quinto lugar, dado que una fracción importante de la población en México está empleada en actividades informales y, por lo tanto, no pueden acreditar ingresos permanentes o, simplemente, no tiene ningún historial crediticio, algunas SOFOLES han creado programas de ahorro previo de carácter metódico, a través de sociedades mutualistas de ahorro vinculadas a ellas, que permiten a las familias participantes, a la vez de conformar la cuota inicial, demostrar su capacidad de pago para atender un crédito posteriormente otorgado. Este mecanismo funciona como una suerte de “fábrica de prestatarios”.⁶² Más aún, el comportamiento de los deudores que han sido canalizados en un primer período por un mecanismo de ahorro previo ha mostrado estadísticamente ser mejor que aquel bajo el proceso de calificación tradicional.

La mayor debilidad que exhiben hoy día las SOFOLES es su alta dependencia de los recursos del FOVI. Si bien es cierto que algunas SOFOLES han tenido ya acceso al mercado bursátil a base de emisiones de algunos instrumentos de deuda, queda clara la tarea pendiente de avanzar en el proceso de securitización de hipotecas con miras a diversificar sus fuentes de recursos.⁶³ En la práctica, no ha logrado atraerse los recursos de los fondos de pensiones privados hacia el financiamiento de la vivienda, debido a la débil demanda por bonos de largo plazo en el mercado de capitales.

También se advierte la vigencia de amplias diferencias en las condiciones de los créditos que ofrecen los distintos intermediarios participantes en el mercado, lo que deriva en su segmentación. Estas diferencias se verifican en las tasas de interés activas, los plazos de amortización, los índices utilizados para reajustar los saldos de los créditos y los pagos mensuales, todo lo cual se traduce en fórmulas de amortización muy disímiles. Asimismo, existen algunos subsidios implícitos en las tasas de interés que cobran algunos organismos públicos al costo de una menor rentabilidad de los fondos de ahorro para el retiro. De otro lado, la alta morosidad en las carteras crediticias de algunos intermediarios es también una tarea pendiente.

G. El caso del Perú

1. Base institucional

Existe una dispersión de funciones relativas al sector vivienda entre distintas instancias del Poder Ejecutivo. Si bien el Viceministerio de Vivienda y Construcción, perteneciente al Ministerio de Transportes, Comunicaciones, Vivienda y Construcción, conserva funciones eminentemente normativas, el principal programa público de financiamiento de vivienda —el Fondo Mivivienda—

⁶¹ En promedio, completar un estudio de esta índole toma de 4 a 5 días y le cuesta a las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOLES) unos \$US 40.

⁶² Recientemente, en junio de 2001, se promulgó la Ley de Ahorro y Crédito Popular, que procura encauzar de manera formal el ahorro de un sector de la población que hasta la fecha no había sido usuaria de servicios financieros formales. Este mecanismo debe contribuir a conformar adquirentes potenciales con las características de calidad crediticia que el mercado de las SOFOLES necesita para asegurar un crecimiento sostenido en su nivel de actividad.

⁶³ En esta dirección apunta la creación de la Sociedad Hipotecaria Federal, a la que se aludirá en el siguiente capítulo.

se encuentra actualmente en el ámbito del Ministerio de Economía y Finanzas, mientras que otra entidad sectorial de acción pública —el Banco de Materiales— está adscrito al Ministerio de la Presidencia.

En apoyo al financiamiento y acceso a la vivienda, existen básicamente dos programas públicos: el Banco de Materiales y el Fondo Mivivienda. El Banco de Materiales fue creado en 1980 con el objetivo de promover la edificación, ampliación y mejoramiento de viviendas básicas mínimas, brindando préstamos en materiales de construcción. Desde 1993, su labor se orientó a apoyar el financiamiento de la autoconstrucción de viviendas principalmente de la población habitante en los pueblos jóvenes. Una reforma a la ley de creación del Banco en 1997 dispuso ampliar los alcances de su labor al apoyo de las habilitaciones urbanas, la infraestructura urbana, productiva y de servicios, así como el equipamiento de la microempresa.

El otro programa de financiamiento público a la vivienda es el Fondo Hipotecario de Promoción de la Vivienda —más conocido como Fondo Mivivienda— originalmente creado por ley en 1998. El Fondo se constituyó con un aporte inicial equivalente a unos \$US 546 millones, con recursos del ex-Fondo Nacional de Vivienda (FONAVI), para ser administrado por una institución financiera estatal de segundo piso —la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE)— que tiene el encargo de asignar dichos recursos, por medio de las instituciones privadas del sistema financiero, con el objeto de facilitar la adquisición de viviendas construidas por el sector privado. Actualmente, un total de 27 instituciones financieras están autorizadas a otorgar créditos hipotecarios con recursos del Fondo Mivivienda. En 1998 fue promulgado el reglamento del Fondo, el cual fue reemplazado por uno nuevo dado en 1999, que, a su vez, ha tenido modificaciones posteriores. En 2001 se modificó su ley de creación a fin de permitirle, además de la función de aportar fondos para el financiamiento de vivienda, la función de garantizar créditos o título-valores relacionados con el financiamiento habitacional que emitan o gestionen las instituciones financieras o sociedades titulizadoras. En 2002 se aprobó el nuevo reglamento incluyendo esta función.

2. Características de los instrumentos de créditos

a) Créditos en el ámbito del Banco de Materiales

Los créditos se otorgan a grupos de individuos o familias y sirven para financiar la compra de los materiales de construcción y el costo de la mano de obra. En ningún momento hay un desembolso de dinero del banco a los beneficiarios, y las tasas de interés que se cobran son sustancialmente menores a las vigentes en el mercado. El plazo de los créditos es de cinco años en promedio y las garantías exigidas incluyen el título de propiedad y un aval. El banco tiene presencia en todos los departamentos del país.

b) Créditos en el ámbito del Fondo Mivivienda

Los créditos podrán ser hasta por el 90% del valor de la vivienda, el cual, a su vez, no debe ser mayor al equivalente de \$US 31 500;⁶⁴ es decir, los prestatarios deben aportar un cuota inicial no menor al 10% del valor de la vivienda, pudiendo el terreno formar parte de ella. Los créditos pueden servir para adquisición de viviendas en primera venta comprendidas dentro de los alcances del Fondo, adquisición de viviendas recuperadas, o que estén en proceso de ejecución de garantías por falta de pago del préstamo originalmente otorgado con recursos del Fondo, y adquisición de viviendas que se construyan como consecuencia de la independización de unidades inmobiliarias, división de terrenos o terminación de proyectos de habilitación urbana en ejecución.

⁶⁴ El precio máximo de la vivienda a financiar está fijado en 35 Unidades Impositivas Tributarias (UIT), cuyo valor actual, que es fijado anualmente, es de 3 100 nuevos soles (\$US 900).

Los créditos pueden ser otorgados en dólares o en nuevos soles indizados a la inflación según la unidad de cuenta denominada Valor de Actualización Constante (VAC). Los créditos son amortizados en cuotas fijas mensuales que incluyen capital e intereses, la cuota no puede superar el 30% de los ingresos del deudor, y el plazo máximo es de 20 años. Las tasas de interés y otras condiciones financieras son fijadas por las instituciones prestamistas; actualmente se ubican alrededor de 12 a 12.5% anual en dólares y entre 10.5 y 11% anual en nuevos soles indizados. Se exigen garantía hipotecaria así como seguros por muerte e invalidez del deudor y por daños a la propiedad.

Dado el lento desarrollo de la actividad del Fondo Mivivienda, desde su creación se han introducido diversos cambios tratando de alentar una participación más activa del sector privado (constructores y entidades financieras) y hacer accesible el programa a un mayor número de beneficiarios. En primer lugar, en el esquema vigente, las instituciones financieras privadas simplemente colocan los recursos provenientes del Fondo; originalmente, se planteó un esquema en el cual dichas instituciones tendrían que financiar por lo menos un 60% del valor de las viviendas con recursos propios. En segundo lugar, respecto del reglamento original, se eliminó el sistema de concursos públicos para la asignación de los recursos del Fondo a los intermediarios participantes, así como una serie de estándares técnicos mínimos que tendrían que cumplir los proyectos financiados con recursos del Fondo; actualmente, la condición básica es que el valor de la vivienda no supere el equivalente de \$US 31 500.

Pueden señalarse otros dos cambios que buscan ampliar el mercado potencial de prestatarios. Primero, en 2000 se estableció un incentivo denominado Premio al Buen Pagador, para lo cual se separa un 20% del monto a ser financiado, el cual se considera como un tramo concesional, cuyo pago es semestral. Si el prestatario cumple con el pago puntual de las cuotas del otro tramo (no concesional) equivalente al 80% del préstamo, en el semestre correspondiente se le exonera del pago de la cuota a pagarse en dicho período.⁶⁵ En la práctica, este incentivo implica una cuota mensual más baja o, en otras palabras, una menor tasa de interés implícita del crédito. Por otro lado, en 2001 se eliminó la restricción de haber sido cotizante del ex-FONAVI (y/o pagado el Impuesto Extraordinario de Solidaridad, que lo sustituyó), lo que permite considerar a potenciales prestatarios que pueden, por su capacidad de pago, calificar para créditos del Fondo.

c) Otros instrumentos de crédito

En 2001, la COFIDE aprobó un programa de crédito hipotecario para vivienda con un aporte inicial de \$US 100 millones, que contempla tres mecanismos financieros: (a) una línea de crédito hipotecario para vivienda denominada COFICASA; (b) la adquisición de instrumentos hipotecarios, y (c) la participación como mejorador crediticio. La línea de crédito, ascendente a \$US 50 millones, puede destinarse a la adquisición, construcción, ampliación o remodelación de vivienda única y permanente, hasta por un monto máximo equivalente al 80% del valor de la vivienda o del valor de tasación, el que resultase menor. El valor de la vivienda no debe exceder los \$US 120 mil, y la cuota del crédito no debe superar el 30% del ingreso del deudor. Las tasas de interés son libremente determinadas por las instituciones prestamistas.

Está contemplado que COFIDE desembolse los préstamos en dólares y sus recuperaciones se hagan en la misma moneda. El plazo puede ser de hasta 25 años. Los pagos se realizarán preferentemente mediante cuotas fijas mensuales e iguales que incluyen capital e intereses.

⁶⁵ En aquellos semestres que el prestatario no acceda al Premio al Buen Pagador, la cuota correspondiente a dicho semestre del tramo concesional se prorrateará en el siguiente semestre, en seis armadas de idéntica periodicidad, en las cuotas del tramo no concesional, debiendo el prestatario cancelar las cuotas correspondientes a ambos tramos del préstamo, dentro de las condiciones establecidas para ser considerado un buen pagador, a los efectos de acceder nuevamente al premio. Cabe señalar que este incentivo también es aplicable a los saldos vigentes de los créditos que ya habían sido otorgados al momento de la adopción de esta medida. Si bien los créditos con recursos del Fondo Mivivienda contemplan la posibilidad de efectuar prepagos, para gozar del beneficio del Premio al Buen Pagador los prepagos sólo pueden efectuarse después de un plazo de 10 años.

Los recursos serán canalizados a través del sistema financiero nacional y serán desembolsados mediante operaciones individuales, adelanto de recursos y redescuento de operaciones. Los recursos del programa también servirán para la adquisición de instrumentos hipotecarios (es decir, bonos hipotecarios y bonos de titulización hipotecaria), así como para el mejoramiento crediticio de instrumentos de captación de fondos de largo plazo.

Además de los recursos canalizados por las instituciones del sistema financiero provenientes de los programas antes descritos, la banca múltiple también dispone de opciones de crédito hipotecario para la vivienda con recursos captados en el mercado, tales como depósitos de ahorro, depósitos de Compensación por Tiempo de Servicios (CTS), emisiones de bonos subordinados, líneas de crédito externo, entre otros. Sin embargo, los plazos de la mayoría de estos fondos son menores que los plazos de los préstamos. Estos créditos tienen un mercado objetivo constituido por familias con ingresos relativamente elevados (\$US 1 000 a 1 500 mensuales) y sirven para financiar hasta el 80% del valor de la vivienda. Las tasas de interés son las de mercado, más elevadas que aquellas aplicadas en el ámbito del Fondo Mivivienda, y por lo general prevalecen las tasas variables. La mayoría de bancos ofrece tasas inversamente proporcionales al monto del crédito; los más de estos créditos son otorgados en dólares, ya que las captaciones también son mayoritariamente en dicha moneda; y los plazos pueden llegar hasta 25 años, pero suelen ser de 15 años.

Existe un conjunto de instrumentos potencialmente utilizables para ampliar la oferta de créditos para vivienda. En 1994 se reglamentó la emisión de letras hipotecarias para el otorgamiento de créditos para vivienda, con un esquema similar al de las letras de crédito hipotecario en Chile, pero nunca llegaron a constituir una fuente importante de financiamiento hipotecario para la vivienda y hoy prácticamente se encuentran en desuso. Por otro lado, la actual ley de bancos contempla la posibilidad de utilizar otros instrumentos hipotecarios (por ejemplo, cédulas hipotecarias y título de crédito hipotecario negociable), cuyo desarrollo efectivo en el mercado está aún pendiente.

3. Evolución del mercado e impacto de los instrumentos

El mercado de créditos hipotecarios para vivienda en el Perú es incipiente, lo que puede constatarse, en primer término, por el volumen de la cartera bancaria de créditos hipotecarios para vivienda la que a mediados de junio de 2001 ascendía a sólo \$US 1 059 millones (ASBANC, 2001). Se trata de un volumen reducido tomando en cuenta el tamaño relativo de la economía peruana.⁶⁶ Asimismo, la actividad de crédito hipotecario para vivienda está aún poco arraigada al interior de la banca peruana: la cartera hipotecaria representaba, a esa misma fecha, sólo el 8% del total de la cartera, mientras que el 76% del total de la cartera hipotecaria está concentrado en sólo cuatro bancos (SBS, 2001). Más aún, esta cartera está focalizada en estratos de ingresos medio-alto y alto (es decir, ingresos superiores a \$US 1 000 ó 1 500), lo cual en sí es un factor que limita un mayor crecimiento de dicha cartera.

Debe recordarse que el crédito hipotecario para vivienda era un producto financiero inexistente en el Perú a inicios del decenio de los noventa. Por entonces, un creciente proceso inflacionario, que derivó en hiperinflación, tornó imposibles las operaciones de financiamiento de largo plazo como las que requiere la adquisición de viviendas. A ello se agrega que la base institucional especializada en el financiamiento habitacional colapsó. Cuando la estabilidad macroeconómica fue recobrándose, algunos bancos múltiples privados, por iniciativa propia, pusieron en marcha algunas alternativas de financiamiento hipotecario, accesibles principalmente para los sectores de ingresos más elevados. Hacia 1993 estas opciones eran ofrecidas en el mercado a tasas del orden del 18% anual en dólares y con plazos promedios de 5 a 7 años. A partir de la

⁶⁶ Otros dos países latinoamericanos con dimensiones económicas similares —Chile y Colombia— poseen carteras hipotecarias para vivienda sustancialmente mayores.

competencia bancaria que fue fomentándose, se han logrado reducir las tasas de interés y ampliar los plazos: hoy las tasas de interés para créditos hipotecarios para vivienda se ubican alrededor de 11.5 y 14% anual en dólares y ya se ofrecen créditos a 20 y 25 años plazo.

La limitada expansión del crédito hipotecario de la banca peruana puede atribuirse a dos factores principales. En primer lugar, el bajo poder adquisitivo de la gran mayoría de la población así como la incapacidad de acreditar ingresos permanentes, limitan el mercado potencial de sujetos de crédito a base de los criterios tradicionalmente empleados por la banca. Al año 2000 un 89% del total de hogares a nivel nacional se ubicaba en los niveles socioeconómicos C, D y E, cuyos ingresos familiares mensuales son, en promedio, no mayores a \$US 300 (\$US 289 el nivel C, \$US 199 el nivel D y \$US 126 el nivel E), mientras que un 9% de los hogares, pertenecientes al nivel B, tenía ingresos en promedio de \$US 680 mensuales (Apoyo Opinión y Mercado S.A., 2001). En segundo lugar, es notoria la carencia de recursos de largo plazo movilizados por la banca que puedan ser destinados a colocaciones de largo plazo. Las letras hipotecarias que procuraban atraer hacia el financiamiento de la vivienda los crecientes recursos de los fondos privados de pensiones, no tuvieron el éxito esperado.

En este contexto, se inscribe el Fondo Mivivienda, que intenta servir como catalizador del desarrollo del mercado primario de hipotecas, procurando, con recursos de origen estatal, atraer la participación del sector privado (financiero y constructor), ante la limitada inclinación de la banca múltiple de colocar sus propios recursos a largo plazo para el financiamiento de vivienda. Desde el inicio del programa, en junio de 1999, hasta fines de octubre de 2001, el Fondo Mivivienda había aprobado un total de 1 604 créditos que han implicado un desembolso total de \$US 28.34 millones. A esa fecha, la cartera vigente del Fondo ascendía a casi \$US 28 millones (véase cuadro 2). Se trata de un volumen de actividad bastante bajo respecto de la disponibilidad de recursos, lo que ha venido motivando una serie de cambios en la operación del Fondo. Sin embargo, en los últimos meses se advierten indicios de una aceleración en la actividad del Fondo: en los primeros 10 meses de 2001 se concretaron 2.6 veces el número de operaciones aprobado durante todo el año 2000. Del total de créditos, poco más de la mitad (53%) se ha contratado en dólares y casi la otra mitad en nuevos soles constantes. A la fecha, 14 de las 27 instituciones financieras autorizadas han otorgado créditos del Fondo, y sólo tres instituciones explican más del 75% de las operaciones.

Cuadro 2
PERÚ: ACTIVIDAD CREDITICIA DEL FONDO MIVIVIENDA, 1999-2001

	Número de créditos aprobados	Aprobado durante el año (millones de \$US)	Crédito promedio durante el año (\$US)	Cartera vigente ^c (millones de \$US)
1999 ^a	143	2.60	18 182	2.59
2000	405	7.47	18 444	7.37
2001 ^b	1 056	18.27	17 301	27.75
Total	1 604	28.34	17 668	

Fuente: Sobre la base de información actualizada del Fondo Mivivienda, Lima, octubre de 2001.

^a De junio a diciembre.

^b De enero a octubre.

^c Saldos a fin de período.

La eficacia de la operación del Fondo Mivivienda en el largo plazo depende de dos aspectos clave: por un lado, cómo asegurar la atención a la población objetivo; y, por otro lado, cómo asegurar la sostenibilidad del Fondo. El incentivo del Premio al Buen Pagador está desempeñando un papel importante para facilitar el acceso a los créditos a segmentos con ingresos más bajos, al

permitir créditos con cuotas mensuales menores (o tasas de interés implícitas menores).⁶⁷ Este incentivo también tiene incidencia sobre la morosidad, en la medida que dicho beneficio sólo es percibido por los deudores que atienden los pagos de sus créditos puntualmente. Ambos elementos están orientados a mitigar el riesgo crediticio de estas operaciones. Cabe señalar que los intermediarios financieros que operan con el Fondo cuentan con una cobertura de riesgo crediticio de un tercio del crédito, además de ser ésta una cobertura subordinada (es decir, primero el banco cobra sus dos tercios y luego el Fondo Mivivienda recupera el tercio restante).

El monto promedio de los créditos del Fondo es de alrededor de \$US 18 000, lo que significa que estos recursos están llegando fundamentalmente a familias que pueden acreditar ingresos en el rango de \$US 530 a 585 (Fondo Mivivienda, 2001), es decir hogares de los niveles socioeconómicos B2 (ingreso promedio de \$US 617) y, en menor medida, C1 (ingreso promedio de \$US 314).⁶⁸ Teniendo en cuenta que los créditos del Fondo Mivivienda tienen un subsidio implícito a la tasa de interés, el sistema estaría siendo regresivo, ya que los beneficiarios de los créditos y del subsidio son parte de la población con una capacidad de endeudamiento que les permite acceder a montos mayores de crédito. A fin de incentivar una mayor atención a la población de menores ingresos, recientemente se ha dispuesto la opción de una mayor cobertura de riesgo crediticio,⁶⁹ sobre la base del argumento que ello podría alentar una reducción del margen o *spread* que cobran las instituciones financieras así como la tasa de interés para el prestatario y, por ende, permitir una mayor acceso a los créditos. Actualmente, el margen de las instituciones participantes es de unos 4.5 puntos porcentuales,⁷⁰ estimándose que la mayor cobertura de riesgo crediticio podría conllevar una reducción de este *spread* de unos dos puntos.

Puede afirmarse que estaría haciendo falta el diseño de productos crediticios más adecuados a la realidad de los sectores de menores ingresos (C2 y D) con cierta capacidad de endeudamiento, que sirvan no tanto para adquisición de vivienda, sino para mejoramiento o ampliación de vivienda y que, por ende, sean créditos de montos más bajos (desde \$US 1 000) y a plazos menores (8 a 10 años). Actualmente, muchas de estas necesidades de estos sectores vienen siendo atendidas por el Banco de Materiales, que apoya básicamente proyectos de autoconstrucción. Sin embargo, no sólo se advierte deficiencias técnicas en el desarrollo de estos proyectos, sino que esta institución otorga préstamos a muy bajas tasas de interés, que dificultan la incursión del sector privado; y, al mismo tiempo, enfrenta severos problemas de morosidad.⁷¹

A fin de ampliar el mercado potencial de prestatarios del Fondo Mivivienda, debe advertirse que existe una marcada ausencia de productos financieros que estimulen el ahorro de bajo monto vinculado con un objetivo específico, en este caso la adquisición de viviendas. Buena parte de los hogares que conforman los sectores B2 (ingreso promedio de \$US 617), C1 (ingreso promedio de \$US 314) y C2 (ingreso promedio de \$US 243) poseen cierta capacidad de ahorro y endeudamiento pero al no poder acreditar sus ingresos, no califican como sujetos de crédito. Dichos productos de ahorro podrían servir no sólo para la conformación de la cuota inicial requerida sino también para medir, luego de un proceso de ahorro metódico, su capacidad de pago de un crédito hipotecario.⁷²

⁶⁷ El Premio al Buen Pagador reduce la tasa de interés en 3.5 puntos porcentuales.

⁶⁸ Declaraciones recientes del secretario ejecutivo del Fondo Mivivienda señala que sólo el 6% del monto otorgado ha sido destinado a familias de los sectores C2 (ingreso promedio de \$US 243) y al D.

⁶⁹ También está permitida una cobertura de dos tercios del valor del crédito, pero compartida por el Fondo y las entidades financieras, aunque no se han reglamentado posibles límites (es decir, hacerla inversamente proporcional al monto del crédito, o aplicable hasta un monto máximo de crédito).

⁷⁰ La Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) presta los recursos a los intermediarios participantes a 6.25% en nuevos soles Valor de Actualización Constante (VAC), y a 7.75% en dólares, más una comisión de 0.25%.

⁷¹ Declaraciones recientes del presidente del Banco de Materiales señalan que el 90% de sus prestatarios son morosos y que la morosidad equivale al 40% de los créditos otorgados.

⁷² Hace poco un banco privado anunció el lanzamiento de un producto financiero de esta índole.

En el proceso de adecuación de la operación del Fondo Mivivienda a fin de ampliar su cobertura a una mayor proporción de la población, se analizó la opción de disponer los recursos del Fondo para el otorgamiento de subsidios directos a la demanda. Esta opción se tornó inviable debido a la preocupación por asegurar la autosostenibilidad del Fondo, en la medida en que no existían las condiciones ni la decisión política de amparar un esquema de esta índole con recursos presupuestarios. La reciente ampliación de las funciones del Fondo Mivivienda como garante de título-valores que se emitan para la captación de recursos adicionales para el financiamiento de vivienda, está encaminada a estimular una mayor movilización de recursos, sobre el reconocimiento de que el aporte inicial del Fondo, incluyendo sus recuperaciones y su rentabilidad, no será suficiente para atender las necesidades de financiamiento habitacional.

Es claro que queda pendiente la tarea de resolver la falta de recursos de largo plazo para el financiamiento habitacional, estableciendo vínculos entre el mercado de capitales y el mercado de créditos hipotecarios para la vivienda, mediante adecuados instrumentos que hoy son prácticamente inexistentes. También queda claro que quizá resultará ineludible un esquema de subsidio directo a la demanda para permitir el acceso a la vivienda para la población con muy limitada capacidad de compra.

H. El caso de la República Dominicana

1. Base institucional

A partir de 1996 se implementa una nueva política de vivienda, que reformula los roles institucionales y el marco jurídico, y en la cual el Instituto Nacional de la Vivienda (INVI), como rector del sector vivienda, asume el encargo de formular y ejecutar el Plan Nacional de Vivienda. Dentro de esta política de vivienda, los programas de subsidios habitacionales directos forman parte de las acciones del gobierno a través del INVI. En este sentido, se procura concentrar el esfuerzo del Estado con programas de altos subsidios en el segmento de bajos y muy bajos ingresos, es decir, ingresos de hasta cuatro salarios mínimos,⁷³ que comprende a aproximadamente el 50% de la población; canalizar recursos para apoyar la iniciativa privada en el estrato de ingresos medio y medio-bajo, es decir, ingresos entre tres y 10 salarios mínimos, que representan de un 30 a un 35% de la demanda; y permitir que el estrato de ingresos medio-alto y alto, es decir, ingresos mayores de 10 salarios mínimos, que comprenden del 10 al 15% de la demanda potencial, pueda ser atendido totalmente por el sector privado en el mercado.

En el ámbito financiero, los principales originadores de créditos hipotecarios para la vivienda en la República Dominicana son las Asociaciones de Ahorros y Préstamos para la Vivienda (AAP). Éstas son entidades privadas mutualistas, creadas al amparo de la Ley N° 5 897 de 1962, que constituyen un sistema especializado de financiamiento para la vivienda cuya función principal es promover la captación de ahorros para destinarlos al otorgamiento de préstamos para la construcción, adquisición o mejoramiento de la vivienda familiar y otro tipo de edificaciones. Las AAP emplean básicamente cuatro instrumentos de captación de recursos, a saber: (a) cuentas de ahorro, que exigen una mínima cantidad para su apertura; (b) certificados de depósitos, que permiten a sus tenedores disponer de su dinero en cualquier momento; (c) certificados financieros, cuyos montos y plazos son muy variados, y (d) contratos de participación, mediante los cuales el tenedor participa en un porcentaje o en la totalidad de una hipoteca asegurada. Actualmente, existen 18 AAP.

Por su parte, el Banco Nacional de la Vivienda (BNV) fue creado mediante la Ley N° 5 894 de 1962 como organismo regulador del sistema dominicano de ahorros y préstamos para la vivienda con personalidad jurídica y administración autónoma. Entre las principales funciones asignadas al

⁷³ El salario mínimo mensual es de \$RD 3 415 (\$US 205).

BNV figuran: complementar los recursos de las AAP, estimular la creación y el funcionamiento de AAP, desarrollar la política de dirección y reglamentación del crédito hipotecario de éstas, asegurar las cuentas de ahorros manejadas por las AAP, y realizar operaciones de seguro de hipotecas. Existen otros originadores de hipotecas de menor importancia relativa en el sistema financiero dominicano tales como los bancos comerciales, los bancos de desarrollo, los bancos hipotecarios y las financieras, entre otros.

2. Características de los instrumentos de crédito

a) Créditos en el ámbito del Sistema de Asociaciones de Ahorros y Préstamos para la Vivienda (AAP)

Las AAP representan el segmento más importante del financiamiento formal para la vivienda en el país. Los créditos que otorgan las AAP pueden tener los siguientes destinos: (a) construcción de viviendas; (b) adquisición de viviendas; (c) facilidades a constructores/promotores para construir y vender facilidades habitacionales; (d) compra de solares, y (e) proyectos de urbanización de terrenos. Todos los créditos que otorgan las AAP son denominados en pesos dominicanos, no existiendo ningún tipo de indización. La relación préstamo/tasación (LTV) es de 85% como máximo, según recomendación del BNV, aunque en la práctica dicha proporción se ubica en promedio en 65%. Los créditos hipotecarios para adquisición de vivienda tienen plazos máximos de 20 años. El sistema de amortización de los créditos está basado en el pago de cuotas iguales y consecutivas; en dicha cuota, el monto de la amortización aumenta en la medida que se paga, mientras que el monto de intereses pagados tiende a decrecer.

La tasa de interés es variable, pudiéndose ajustar ésta en función de su comportamiento en el mercado. En 2000, la tasa activa promedio de los créditos hipotecarios para vivienda fue de 28.55% anual, mientras que la tasa pasiva promedio fue de 17.72%. La cuota a pagar no puede sobrepasar por regla general el 25% de los ingresos familiares del deudor. Generalmente, se exige una garantía hipotecaria, y existen casos en los cuales la garantía hipotecaria se refuerza con una garantía solidaria y/o prendaria.⁷⁴ Los créditos hipotecarios para vivienda contemplan seguro contra daños del inmueble hipotecado; seguro de vida del deudor; y seguro FHA (seguro de fomento de hipotecas aseguradas).

b) Otros instrumentos de crédito

Teniendo en cuenta la importante producción informal de viviendas en la República Dominicana, el BNV ha diseñado un programa para el financiamiento de infraestructura y viviendas urbanas económicas, denominado Programa de Viviendas Mínimas en Zonas Urbanas (PROVIMUR), en apoyo al Plan Nacional de Viviendas y Asentamientos Humanos correspondiente al período 2000-2004, que busca, entre otros propósitos, promover el financiamiento de la construcción de viviendas a corto y mediano plazos y de infraestructura y servicios en zonas urbanas, así como el microfinanciamiento para el mejoramiento de viviendas. Este programa está dirigido a dos grupos de población: (a) familias con ingresos entre 3.5 y 8.5 salarios mínimos (\$US 350 a 850), que tendrán acceso a los programas de desarrollo de infraestructura urbana y financiamiento a la construcción de viviendas en las nuevas urbanizaciones y en barrios consolidados, y (b) familias con ingresos menores de 3.5 salarios mínimos, que serán atendidos con un fondo de microfinanciamiento para el mejoramiento y la ampliación de viviendas, así como titulación de terrenos.

⁷⁴ Además, existe la alternativa de otorgar préstamos tomando como garantía los contratos de arrendamiento emitidos por las autoridades municipales. En este caso, la oficina de registro de títulos inscribe la mejora puesta en garantía bajo la modalidad de la firma de un contrato tripartito entre la institución financiera, la institución arrendadora y el cliente deudor o arrendatario.

3. Evolución del mercado e impacto de los instrumentos

Las AAP constituyen el segundo segmento en términos de volumen de activos dentro del sistema financiero dominicano. A fines de 2000, las AAP registraron activos por un valor de \$RD 28 800 millones (\$US 1 742 millones), equivalentes al 16.4% del total de activos del sistema financiero (cabe señalar que los activos de los bancos comerciales dieron cuenta, a esa misma fecha, del 75% del total de activos del sistema). Por su parte, el patrimonio de las AAP ascendía a \$RD 4 600 millones (\$US 278 millones), equivalentes al 23% del sistema financiero. El afianzamiento de las AAP en esta posición se ha dado, al mismo tiempo, con el logro de una rentabilidad sobre activos, y también sobre patrimonio, por encima del promedio del sistema financiero y de los propios bancos (Guzmán, 2001).

El sistema de AAP es la principal fuente de financiamiento del mercado formal de créditos para vivienda, representando más del 90% del total (véase cuadro 3). Queda claro que el crédito para vivienda a largo plazo no constituye para la banca comercial un rubro de negocio de interés: a fines de 2000, los créditos hipotecarios para vivienda de este segmento sólo significaban el 1.4% del total de su cartera. A fines de ese mismo año, el saldo de la cartera de créditos hipotecarios de las AAP ascendía a casi \$US 774 millones, equivalentes al 71% de la cartera total de estas entidades. En dicho año, las AAP otorgaron casi 10 000 créditos, cifra superior a la registrada en 1999 en un 5.4%, por un monto ascendente a \$RD 5 000 millones (\$US 305 millones). Las dos AAP más grandes del sistema explican poco más de la mitad de esta actividad crediticia. Considerando la proporción de la cartera de créditos con potencial de pérdidas respecto de la cartera total, las AAP registran un riesgo crediticio sustancialmente menor que el promedio del sistema financiero (véase gráfico 21).

Cuadro 3
REPUBLICA DOMINICANA: CRÉDITOS HIPOTECARIOS
PARA VIVIENDA SEGÚN INTERMEDIARIOS FINANCIEROS, 1997-2000
(Saldos a fines de cada año en millones de dólares)

	1997	1999	2000	
			Monto	% sobre la cartera total de cada segmento
Bancos comerciales	34.9	53.6	70.1	1.42
Bancos de desarrollo	1.1	3.5	3.0	0.89
Bancos hipotecarios	0	0.5	2.0	31.38
Asociaciones de A. y P.	370.2	618.1	773.6	70.87
Financieras	2.9	2.8	2.3	1.47
Casas de menor cuantía	0.1	0	0	0.07
Instituciones públicas	3.1	3.4	3.4	25.27
Total	412.3	682.1	854.3	13.05

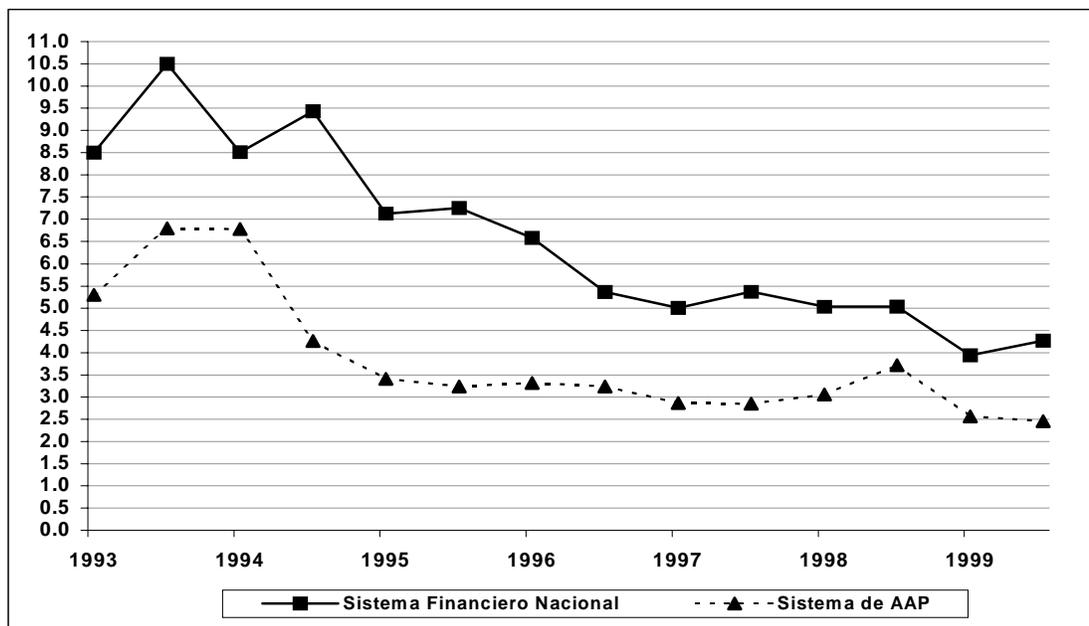
Fuente: Sobre la base de información actualizada del Banco Nacional de la Vivienda, República Dominicana, diciembre de 2000.

En lo que respecta a la captación de recursos, el sistema de AAP disponía a fines de 2000, a través de las cuatro modalidades de captación antes señaladas, un total de \$RD 22 645 millones, equivalentes a \$US 1 370 millones. Esta cifra representaba una cuota del mercado de captaciones del orden del 20%, siendo el rubro de mayor importancia el de certificados financieros (casi dos tercios del total de captaciones de las AAP), lo que se explica por la rentabilidad de este instrumento.

La evolución del sistema de AAP antes descrita se ha dado en el marco de una serie de adecuaciones en su actividad operativa. El desempeño del sector financiero ha estado inmerso en un ambiente de mayor competencia entre los intermediarios participantes. Ello ha impulsado a las AAP a no sólo consolidar su posición como principales proveedores de financiamiento hipotecario para la vivienda, sino también a diseñar y ofrecer una gama más amplia de servicios. En efecto, las AAP han incursionado en la emisión de tarjetas de crédito y tarjetas de débito, el otorgamiento de créditos de consumo para atender una amplia variedad de necesidades familiares, y el establecimiento de una red de asociaciones por medio de la cual un cliente de una AAP puede realizar sus operaciones en cualquier otra AAP integrante de la red. En general, las AAP se han orientado a forjar, en este contexto, nuevas opciones de financiamiento. Sin embargo, todas estas operaciones han estado focalizadas en familias con capacidad de acreditar ingresos permanentes así como con capacidad de endeudamiento.

Frente a ello, han surgido algunas iniciativas para el otorgamiento de créditos para mejoramiento de viviendas en barrios de bajos ingresos, teniendo en cuenta que algunas modificaciones legales recientes permiten a las AAP a destinar parte de su cartera a préstamos no hipotecarios. La idea es atender las necesidades de financiamiento para mejoras en viviendas precarias, cuyos propietarios no tienen acceso al crédito formal, sobre la base de operaciones de microfinanciamiento con garantías solidarias, es decir, con el respaldo de las comunidades, y también con garantías hipotecarias individuales. Esta iniciativas son, sin embargo, muy limitadas e incipientes a la fecha.

Gráfico 21
REPÚBLICA DOMINICANA: COMPARACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO ENTRE EL SISTEMA DE ASOCIACIONES DE AHORROS Y PRÉSTAMOS PARA LA VIVIENDA (AAP) Y EL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL
(En porcentajes)



Fuente: V. Guzmán, "Innovaciones en los esquemas institucionales para el financiamiento de la vivienda: el caso de la República Dominicana", documento presentado en la XXXIX Conferencia Interamericana para la Vivienda de Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), Santa Cruz de la Sierra, Bolivia, agosto 2001.

Si bien la actuación del sistema de AAP es sumamente preeminente en el ámbito del mercado formal de créditos hipotecarios, su alcance está acotado en la práctica a familias con ingresos mensuales mayores a \$RD 15 000 (\$US 900). Ahora bien, un estudio recientemente realizado determinó que en las zonas urbanas, cerca de 180 mil hogares —el 57% del total— constituyen una demanda efectiva por soluciones habitacionales de hasta \$RD 150 000 (\$US 9 000) (Fondo Nacional de Vivienda Popular (FONDOVIP)-United States Agency for International Development (USAID)/Regional Urban Development Office for Latin America and the Caribbean (RUDO-LAC, 2000), segmento que generalmente no es atendido por el mercado formal de créditos para vivienda.

Más aún, se estima que en la República Dominicana el sector informal produce el 75% del total de las viviendas construidas anualmente, utilizando prácticas y materiales de construcción inadecuados, así como financiamiento propio e informal, con altas tasas de interés y de corto plazo (Martínez, 2001).⁷⁵ De hecho, se verifica poca experiencia e interés del sector financiero formal en atender a este importante sector de la población, lo que se explica por una serie de razones, entre ellas la falta de información de los ingresos de las familias y la periodicidad del ingreso diferente al sistema convencional de pago de hipotecas; la precaria legalidad de la tenencia del suelo; la falta de garantías adecuadas; y las exigentes regulaciones preventivas para la clasificación de préstamos.

Así, en el ámbito del fondo de microfinanciamiento para el mejoramiento y la ampliación de viviendas creado por el BNV, el FONDOVIP, actúa como institución intermediaria aprobada por el BNV. Se trata de una organización voluntaria, privada, sin fines de lucro, integrada por instituciones públicas y privadas así como por líderes del sector habitacional del país, que tiene como propósito organizar la demanda en el sector informal y diseñar un esquema de financiamiento acorde con las características de ese mercado que permita utilizar los recursos financieros existentes en el sector formal.

A tal efecto, el FONDOVIP actuará como entidad financiera de segundo piso, es decir, no proporcionará el financiamiento directamente a los beneficiarios finales, a través de organizaciones no gubernamentales que promueven el microcrédito y grupos solidarios con capacidad de penetración en las comunidades. Asimismo, fundamentará la solidez del financiamiento en la supervisión dirigida y permanente y no tanto en la existencia de garantías reales, así como ofrecerá programas de financiamiento para mejoramiento y reparación de viviendas y, por ende, proporcionará créditos de bajo monto (\$US 1 500 a 2 000 en promedio). También apoyará sistemas de autoconstrucción dirigida y de ayuda mutua, y operará en condiciones de mercado a fin de que los recursos existentes en el sector formal puedan ser aplicados en el sector informal.

Está previsto que los programas de financiamiento del FONDOVIP tengan un plazo entre tres y cinco años con tasas de interés de mercado, revisables periódicamente. Los créditos no deberán superar el 70% del valor por titulación, mejoramiento o ampliación de vivienda, con montos entre \$RD 5 000 y 100 000 (entre \$US 300 y 6 000).⁷⁶ Está previsto que las ONG participantes aprueben y desembolsen los créditos según límites y normas establecidas por el FONDOVIP, el cual descontará la cartera correspondiente contra presentación de los créditos otorgados. Las ONG administrarán los créditos y pagarán cuotas mensuales fijas y consecutivas asegurando el flujo de caja esperado a FONDOVIP. Los créditos que presenten atrasos deberán ser sustituidos por las ONG. Las ONG podrán exigir garantías reales y solidarias a los deudores, debiéndose estos derechos transferirse a favor de FONDOVIP como una garantía colateral.

⁷⁵ La vigencia de estas condiciones así como el dinamismo de este sector y de los programas de créditos a microempresas son evidencia de una capacidad de ahorro y de pago de estas familias.

⁷⁶ Según el mismo estudio de FONDOVIP antes citado, de un total de 1 234 403 hogares en la República Dominicana, 467 170 hogares (38%) estaban afectados por déficit de carácter cualitativo. Asimismo, existen 815 038 hogares (66%) que carecen de titulación saneada en sus viviendas, lo cual supone una restricción para el desarrollo del mercado de hipotecas.

Se establecerá una distribución geográfica de los recursos así como seguros de vida y de propiedad. Con estas características, se procura atender las necesidades de mejoramiento de vivienda de sectores de bajos ingresos con cierta capacidad de endeudamiento pero que actualmente quedan al margen de las opciones de financiamiento formal disponibles en el Sistema de AAP, aunque los avances son muy incipientes a la fecha.

IV. Interrelaciones entre los mercados primarios y secundarios de hipotecas: avances en la securitización de hipotecas en América Latina

A. Consideraciones generales sobre la securitización de hipotecas

Como ha sido argumentado, la adquisición de vivienda sólo es viable mediante un crédito de largo plazo. Por ello, con miras a preservar la estabilidad y mitigar los riesgos de las instituciones financieras de vivienda, se requiere de la consecución de recursos financieros de largo plazo. A tal efecto, es preciso contar con la existencia de: (a) instrumentos apropiados para una captación de recursos con plazos compatibles con los de las colocaciones (largo plazo), y (b) fuentes de recursos cuya naturaleza sea tal que tiendan a destinarse hacia inversiones de largo plazo.

El desarrollo de los mercados primarios de hipotecas, tal como ha sido documentado en el capítulo anterior, revela, en mayor o menor medida, una clara insuficiencia en la atracción de recursos de largo plazo para el financiamiento de la vivienda y, al mismo tiempo, un creciente reconocimiento de la necesidad de generar nuevas alternativas de movilización de recursos financieros hacia el sector

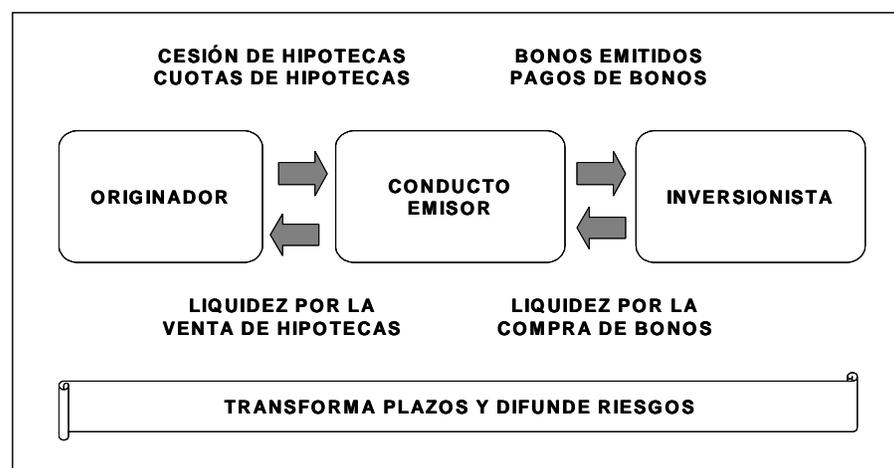
vivienda que vinculen el mercado de créditos hipotecarios para la vivienda con el mercado de capitales. Desde luego, la necesidad que enfrentan los sistemas financieros de vivienda de desarrollar instrumentos que movilicen ahorros institucionales de largo plazo desde los mercados de capitales no significa descartar el esquema tradicional de intermediación en el mercado financiero, sino más bien ha de servir para complementar a éste.

En este contexto, se inscribe el desarrollo de instrumentos como la securitización de activos hipotecarios, también conocida en los países de la región como titularización en Colombia, titulización en Argentina, o bursatilización en México; aunque ciertamente no es la única vía para captar recursos del mercado de capitales. La securitización de hipotecas consiste en el empaquetamiento de activos hipotecarios individuales con determinados flujos de pago, que respaldan la emisión de título-valores estandarizados y negociables que al ser adquiridos por inversionistas en el mercado secundario, proporcionan liquidez a los originadores.

El gráfico 22 muestra, de manera sumamente simplificada, el mecanismo de funcionamiento de este instrumento. En él concurren básicamente tres agentes: el originador, el conducto y los inversionistas.⁷⁷ El originador cede activos a cambio de pronta liquidez, aminorando su requerimiento de capitalización para efectuar nuevas originaciones. Por norma general, en relación con los activos cedidos, el originador adquiere un nuevo carácter: de dueño de la cartera pasa a ser administrador de ésta. Por su parte, el conducto aísla los activos adquiridos del patrimonio del originador y también del patrimonio del propio conducto, mejora la calidad crediticia del activo subyacente y estructura un título con mejor riesgo. Finalmente, el inversionista adquiere un título rentable, líquido y seguro. Así, el proceso de securitización de hipotecas permite básicamente dos resultados: (a) por un lado, transforma los plazos de vencimiento de los activos, lo que para una institución que otorga créditos para vivienda de largo plazo es de singular importancia, facilitándole un mejor calce de plazos entre activos y pasivos a base de una rotación más rápida de los recursos, y (b) por el otro, difunde los riesgos inherentes a los activos hipotecarios, trasladándolos y dispersándolos al mercado de capitales.⁷⁸

Gráfico 22

ESQUEMA BÁSICO DE LA SECURITIZACIÓN DE HIPOTECAS



Fuente: Elaboración del autor, 2001.

⁷⁷ En realidad, no sólo concurren estos agentes sino también otros adicionales, tales como el deudor hipotecario, el administrador de cartera (si es diferente del originador), el clasificador de riesgo, el representante de los tenedores de bonos, el custodio de los título-valores, etc.

⁷⁸ Es distinto el riesgo que se asume al comprar un bono securitizado cuyo activo subyacente es una cartera de hipotecas, por ejemplo, de un promedio de \$US 12 000, respecto de si se compra cada una de esas hipotecas de \$US 12 000 en forma individual.

La viabilidad de un proceso de securitización de hipotecas requiere de dos elementos centrales: (a) por un lado, el diseño del producto; y (b) por el otro, la formación del mercado. En lo que respecta al diseño del producto, se requiere, en primer lugar, de una experiencia positiva en el mercado primario de hipotecas, que se traduzca en hipotecas de alta calidad y con volúmenes críticos. Para ello, se requiere contar con activos rentables en el largo plazo, cuya originación y cobranza sea efectuada sobre la base de criterios homogéneos, con bajas tasas de morosidad y de ejecución de garantías, y con flujos de pagos futuros razonablemente predecibles. Si el comportamiento futuro de las hipotecas es incierto o poco predecible, los inversionistas demandarán un mayor retorno y las clasificadoras de riesgo un mayor mejoramiento crediticio (*credit enhancement*), lo que hará más costosa (y quizá inviable) esta opción de captación de recursos. Asimismo, contar con un volumen significativo de carteras hipotecarias es importante porque facilita la concreción de emisiones periódicas de magnitudes razonables, contribuyendo a la profundización del mercado secundario, y al logro de economías de escala.⁷⁹

En segundo término, se requiere de un marco regulatorio que propicie las operaciones de esta índole, al facilitar y hacer menos costosa la cesión de activos hipotecarios; hacer más expeditiva y menos costosa la ejecución de garantías hipotecarias; preservar la integridad de los activos subyacentes en los bonos securitizados aislándolos de eventuales insolvencias tanto de los originadores como de los conductos (*true sale*);⁸⁰ y establecer regímenes tributarios que no distingan entre el hecho de que las hipotecas permanezcan en manos del originador o pasen a manos de los inversionistas en la forma de un bono securitizado.

En tercer lugar, desde el punto de vista operativo, un elemento clave es la estandarización de hipotecas, que ha de permitir que las carteras de hipotecas de distintos originadores sean comparables,⁸¹ pues ello contribuye a alcanzar volúmenes críticos al integrar hipotecas de diferentes originadores en una misma transacción, así como facilita los procesos de análisis de carteras para la estructuración de bonos securitizados (*due diligence*). Otro elemento clave desde el punto de vista operativo es contar con adecuados sistemas de información, tanto para la etapa de análisis cuanto para el seguimiento de las operaciones. En la etapa de análisis, se requiere contar con datos completos sobre los términos y las condiciones de los préstamos, sobre las características de los deudores y de las garantías, y sobre el historial de pagos y prepagos. En la etapa de seguimiento, se necesita estructurar reportes que den cuenta a los inversionistas y otros actores del mercado secundario cómo se están comportando las transacciones efectuadas.

El otro elemento central del proceso de securitización de hipotecas es la formación del mercado. La profundidad y el desarrollo institucional de un mercado doméstico de capitales —con clasificadoras de riesgo, inversionistas institucionales, ahorros de largo plazo, diversidad de instrumentos de inversión— será un elemento que influirá sobre las posibilidades de concretar operaciones de securitización de hipotecas. Así, las clasificadoras de riesgo actúan como nexo entre los emisores y los inversionistas, e intervienen en la estructuración de los bonos securitizados desde su origen proporcionando una opinión profesional independiente sobre la calidad crediticia del instrumento, y no del emisor. De hecho, la existencia y credibilidad de las clasificadoras de riesgo es un factor crítico para el desarrollo de una industria de bonos securitizados.

⁷⁹ Muchos de los costos de una operación de securitización de hipotecas son costos fijos.

⁸⁰ Es fundamental la comprobación de que la cesión de activos se trate de una venta verdadera (*true sale*), porque la calidad del bono securitizado se analiza independientemente de lo que pueda suceder con el originador; si éste quiebra, el conducto debe ser inmune. Un contrato debidamente estipulado va a impedir que ante una eventual quiebra del originador, ningún acreedor de éste pretenda ejercer algún derecho sobre los activos cedidos.

⁸¹ Por ejemplo, para establecer la relación cuota/ingreso, en principio los originadores podrían efectuar el cálculo a base del sueldo bruto o del sueldo neto de impuestos o alguna otra alternativa. La homogeneidad consiste en asegurarse que todos los originadores empleen la misma fórmula de cálculo para esta y otras variables.

Por otro lado, algunas reformas estructurales (es decir, la privatización de los fondos de pensiones, la introducción de los seguros de vida, etc.) están aportando una base de recursos promisorios para inversiones de largo plazo y el surgimiento de inversionistas institucionales. Por su parte, el mercado internacional de capitales puede aportar una demanda adicional para los bonos securitizados e inducir la adopción de estándares más exigentes. Desafortunadamente, estas oportunidades para acomodar inversiones financieras de largo plazo se encuentran hoy día amenazadas, debido a condiciones adversas del mercado en muchos países. Lo anterior revela la importancia de contar también con un escenario macroeconómico estable y con crecimiento que contribuya a la formación del mercado para una industria de bonos securitizados.

B. Desarrollo práctico de la securitización de hipotecas en América Latina

En el transcurso del decenio de los noventa, varios países latinoamericanos han configurado marcos legales e institucionales para el desarrollo de la securitización de hipotecas; incluso, algunos de ellos han concretado un número de transacciones. Sin embargo, de la revisión de la experiencia registrada puede concluirse que se trata de un proceso que se encuentra en un estado incipiente aún: sólo cinco países latinoamericanos registran un total de 48 emisiones por un valor combinado de \$US 1 852 millones.

Pese a las iniciativas adelantadas para permitir este tipo de operaciones, los avances se han visto dificultados algunas veces por la vigencia de regulaciones restrictivas en cuanto a los procedimientos, y por la falta de estandarización en el sector hipotecario así como por la limitada disponibilidad de información sobre el desempeño histórico de los créditos hipotecarios. Las recientes crisis financieras también han dificultado el proceso, debido al deterioro de la calidad de las carteras y a la incertidumbre generada para inversiones financieras de largo plazo. Otros factores que han entorpecido este proceso es la inexperiencia de los agentes participantes por tratarse de un instrumento novedoso; y, sobre todo en aquellos países de menor tamaño económico, la falta de volúmenes críticos de hipotecas. A continuación se efectuará una breve reseña sobre los avances al respecto en un número seleccionado de países.

1. Colombia

Entre 1992 y 1995 se estableció el marco legal para la titularización tal como se le llama en dicho país (contenido en la Ley N° 645 de 1992 y la Resolución N° 400 de 1995), que definía los diversos activos que podían ser materia de titularización, entre ellos las carteras de crédito hipotecario. En el ámbito de la titularización de hipotecas, dicho marco legal permitió efectuar emisiones de bonos con respaldo de hipotecas denominadas tanto en unidades de valor constante cuanto en pesos, originadas por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), que conformaban el antiguo Sistema UPAC.

El esquema utilizado para la titularización estaba basado en la cesión de hipotecas con un contrato fiduciario irrevocable del originador a una sociedad fiduciaria, sobre cuya base se creaba un patrimonio autónomo para la emisión de los bonos. Las normas establecen la necesidad de clasificación de riesgo de estos instrumentos de inversión en función del análisis del comportamiento y siniestralidad de la cartera del originador, así como de mecanismos de mejoramiento crediticio.

Recién a partir de 1995, se concretaron las primeras titularizaciones de hipotecas en Colombia, con lo cual éste se convirtió en el país latinoamericano pionero a este respecto. Entre 1995 y 1999, en este país se registró un total de 10 emisiones a cargo de cinco ex-CAV, hoy bancos

hipotecarios, por un monto equivalente a \$US 460 millones con respaldo de hipotecas por un valor de \$US 509 millones (véase cuadro 4). Como puede apreciarse, las emisiones tienen vidas programadas diversas —de 1 a 10 años— todas con clasificación de riesgo triple A y con mejoramiento crediticio. Todas las emisiones fueron colocadas en el mercado doméstico de capitales, siendo los fondos de pensiones los principales adquirentes de los bonos titularizados.

Cuadro 4
COLOMBIA: EMISIONES DE BONOS SECURIZADOS CON RESPALDO DE HIPOTECAS

Originador	Emisión	Monto en millones				Vida promedio	Clasificación de riesgo ^a	Tasa ^b promedio de colocación	Adquirentes de los títulos	
		Cartera securitizada		Emisión					(estamento)	(%)
	(fecha)	(pesos)	(\$US)	(pesos)	(\$US)	(años)	(%)			
Colmena	Ene-1995	22 196	25.9	22 168	25.9	1 a 2		CM+10.50		
	Abr-1996	54 762	51.7	50 546	47.7	1 a 7	AAA AA	CM+10.13	Fondos de pensiones Establecimientos de crédito Otros	55 24 21
Davivienda	Ene-1995	27 195	31.8	20 936	24.4	5.5	AAA	DTF+2.28	Fondos de pensiones Sociedades fiduciarias Aseguradoras Otros	43 13 10 34
	Jul-1995	37 593	41.9	32 750	36.5	6.5	AAA	DTF+2.37	Fondos de pensiones Fondo de cesantías Otros	74 14 12
	Oct- 1996	62 014	61.6	51 297	51.0	10.0	AAA	CM+9.38	Fondo de pensiones Fondo de cesantías Otros	59 26 15
	Dic-1996	47 555	47.3	39 254	39.0	10.0	AAA	CM+8.71	Bancos Fondo de pensiones Aseguradoras Otros	47 17 12 24
	Ene-1999	111 408	70.5	108 411	68.6	10.0	AAA	CM+8.37	Fondo de pensiones Bancos Sociedades fiduciarias Otros	43 29 18 10
Granahorrar	Jul-1995	50 735	56.5	44 000	49.0	1.23 a 4.02	AAA	CM+10.00	Fondo de pensiones CAV Otros	45 15 40
Conavi	Feb-1996	38 254	36.8	34 209	32.9	1 a 5.75	AAA AA	CM+8.00	Fondo de pensiones Establecimientos de crédito Fondos comunes Otros	47 25 11 17
Colpatria	Ene-1999	134 500	85.0	134 500	85.0	10.7	AAA	DTF+3.55	Fondo de pensiones Otros	68 32

Fuente: Sobre la base de información actualizada del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV), Bogotá, varios años.

^a Principales: AAA; subordinados: AA.

^b La Corrección Monetaria (CM) fue reemplazada a partir del 1° de enero de 2000 por la Unidad de Valor Real (UVR), ajustada en función de la inflación; el Depósito a Término Fijo (DTF) se refiere a la tasa promedio de captación de las entidades del sistema financiero.

Desde 1999 se advierte un notorio estancamiento del proceso de titularización de hipotecas, coincidente con la crisis sectorial y la incertidumbre jurídica respecto del nuevo sistema de financiamiento de vivienda. La Ley de Vivienda de 1999 procura impulsar una clara vinculación entre el financiamiento de la vivienda y el mercado de capitales, a través del uso de instrumentos tales como la titularización de hipotecas (y también de la emisión de bonos hipotecarios),

con la idea de contribuir a un mejor calce de plazos y tasas entre activos y pasivos que el permitido por el tradicional esquema de ahorro-crédito en el mercado financiero del antiguo Sistema UPAC. Otras normas legales posteriores regulan las condiciones de emisión y colocación de títulos hipotecarios, así como autorizan la constitución de sociedades tituladoras, encargadas de acopiar hipotecas y emitir bonos con respaldo de estas carteras.

Así, en 2001 se autorizó la operación de la Corporación Hipotecaria Colombiana S.A., una sociedad titularizadora que mediante la adquisición de carteras hipotecarias y la emisión de bonos titularizados, estará orientada a estimular el desarrollo del mercado secundario de hipotecas atrayendo recursos de los inversionistas institucionales para el financiamiento de viviendas. Se espera que con el funcionamiento de esta Corporación, se promueva la estandarización de los procesos de originación de créditos para vivienda así como se pueda ofrecer, en conjunción con el FOGAFIN, mejores garantías para bonos securitizados con respaldo de créditos para vivienda de interés social.

Pese al estancamiento del mercado hipotecario colombiano en los últimos años, y a que es preciso potenciar el desarrollo del propio mercado primario (Forero, 2001),⁸² el potencial de oferta para nuevas emisiones de bonos securitizados aparece importante en la medida en que sólo algo más del 7% de la cartera vigente de las entidades hipotecarias ha sido securitizado a la fecha.⁸³

2. Argentina

La titulización de hipotecas tal como se le llama en este país, está regida en el marco de la Ley N° 24 441 de 1995, Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, que reforma el régimen de financiamiento y organización del sector vivienda, y está complementada por otras normas legales complementarias. A fin de permitir este tipo de transacciones en la Argentina, dicha legislación sancionó, entre otros, los siguientes instrumentos jurídicos: (a) permite la securitización de cualquier tipo de activos con flujos de pagos futuros; (b) regula la figura del fideicomiso como vehículo para el acopio de hipotecas y posterior emisión de bonos securitizados (en otras palabras, no contiene la figura de sociedad tituladora como en el caso de Colombia); (c) establece la figura del *true sale* para la cesión de activos del originador al fideicomiso así como permite la cesión de aquéllos sin previo aviso al prestatario;⁸⁴ (d) simplifica el régimen de ejecución de hipotecas a fin de facilitar el acceso a la garantía;⁸⁵ (e) exonera del pago de impuesto al valor agregado en la cesión de activos hipotecarios,⁸⁶ y (f) permite que el propio originador pueda emitir los bonos securitizados, aunque en el caso de los bancos, éstos deben solicitar autorización al Banco Central de la República Argentina (BCRA). Cabe señalar que hoy día no se exige que los título-valores ofrecidos públicamente cuenten con una clasificación de riesgo, a menos que ellos sean ofrecidos a las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

La ley mencionada también establece el uso de letras hipotecarias, que son título-valores con garantía hipotecaria, emitidas por el deudor e inscritas en el registro de bienes raíces que corresponda a la jurisdicción donde se encuentre el inmueble hipotecado, y se transmiten por endoso nominativo. Estas letras hipotecarias son básicamente créditos documentados en forma escritural, lo que implica que no es necesario inscribir su cesión en el registro de bienes raíces. Por otro lado, desde 1998 el BCRA incentiva a los intermediarios financieros a utilizar un contrato estandarizado para el otorgamiento de créditos hipotecarios para vivienda.

⁸² Se estima que la cartera hipotecaria para vivienda representa el 7% del producto interno bruto.

⁸³ A diciembre de 2000, la cartera hipotecaria vigente ascendía a \$US 6 280 millones.

⁸⁴ Aunque esta posibilidad debe estar prevista en el mutuo hipotecario o letra hipotecaria original firmado por el prestatario.

⁸⁵ Esta facilidad es sólo aplicable a las hipotecas originadas con posterioridad a la vigencia de la ley y debe estar prevista en el mutuo hipotecario.

⁸⁶ Antes de la vigencia de la ley, toda transferencia de hipotecas de un originador a un inversionista estaba gravada con un IVA del 21%.

En la trayectoria registrada en materia de securitización de hipotecas en la Argentina hasta la fecha, destaca el liderazgo desempeñado por el ex-Banco Hipotecario Nacional (BHN), hoy Banco Hipotecario S.A. (privatizado). Esta institución ha creado, a su vez, el Banco de Crédito y Securitización (BACS), a fin de dedicarse a la compra de carteras hipotecarias y su posterior venta a los inversionistas a través de título-valores, como una forma de desarrollar un mercado secundario de hipotecas. A la fecha, en la Argentina se han concretado operaciones de securitización de hipotecas tanto en dólares como en pesos (moneda doméstica, cuyo valor estaba hasta hace poco a la par del dólar).

En relación con las operaciones en dólares, el BHN (como tal, o ya privatizado) concretó cuatro operaciones entre 1996 y 2000 y el BACS una operación en 2001, por un total de \$US 616 millones, con respaldo de 21 059 hipotecas a tasa variable y fija originadas por la red de bancos minoristas y sucursales del BHN, a base de la cesión fiduciaria de los créditos hipotecarios a fideicomisos creados para cada emisión. En todos los casos (véase cuadro 5), el Banco Hipotecario actúa como *master servicer* (administrador mayorista) en cuanto a la administración de los créditos, se contemplan dos clases de títulos ofrecidos (subordinación), los títulos cuentan con clasificación de riesgo internacional y local, y los bonos securitizados fueron adquiridos por inversionistas institucionales extranjeros. Así, la Argentina se convirtió en el primer país latinoamericano en colocar bonos securitizados con respaldo de hipotecas en el mercado internacional de capitales.

Respecto a las operaciones en pesos, el Banco Hipotecario concretó, entre 1996 y 1997, dos transacciones por un monto combinado de \$US 196.3 millones,⁸⁷ con respaldo de 19 598 hipotecas a tasas de interés fijas originadas bajo su antiguo esquema operativo. En estos casos, la securitización se efectuó sobre la cesión de los flujos de fondos producto de la cobranza de los créditos hipotecarios securitizados, con la creación simultánea de un fideicomiso en cada caso. En ambas operaciones (véase cuadro 6), el Banco Hipotecario fue el emisor y asumió la obligación de administrar los créditos hipotecarios cuyos flujos de pagos subyacen a los bonos securitizados. Asimismo, se emitieron dos clases de títulos (subordinación), que contaron con clasificación de riesgo local y que fueron adquiridos por inversionistas locales.

Las tres primeras emisiones colocadas hasta octubre de 1997 en el mercado internacional de capitales, arrojan resultados interesantes en cuanto a progresos en el entendimiento y aceptación del bono securitizado con respaldo de hipotecas argentinas (Sève, 2001). Por un lado, el nivel de subordinación —medido como la proporción de la emisión del bono subordinado sobre el total de la emisión— disminuyó en las tres primeras transacciones. Por otro lado, el *pricing* obtenido —el *spread* sobre la tasa London Interbank Borrowing Rate (LIBOR)— también disminuyó de 185 puntos básicos en la primera emisión hasta 128 puntos en la tercera emisión. Las siguientes emisiones internacionales no siguieron la misma tendencia pues los mercados de capitales, a partir de la crisis asiática, se tornaron más inestables.

Peor aún, las condiciones actuales del mercado atentan contra la factibilidad de realizar nuevas operaciones.⁸⁸ De cara al futuro del proceso de securitización de hipotecas en la Argentina, además de superar las turbulencias que afectan los mercados actualmente, será necesario procurar una mayor penetración del mercado primario hipotecario, teniendo en cuenta que la cartera de vivienda sólo representa un 6% del producto interno bruto actualmente (Forero, 2001).

⁸⁷ El monto de la cartera afectada para estas emisiones ascendió a 199.3 millones de pesos. Si bien se afectó toda esta cartera desde un primer momento, las emisiones se realizaron en dos series, emitiéndose la segunda seis meses después de la primera. La diferencia de casi 3 millones de pesos entre el valor de la cartera afectada y el valor de las emisiones se explica porque el valor de la cartera cayó durante ese período debido a precancelaciones totales o parciales.

⁸⁸ Caracterizadas por: (a) una baja demanda de instrumentos de inversión de renta fija, tanto en el mercado internacional (por el elevadísimo riesgo-país), como en el mercado local (por la baja liquidez), y (b) una mayor percepción de riesgo crediticio (producto del impacto sobre el riesgo de incumplimiento de la alta tasa de desempleo, y del deterioro en el valor de las garantías hipotecarias, originado por la disminución de los precios de los bienes raíces).

Cuadro 5

ARGENTINA: EMISIONES DE BONOS SECURITIZADOS CON RESPALDO DE HIPOTECAS EN DÓLARES

Descripción	Banco Hipotecario Nacional (BHN)				BACS
	I	II	III	IV	I
Fecha emisión	Oct-29-1996	May-9-1997	Oct-31-1997	Mar-15-2000	Feb-15-2001
Organizador	CS First Boston Corp.	CS First Boston Corp.	CS First Boston Corp.	Bear, Stearns & Co.	Bear, Stearns & Co.
Agente colocador	CS First Boston Corp. Banco General de Negocios	CS First Boston Corp. Banco General de Negocios	CS First Boston Corp. Banco General de Negocios	Bear, Stearns & Co. Banco Hipotecario S.A.	Bear, Stearns & Co. BACS S.A.
Clasificadoras de riesgo locales	DCR (Argentina) S&P (Argentina)	DCR (Argentina) S&P (Argentina)	IBCA (Argentina) S&P (Argentina)	Fitch (Argentina) S&P (Argentina)	Fitch (Argentina)
Clasificadoras de riesgo internacionales	DCR (Internacional)	S&P (Internacional)	Fitch-IBCA (Internacional) S&P (Internacional)	Fitch (Internacional) Moody's	Fitch (Internacional) Moody's
Fiduciante	BHN	BHN	BHN	Banco Hipotecario S.A.	BACS S.A.
Fiduciario	First Trust N.A.				
Títulos de deuda ofrecidos	<i>Senior</i> (clase A1 y A2); Clase B, y Certificados de Participación	<i>Senior</i> (clase A1 y A2); Clase B, y Certificados de Participación	<i>Senior</i> (clase A1 y A2); Clase B, y Certificados de Participación	<i>Senior</i> (clase AV y AF); Clase B, y Certificados de Participación	<i>Senior</i> (clase AV y AF); Clase B, y Certificados de Participación
Emisor	First Trust N.A.				
Cartera de respaldo	Préstamos originados en dólares por la red de bancos minoristas del BHN en su nueva operatoria	Préstamos originados en dólares por la red de bancos minoristas del BHN en su nueva operatoria	Préstamos originados en dólares por la red de bancos minoristas del BHN en su nueva operatoria	Préstamos originados en dólares por la red de bancos minoristas, y sucursales del BHN en su nueva operatoria	Préstamos originados en dólares por la red de bancos minoristas, y sucursales del BHN en su nueva operatoria
Estructura de la transmisión fiduciaria	Cesión de la propiedad fiduciaria de los créditos (<i>true sale</i>)	Cesión de la propiedad fiduciaria de los créditos (<i>true sale</i>)	Cesión de la propiedad fiduciaria de los créditos (<i>true sale</i>)	Cesión de la propiedad fiduciaria de los créditos (<i>true sale</i>)	Cesión de la propiedad fiduciaria de los créditos (<i>true sale</i>)
Forma	Escritural	Escritural	Escritural	Escritural	Escritural
Ley aplicable	Argentina	Argentina	Argentina	Argentina y N.Y.	Argentina y N.Y.
Opción	Al vencimiento de los <i>seniors</i>				
Opción de rescate anticipado	Opción de rescate total a favor de los tenedores de más del 50% de los derechos correspondientes al fideicomisario	Opción de rescate total a favor de los tenedores de más del 50% de los derechos correspondientes al fideicomisario	Opción de rescate total a favor de los tenedores de más del 50% de los derechos correspondientes al fideicomisario	Opción de rescate total a favor de los tenedores de más del 50% de los derechos correspondientes al fideicomisario	Opción de rescate total a favor de los tenedores de más del 50% de los derechos correspondientes al fideicomisario
Inversionistas	Institucionales extranjeros - AFJP	Institucionales extranjeros - AFJP	Institucionales extranjeros	Institucionales extranjeros	Institucionales extranjeros
Administrador primario	Bancos minoristas	Bancos minoristas	Bancos minoristas	Bancos minoristas y Banco Hipotecario S.A.	Bancos minoristas y Banco Hipotecario S.A.
Master servicing	BHN	BHN	BHN	Banco Hipotecario S.A.	Banco Hipotecario S.A.
Agente de pago	First Trust N.A.				

Cuadro 5 (conclusión)

Descripción	Banco Hipotecario Nacional (BHN)				BACS
	I	II	III	IV	I
Número de préstamos	3 973	3 274	3 198	6 441	4 173
	<i>(dólares)</i>				
Valor de la cartera securitizada	93 024 099	106 574 337	105 420 027	195 000 505	115 853 933
Saldo promedio de la cartera securitizada	23 414.07	32 354.08	32 964.36	31 738.36	27 762.74
	<i>(meses)</i>				
Antigüedad de la cartera (<i>seasoning</i>)	16	10	11	30	37
Vida promedio de la cartera securitizada	130	150	164	170	120
	<i>(Porcentajes)</i>				
Cartera a tasa de interés flotante	76.25	46.45	84.64		17.14
Cartera a tasa de interés fija	23.75	53.55	15.36	100	82.86
Tasa de rendimiento (cupón promedio)	11.93	11.26	11.16	10.99	11.12
<i>Due diligence</i>	100	50.00	25.00	10.00	5.00
<i>Re-appraisals</i>	10.00	6.00	0	0.50	0
Relación préstamo/valor de la vivienda (original) (LTV)	54.67	56.24	57.89	59.40	59.30
Relación préstamo/valor de la vivienda (vigente) (LTV)	50.04	54.03	55.77	63.60	51.20
Clasificación internacional de los bonos	A1: BBB A2: BBB	A1: BBB- A2: BBB-	A1: BBB- A2: BBB-	AF: A+/A1 AV: A+/A1	AF: A+/A1 AV: A+/A1
Clasificación local de los bonos	A1: AAA A2: AAA B: AA/A+ C: BBB-	A1: AAA A2: AAA B: AA/A+ C: BBB/BB+	A1: AAA A2: AAA B: AA C: BBB/BBB+	A1: AAA A2: AAA B: AAA C: A+	A1: AAA A2: AAA B: AAA C: BB
Nivel de subordinación de los bonos	A1: 15.00 A2: 15.00 B: 5.00	A1: 10.00 A2: 10.00 B: 8.50	A1: 8.00 A2: 8.00 B: 3.20	AF: 20.00 AV: 20.00 B: 7.50	AF: 18.00 AV: 18.00 B: 7.50
Tasa de rendimiento (cupón inicial)	A1: 7.2289 A2: 7.3600 B: 11.2188	A1: 7.1375 A2: 7.9180 B: 10.9852	A1: 6.9383 A2: 7.5400 B: 10.4700	AF: 8.0000 AV: 8.4125 B: 10.4500	AF: 8.0000 AV: 8.1250 B: 10.5000
Precio	A1: 100 A2: 99.86 B: 99.59 C: 307.80	A1: 100 A2: 100 B: 116.84 C: 219.61	A1: 100 A2: 100 B: 116.98 C: 287.42	AF: 93.69 AV: 100 B: 93.31 C: 155.29	AF: 97.50 AV: 100 B: 93.31 C: 155.29
Vida promedio esperada de los bonos	A1: 3.40 A2: 1.60 B: 6.60 C: 9.90	A1: 4.60 A2: 4.50 B: 8.30 C: 10.70	A1: 4.80 A2: 4.70 B: 9.00 C: 11.00	AF: 3.00 AV: 3.00 B: 6.70 C: 9.60	AV: 2.71 AF: 2.74 B: 6.31 C: 8.60
YTM esperado	A1: 7.2289 A2: 7.5700 B: 11.2500	A1: 7.1375 A2: 7.9160 B: 9.5000	A1: 6.9363 A2: 7.5400 B: 8.5000	AF: 10.5900 AV: 8.4125 B: 12.0000	AF: 8.9900 AV: 8.1250 B: 13.2500
CPR <i>at pricing</i>	0	0	2.00	5.00	5.00
CPR hoy	8.0829	6.8394	6.0834	5.0789	6.4971

Fuente: Sobre la base de información actualizada del Banco de Crédito y Securitización S. A., Buenos Aires, varios años.

Glosario:

- *Master servicing*: administración mayorista.
- *Due diligence*: análisis de cartera (para la estructuración de los bonos securitizados).
- *Appraisal*: tasación o avalúo de la propiedad que garantiza el préstamo; la realiza el originador al momento de su otorgamiento.
- *Re-appraisal*: nueva tasación que se efectúa al momento de la securitización.
- *Yield to Maturity (YTM)*: tasa interna de retorno o rendimiento al vencimiento.
- *Constant Prepayment Rate (CPR)*: tasa constante de precancelación o prepago.
- *CPR at pricing*: estimación del CPR que se hizo al momento de la emisión de los títulos, y con la cual se proyectaron los flujos de fondos de los títulos emitidos.
- *CPR hoy*: CPR que efectivamente ocurrió en la cartera securitizada.

Cuadro 6

ARGENTINA: EMISIONES DE BONOS SECURITIZADOS CON RESPALDO DE HIPOTECAS EN PESOS

Descripción	Dos emisiones
Organizador	Deutsche Morgan Grenfell
Fiduciante	Banco Hipotecario Nacional (BHN)
Fiduciario	First Trust of New York, National Association
Títulos ofrecidos	Cédulas Hipotecarias Argentinas (CHAR) en moneda nacional con recurso limitado: CHAR seniors y CHAR subordinadas
Emisor	Banco Hipotecario Nacional (BHN)
Cartera hipotecaria de respaldo	Préstamos minoristas originados por el Banco Hipotecario Nacional (BHN) en su antigua operadora
Estructura de la transmisión fiduciaria	Transferencia fiduciaria de las cobranzas a fideicomisos financieros creados para cada serie, con creación simultánea de un fideicomiso cuyo beneficiario es el Banco Hipotecario Nacional (BHN); Poder especial irrevocable
Forma	Escritural
Opción de rescate anticipado	Opción de los tenedores por el monto total de sus títulos en cada año de aniversario del día de la emisión (serie CHAR-01) y cada dos años (serie CHAR-02)
Ley aplicable	Argentina
Principales inversionistas a los que se encuentran dirigidos los títulos	Resultados según inversionistas institucionales nacionales: (%) <ul style="list-style-type: none"> • Tesorería de bancos 53.0 • Institucionales 27.9 • AFJP 17.0 • Compañías de seguros 1.4 • Personas naturales 0.2
Administración de los créditos	Banco Hipotecario Nacional (BHN)
Agente de registro y pago	Caja de Valores S.A.

Descripción	Dos emisiones	CHAR-01		CHAR-02	
		Senior (A)	Subordinada (B)	Senior (A)	Subordinada (B)
Número de préstamos	19 598				
Monto (pesos)	199 259 326	75 000 000	13 235 000	91 858 000	16 210 482
Saldo promedio de la cartera securitizada (pesos)	10 167 329				
Antigüedad de la cartera (seasoning) (meses)	105.0				
Vida promedio de la cartera securitizada (meses)	169.6				
Vida promedio esperada (años)		6.6		5.9	
Clasificación de riesgo local		AAA		AAA/AA-	
Tipo de interés		Fijo	WAPT	Fijo	WAPT
		(Porcentajes)			
Cartera a tasa de interés flotante	0				
Cartera a tasa de interés fija	100				
Tasa de rendimiento (cupón promedio)	9.20				
Due diligence	5.10				
Re-appraisals	7.16				
Relación préstamo/valor de la vivienda (original) (LTV)	65.00				
Relación préstamo/valor de la vivienda (vigente) (LTV)	45.00				
Nivel de subordinación		15.00		15.00	
Tasa de interés inicial		8.50		7.50	
Precio		96.39		98.85	
YTM esperado		9.50		8.00	
CPR at pricing		0		0	
CPR hoy		1.66		1.66	

Fuente: Sobre la base de información actualizada del Banco Hipotecario S. A., Buenos Aires, varios años.

Glosario:

- *Due diligence*: análisis de cartera (para la estructuración de los bonos securitizados).
- *Appraisal*: tasación o avalúo de la propiedad que garantiza el préstamo; la realiza el originador al momento de su otorgamiento.
- *Re-appraisal*: nueva tasación que se efectúa al momento de la securitización.
- *Yield to Maturity* (YTM): tasa interna de retorno o rendimiento al vencimiento.
- *Constant Prepayment Rate* (CPR): tasa constante de precancelación o prepago.
- *CPR at pricing*: estimación del CPR que se hizo al momento de la emisión de los títulos, y con la cual se proyectaron los flujos de fondos de los títulos emitidos.
- *CPR hoy*: CPR que efectivamente ocurrió en la cartera securitizada.

3. Chile

La Ley N° 19 301 de 1994 constituyó el marco legal para la securitización en Chile, la cual modificó varios dispositivos legales relacionados con la Ley del Mercado de Valores, principalmente lo atinente al establecimiento de sociedades securitizadoras, la emisión de bonos de largo plazo, y la clasificación de riesgo. Dicho marco legal fue complementándose con una serie de normas de carácter general por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros. El esquema establecido contempla la figura de sociedades securitizadoras, concebidas como entidades poco intensivas en capital y básicamente prestadoras de servicios,⁸⁹ que pueden administrar tantos patrimonios separados como emisiones realice sin que entre ellos se produzcan traspasos de riesgos. Para la emisión de bonos securitizados se exigen dos clasificaciones de riesgos y, en el caso de los bonos securitizados relacionados con vivienda, puede utilizarse como activos subyacentes los mutuos hipotecarios endosables y los contratos de *leasing* habitacional.

Al amparo de estas regulaciones iniciales, se efectuaron las primeras emisiones de bonos securitizados con respaldo de mutuos hipotecarios endosables. Incluso, si se comparan las dos primeras emisiones, se registró una reducción del *spread* a los cuales lograron colocarse los bonos securitizados, lo que reflejó que el mercado había valorado las bondades de este instrumento (Marín, 2001). Sin embargo, el desarrollo de la securitización de hipotecas en Chile se mostró muy lento en los primeros años pese a contar con un mercado primario de hipotecas relativamente desarrollado, al menos en el ámbito de la región (Forero, 2001):⁹⁰ hasta 1998 sólo una sociedad securitizadora había concretado tres operaciones por un monto global de poco más de \$US 31 millones. Si bien el entorno desfavorable jugó un papel importante como factor exógeno a partir de la crisis asiática, una de las principales limitaciones que imponía el marco legal era la exigencia que antes de efectuar una emisión de bonos securitizados, debía constituirse el patrimonio separado, lo que significaba adquirir previamente los activos, con el consiguiente riesgo (es decir, variaciones de tasas de interés entre el momento del acopio de las hipotecas y el momento de la emisión) y el elevado capital requerido para concretar una operación de esta índole.

Por ello, en 1999 se expidió la Ley N° 19 623 que introdujo una mayor flexibilidad a los procedimientos para la securitización. Hoy día existe la posibilidad de efectuar y colocar una emisión de bonos securitizados aun antes de adquirir los activos subyacentes y constituirlos en el patrimonio separados. Esta modificación ha contribuido a un rápido incremento de las emisiones (Cámara Chilena de la Construcción, 2001). Asimismo, la nueva legislación amplió el espectro de activos securitizables: actualmente está permitido efectuar securitizaciones sobre todo tipo de cuentas por cobrar (es decir, derechos sobre flujos futuros de pago relacionados con concesiones de obras públicas), lo cual también debiera favorecer la dinámica de emisión de bonos securitizados.

Hasta septiembre del año 2001, en Chile se han concretado 17 operaciones de securitización de activos hipotecarios a cargo de siete sociedades securitizadoras, por un monto combinado de \$US 398 millones,⁹¹ con respaldo de mutuos hipotecarios endosables (ocho operaciones), de contratos de *leasing* habitacional (cinco operaciones) y de ambos instrumentos (cuatro operaciones), (véase cuadro 7). En todas las emisiones se han utilizado activos hipotecarios indizados a la inflación de diferentes originadores, todas incluyen dos o más series con diferentes plazos a fin de atraer el interés de inversionistas institucionales con recursos con diferentes perfiles de vencimiento, y todas se han colocado en el mercado doméstico de capitales.

⁸⁹ La sociedad securitizadora, como entidad prestadora de servicios, tiene como función verificar que estén bien estudiados los antecedentes legales y bien documentados los contratos, que el originador tenga políticas de crédito y de cobranza y que éstas se cumplan, que el bono subordinado sea suscrito por el originador como incentivo para una buena administración, y que haya el resguardo legal para que el originador responda por las hipotecas transferidas.

⁹⁰ Se estima que la cartera de vivienda como proporción del producto interno bruto es del orden del 11%.

⁹¹ Todas las emisiones están denominadas en unidades de fomento y su valor asciende a UF 14.8 millones.

Cuadro 7

CHILE: EMISIONES DE BONOS SECURITIZADOS CON RESPALDO DE ACTIVOS HIPOTECARIOS

Sociedad securitizadora	Fecha y tipo	Series	Emisión (UF)	Monto (miles US\$)	Plazo (años)	Clasificación de riesgo	Interés de los bonos (%)	Activo subyacente		Interés de los activos (%)
								MHE	CLH	
Transa Securitizadora	10.12.1996	A	163 000	8 108.7	11.50	A	6.50	373		9.80
	Materializada	B	139 000		^b 24.50	A	6.30			
	30.05.1997	A	168 000	8 350.4	11.50	A	6.50	380		9.50
	Materializada	B	143 000		^b 24.50	A	6.30			
	10.03.1998	A	230 000	14 686.9	5.00	A	7.40	795		10.00
	Materializada	B	317 000		^c 20.00	A				
Santander S.A. Sociedad Securitizadora	24.10.2000	A	403 000	11 773.7	19.00	AA	7.00		612	12.30
	Materializada	B ^a	35 500		20.00	C	6.50			
	25.07.1999	A	418 000	11 814.0	20.00	AA	6.90	640		10.95
	Materializada	B	22 000		20.00	BB				
	13.12.1999	A	330 000	19 278.3	20.00	AA	7.40		949	11.00
	Materializada	B	43 000		20.00	AA				
La Construcción S.A.	20.04.2000	C	240 000		12.00	AA				
		D	55 000		12.00	AA				
		E	50 000		20.00	C				
		A	770 000	22 956.8	20.00	AA	7.75	1 104		10.30
		B	41 000		20.00	AA				
	13.02.2001	C	44 000		20.00	C				
		A	800 000	26 447.2	19.75	AA	7.00	1 148	149	9.82
		B	95 000		19.75	AA				
	15.03.2001	C	90 000		19.75	C				
		A	470 000	13 693.5	^d 99.00	AA	6.80	582	181	10.50
Securitizadora Security S.A.	Desmaterializada	B	13 000		^d 99.00	AA				
		C	27 000		^d 1.00	C				
		A	210 000	22 768.80	4.00	AAA	6.80	743		9.30
	15.01.2001	B	590 000		14.00	AAA				
		C	48 000		14.00	C				
		A	980 000	57 593.3	10.00	AA	6.80	1 120		9.02
BCI Securitizadora S.A.	Materializada	B	1 049 000		20.00	AA				
		C	116 000		20.00	C				
		A	427 000	12 431.5	24.00	AA	7.50		464	10.90
	Materializada	B ^a	36 000		24.00	C				
		A	433 000	13 237.1	21.00	AA	7.50		538	12.10
		B ^a	60 000		21.00	C				
Materializada	A	450 000	14 230.5	21.00	AA	7.00		541	11.30	
	B ^a	80 000		21.00	C					
	A	509 000	30 340.5	6.00	AA	5.75	549		8.30	
ABN AMRO Securitizadora S.A.	Desmaterializada	B	586 000		19.75	C	6.50			
		C	35 000		19.83	C	6.50			
		A	730 000	74 911.5	8.00	AAA	5.75	1 939	264	8.80 (MHE)
	Materializada	B	183 000		8.00	AAA	5.75			
		C	1 340 000		25.00	AA	6.20			
		D	340 000		25.00	AA	6.20			10.30 (CLH)
Securitizadora BICE	Desmaterializada	E	197 000		25.00	C	6.20			
		A	185 000	35 442.0	5.00	AAA	5.50	1 320	222	9.60 (MHE)
		B	47 000		5.00	AAA	5.50			
		C	795 000		22.00	AA	6.50			
		D	203 000		22.00	AA	6.50			10.90 (CLH)
Materializada	E	90 000		22.00	C	6.50				

Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Cámara Chilena de la Construcción, Santiago, Chile, varios años.

^a Subordinada.

^b Con 11.5 años de gracia de capital.

^c Con 5 años de gracia de capital.

^d Para las series A y B son cuotas trimestrales; y para la serie C es una cuota al vencimiento de las series.

Glosario: Unidad de Fomento (UF); Mutuos Hipotecarios Endosables (MHE); Contratos de Leasing Habitacional (CLH).

Chile aún no ha incursionado en la colocación internacional de bonos securitizados con respaldo de hipotecas. Ello se explica en buena parte por la existencia de un mercado doméstico de capitales bastante desarrollado. Empero, ello no debiera hacer desaparecer el eventual interés en incursionar en los mercados internacionales de capital, ya que éstos no solamente pueden ofrecer nuevas fuentes de recursos para los sistemas financieros de vivienda, sino también la oportunidad a éstos para generar productos nuevos y más eficientes (Serrato, 2001). En ese sentido, es menester afianzar la infraestructura de originación de hipotecas y de provisión de información con estándares adecuados para los mercados internacionales (Appleyard, 2001).

4. Brasil

La Ley N° 9 514 de 1997 que introdujo el nuevo Sistema de Financiamiento Inmobiliario (SFI) contiene una clara orientación hacia el desarrollo de un mercado secundario de hipotecas que permita contar con un mayor espectro de fuentes de recursos con condiciones de plazos adecuadas para el financiamiento de bienes inmobiliarios en el largo plazo. En tal sentido, trata de establecer las condiciones para forjar vínculos entre el mercado de financiamiento inmobiliario y el mercado de capitales, teniendo en cuenta las limitaciones que ofrecen las tradicionales fuentes de captación de recursos (libretas de ahorro y FGTS) del antiguo SFH. Dicha norma regula la creación de compañías securitizadoras, la utilización de un nuevo título de crédito (Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)), de emisión exclusiva de dichas empresas, el procedimiento para la securitización de créditos inmobiliarios, y el establecimiento del régimen fiduciario sobre créditos inmobiliarios y la figura de la alienación fiduciaria de inmuebles.

El CRI es un nuevo valor mobiliario, de emisión exclusiva a cargo de las compañías securitizadoras, que fue creado para la captación de recursos de inversionistas institucionales,⁹² en plazos compatibles con las características del financiamiento inmobiliario. El CRI es emitido a partir de un Término de Securitización, que es un documento, con valor legal, donde están listados todos los créditos inmobiliarios que sirven de respaldo para la emisión del certificado. Por otro lado, la ley establece que las compañías securitizadoras, que serán organizadas en la forma de sociedades por acciones, tendrán como finalidad la adquisición y securitización de créditos inmobiliarios y la emisión y colocación de CRI en el mercado de capitales. La primera de estas entidades es la Compañía Brasileña de Securitización (CIBRASEC). También existe otra compañía securitizadora denominada Brazilian Securities.

Mediante el régimen fiduciario sobre créditos inmobiliarios, la compañía securitizadora podrá, al emitir una serie de CRI, excluir del patrimonio común de la compañía los créditos inmobiliarios que sirven de respaldo para la emisión, pasando a constituir con ellos patrimonios separados. Así, los créditos inmobiliarios sometidos a régimen fiduciario no estarán sujetos a ninguna acción judicial por parte de los acreedores de la compañía securitizadora y los tenedores de CRI respaldados con créditos sometidos a régimen fiduciario tendrán sus derechos inmunes a una eventual insolvencia de la compañía securitizadora. Por su parte, la alienación fiduciaria representa un incentivo no sólo para el otorgamiento de créditos inmobiliarios sino también para la inversión en CRI respaldados con créditos inmobiliarios pactados con tal garantía.

En lo que respecta a otras regulaciones pertinentes, ya no es obligatoria la notificación al prestatario para la cesión de créditos inmobiliarios por parte de los originadores. Tampoco se ha contemplado ningún tratamiento tributario de excepción ni para la cesión de créditos inmobiliarios ni para la emisión de CRI. Por otro lado, ni la estandarización de créditos ni la clasificación de

⁹² En Brasil existen 360 entidades de previsión registradas con un patrimonio de alrededor de \$US 67 mil millones, unas 58 entidades abiertas de previsión privada con reservas técnicas de \$US 8 700 millones, y más de 30 compañías de seguros con reservas técnicas por \$US 10 mil millones.

riesgo de los CRI constituye una exigencia legal. Empero, CIBRASEC ha divulgado modelos de contratos entre las entidades originadoras a fin de facilitar el futuro empaquetamiento de créditos para la emisión de CRI.

Hasta junio de 2001, se ha concretado en el Brasil un total de 12 operaciones de securitización de créditos inmobiliarios por un total de \$R 299 millones (\$US 157 millones, utilizando los tipos de cambio en las fechas de cada transacción). Los créditos utilizados como activos subyacentes tienen un plazo vigente de 10 años en promedio y tasas de interés del 12 al 15% anual, además de la actualización monetaria en función de la TR. Once de estas operaciones han estado a cargo de CIBRASEC y la restante a cargo de Brazilian Securities (véase cuadro 8). Asimismo, siete de las 12 operaciones cuentan con régimen fiduciario sobre los créditos inmobiliarios subyacentes. Todas las emisiones fueron colocadas en el mercado doméstico de capitales, siendo los principales compradores las instituciones financieras y los fondos de pensiones. La tasa de interés de los CRI varía entre 10 y 12% anual, y los plazos de rescate son equivalentes al plazo promedio de los contratos que respaldan las emisiones. Sin duda, se trata de un volumen de transacciones bastante modesto para la envergadura del mercado de financiamiento inmobiliario y del mercado de capitales en el Brasil. En buena medida, ello se explica por el hecho que el entorno económico desfavorable ha incidido adversamente en la disposición de los inversionistas a demandar los CRI.

Cuadro 8
BRASIL: EMISIONES DE TÍTULOS CON RESPALDO DE CRÉDITOS INMOBILIARIOS

Compañía securitizadora	Emisión			CRI (número)	Períodos (número)	Régimen fiduciario
	(fecha)	(miles de reales)	(millones de US\$)			
CIBRASEC^a	12.01.1999	10 900	9.00	35	24	No
	29.04.1999	2 000	1.20	5	24	No
	01.09.1999	10 000	5.20	25	24	Sí
	23.11.1999	100 000	51.70	250	132	Sí
	27.04.2000	50 000	27.65	125	36	Sí
	09.09.2000	55 000	30.20	110	24	No
	15.02.2001	16 500	8.30	55	135	No
	01.06.2001	10 000	4.20	20	126	Sí
	01.06.2001	14 000	5.90	28	126	Sí
	26.06.2001	6 400	2.80	16	84	Sí
	27.06.2001	20 000	8.60	40	24	No
Brazilian Securities^b	14.03.2001	4 005	1.90	^c 10 ^d 1	^e Variable	Sí

Fuente: Sobre la base de información actualizada de la Asociación Brasileña de Entidades de Crédito Inmobiliario y Ahorro (ABECIP), y Brazilian Securities, varios años.

^a La amortización de la Compañía Brasileña de Securitización (CIBRASEC) es mensual, salvo en el caso de la que se emitió en septiembre de 2000 que es trimestral.

^b La amortización de Brazilian Securities es variable, dependiendo del flujo de pagos subyacentes.

^c Serie *senior*.

^d Serie *junior*.

^e Entre uno y diez años.

5. Otros países

a) Panamá

Panamá es otro país que ha efectuado dos operaciones de securitización de créditos hipotecarios por un total de \$US 25 millones (véase cuadro 9). Si bien no existe una ley específica que norme la securitización, se ha utilizado para este propósito la figura del fideicomiso como conducto para el acopio de hipotecas y posterior emisión de los bonos securitizados.⁹³ Ambas emisiones fueron colocadas en el mercado bursátil local.⁹⁴ Dos importantes características de estas emisiones son: por un lado, los plazos de vencimiento de los bonos son, en ambos casos, de 30 años, lo cual está asociado con la estabilidad de precios que goza la economía panameña así como la liquidez que le permite su carácter de centro financiero internacional; y por otro lado, una altísima proporción del activo subyacente en ambas emisiones está conformada por hipotecas otorgadas bajo la llamada Ley de Intereses Preferenciales (aproximadamente 90 a 93% del saldo insoluto de las hipotecas), que es un esquema de financiamiento hipotecario para vivienda establecido en 1985 a fin de facilitar el acceso a las familias de menores recursos.

Cuadro 9

PANAMÁ: EMISIONES DE BONOS SECURITIZADOS CON RESPALDO DE HIPOTECAS

	Fideicomisos	
	Primero	Segundo
Fecha de la emisión	27.05.1999	17.09.2001
Emisor y Administrador	Wall Street Compañía Hipotecaria S.A. (ahora La Hipotecaria S.A.)	La Hipotecaria S.A.
Fiduciario	Wall Street Compañía Hipotecaria S.A.	Citibank, N.A., Sucursal Panamá
Plazo (años)	• 30	• 30
Adquirientes de los bonos	• Fondos privados de jubilación; • Bancos, y • Compañías de seguros de vida	• Fondos privados de jubilación; • Bancos, y • Compañías de seguros de vida
Monto de la emisión (millones \$US)	• Serie A: 13.5 • Serie B: 1.5	• Serie A: 7.5 • Serie B: 2.5
Interés de los bonos (%)	• Serie A: TR ^a - 1.75 • Serie B: Variable	• Serie A: TR ^a - 1.75 • Serie B: TR ^a - 1.00 + un interés extraordinario
Activos subyacentes:		
• Hipotecas (número)	• 595	• 374
• Saldo insoluto (millones \$US)	• 14.45	• 9.98 + un fideicomiso de garantía
Interés de los activos (promedio ponderado) (%)	• 9.77	• 9.76

Fuente: Sobre la base de información actualizada de La Hipotecaria S.A., Ciudad de Panamá, varios años.

^a La tasa de Referencia (TR) es la tasa promedio de créditos hipotecarios de los cinco bancos más grandes del sistema.

Este mecanismo está orientado a que los prestamistas hipotecarios originen hipotecas a tasas de interés de mercado, pero califiquen a los posibles prestatarios a tasas preferenciales (es decir, por debajo de las tasas de mercado), a fin de ampliar el acceso a un mayor número de familias. El diferencial de tasas que se genera es cubierto por el gobierno mediante el otorgamiento

⁹³ La documentación que sustenta la hipoteca específica que el activo puede ser cedido sin previa notificación del deudor.

⁹⁴ Los intereses que devenga todo instrumento que se transa en la bolsa de valores de Panamá son libres de impuestos.

a los prestamistas hipotecarios de títulos tributarios transables en un mercado secundario para éstos. Las hipotecas son originadas teniendo como base la Tasa de Referencia, que es calculada y publicada por la Comisión Bancaria Nacional en función de la tasa promedio de créditos hipotecarios de los cinco bancos con las carteras hipotecarias más grandes del sistema. El mecanismo se aplica para créditos que sirvan para adquirir viviendas de hasta \$US 62 500, contemplándose dos tramos: el primero aplicado para viviendas de hasta \$US 25 000, para cuyos créditos el gobierno le reconoce al prestamista un reembolso (en títulos tributarios) de cinco puntos porcentuales; mientras que el segundo tramo abarca viviendas cuyo valor supera los \$US 25 000 pero no excede los \$US 62 500, reconociendo el gobierno un reembolso de cuatro puntos porcentuales. El intermediario financiero solicita al gobierno el reembolso al final del año, en función del valor de hipotecas otorgadas. El prestatario paga efectivamente una tasa preferencial definida como la diferencia entre la tasa de referencia (de mercado) menos la tasa que habrá de reintegrar el gobierno (4 ó 5% según sea el caso). Adicionalmente, se aplica un mecanismo por el cual la cuota del préstamo pueda ser deducida del sueldo del prestatario por su empresa empleadora, la cual remitirá los pagos a las instituciones prestamistas, con lo cual se procura mejorar los niveles de cobranza, especialmente tratándose de préstamos de montos relativamente bajos. En suma, para los originadores se trata de un activo que reditúa una tasa de mercado y contiene un mecanismo que facilita su cobranza, condiciones que lo hacen propicio para su posterior securitización.

b) México

En México, aún no se ha concretado operación alguna de bursatilización de hipotecas, pero se han venido tomando algunas iniciativas a fin de crear las condiciones para ello. Con ellas, se ha buscado el mejoramiento del producto hipotecario. Como se explicó en el capítulo anterior, la hipoteca de doble indización con plazo variable produce flujos de caja con limitado grado de predictibilidad, lo cual desfavorece las posibilidades para su securitización. Frente a ello, el FOVI introdujo en 1999 una nueva hipoteca indizada a la inflación, con tasa real fija y plazo fijo y, además, con una cobertura para compensar eventuales desviaciones entre la variación de los salarios y de la inflación. Sobre esta base, el mercado *post* crisis de créditos hipotecarios que viene impulsándose con la actividad de las SOFOLES requiere de algunos años para contar con una cartera de hipotecas madura. Asimismo, en apoyo al proceso de bursatilización de hipotecas, en 27 de los 32 estados del país se han adoptado reformas legales para hacer más expeditiva la ejecución de garantías y en 22 de ellos para permitir la cesión de hipotecas a fideicomisos sin notificación previa al prestatario. La utilización del PROSAVI ha servido para convencer a los estados de México para que modifiquen sus leyes a nivel estatal haciendo los procedimientos civiles más cortos y permitiendo intercambiar acreedores sin la necesidad de ir al Registro Público de la Propiedad, dado que esta situación dificulta y encarece la securitización. El FOVI también está promoviendo la estandarización de criterios, formatos y procedimientos para la originación y administración de carteras hipotecarias. Recientemente, se ha creado la Sociedad Hipotecaria Federal, como herramienta para contribuir al desarrollo del mercado secundario. Esta sociedad tendrá varias de las responsabilidades que hoy día desarrolla el FOVI como agente movilizador de recursos para el mercado primario, pero además otorgará garantías a título-valores relacionados con créditos para vivienda emitidos por agentes participantes en el mercado secundario.

c) Ecuador

En el Ecuador, la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero de 1994, y posteriores normas de la Junta Bancaria y de la Comisión Nacional de Valores, sirvieron inicialmente como marco legal para la constitución de compañías de titularización y para la titularización de activos. Hoy día la Ley del Mercado de Valores de 1998 constituye el marco legal para la titularización de activos. Actualmente existe la Compañía de Desarrollo del Mercado Secundario de Hipotecas (CTH), entidad especializada en la adquisición y securitización de créditos hipotecarios, conformada en su accionariado por entidades financieras privadas, por el estatal Banco Ecuatoriano de la Vivienda y por la Corporación Andina de Fomento (CAF). A la fecha, la CTH ha completado operaciones de compra de cartera por un valor de \$US 8 millones pero no ha realizado emisiones de bonos securitizados, debido fundamentalmente a las condiciones adversas del mercado.

d) Perú

En el Perú la titulización de activos tiene como marco legal la Ley del Mercado de Valores de 1996, y el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos de 1997), el cual permite la conformación de fideicomisos de titulización y de sociedades de propósito especial, como conductos para la cesión de activos y posterior emisión de bonos securitizados. A fin de impulsar el desarrollo del mercado secundario de hipotecas sobre la base de la estandarización de los contratos, en 2001 la Superintendencia de Banca y Seguros aprobó una resolución que dispone un conjunto de cláusulas generales aplicables a los contratos de préstamo hipotecario. A la fecha, no se ha concretado ninguna operación de securitización de activos hipotecarios relacionados con vivienda. Sin duda, la principal limitación encarada es el escaso desarrollo del mercado primario de hipotecas (Forero, 2001).⁹⁵

e) Uruguay

Finalmente, en el Uruguay la Ley de Securitización de 1996 incorpora a la Ley de Fondos de Inversión la figura de los Fondos de Inversión Cerrados de Crédito (FICC) —ya que la figura de fideicomiso no está contemplada en este país— cuyo objeto específico de inversión consiste en conjuntos homogéneos o análogos de derechos de crédito, con garantías hipotecarias,⁹⁶ cuya titularidad se transmita a favor del fondo. Dichos FICC deben ser gestionados por una sociedad administradora. La legislación también regula mecanismos que facilitan la transferencia de los créditos y de las garantías así como la notificación al cedido; permite la sustitución de activos del FICC; y autoriza la emisión de diversas clases de valores con cargo al FICC. En relación con el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), el principal originador de créditos para vivienda en dicho país, la Ley de Securitización contempla los siguientes aspectos: (i) deroga la exclusividad del BHU para la emisión de valores sobre “bienes de terceros”; (ii) faculta al BHU a constituir una sociedad administradora o a integrarla como accionista; (iii) flexibiliza, en el caso de la securitización, la norma legal que obliga a que los títulos de propiedad de los bienes hipotecados permanezcan en poder del BHU; (iv) limita los activos que puede securitizar el BHU a los siguientes: créditos hipotecarios para refacción, créditos hipotecarios para adquisición de vivienda usada, y créditos hipotecarios en dólares para cualquier destino, y (v) prohíbe al BHU a transferir a los FICC los siguientes activos: (a) créditos emergentes de compromisos de compraventa; (b) préstamos en Unidades Reajustables (UR) para construcción, y (c) préstamos en UR para compra de vivienda nueva.

⁹⁵ Se estima que la cartera bancaria de créditos hipotecarios para vivienda equivalen al 2% del producto interno bruto.

⁹⁶ Cabe señalar que la reglamentación admite la posibilidad de constituir dichos fondos con créditos que cuenten con otro tipo de garantías que no sean hipotecarias.

A octubre de 2001 se encontraba pendiente de aprobación por parte del Directorio del BHU la primera operación de securitización, cuyas principales características son las siguientes: (i) el BHU cede a un FICC 120 cuotas de préstamos en UR para adquisición de vivienda usada y/o refacción con plazo restante superior a 10 años, conservando la titularidad de las cuotas restantes; (ii) no se ceden las garantías hipotecarias, las que continúan garantizando el resto de las cuotas que conserva el BHU; (iii) el agente de cobranza es el BHU y la sociedad administradora es el ABN AMRO Assist Management Uruguay S.A. Administradora de Fondos de Inversión, y (iv) está prevista la sustitución de activos en caso de incumplimiento del deudor, siniestro en el inmueble hipotecado o precancelación. Los valores a emitirse contemplan títulos *senior* (serie A), por un monto de \$US 20 millones, y títulos subordinados (serie B), los cuales permanecerán en poder del BHU, y cuyo monto será definido en función de la morosidad esperada y de la proporción que exija la clasificadora de riesgo para alcanzar un *rating* mínimo de A en los títulos *senior*. Los valores estarán denominados en dólares, y tendrán un plazo de 10 años y una tasa de interés fija a definirse.

V. Conclusiones y recomendaciones de política

Teniendo en cuenta los aspectos conceptuales así como la experiencia práctica en un número seleccionado de países de América Latina, tanto en lo que respecta al desarrollo de los mercados primarios de hipotecas cuanto a los vínculos de éstos con los mercados de capitales, particularmente vía la securitización de hipotecas, a continuación se señala un conjunto de conclusiones y recomendaciones de política en relación con el objetivo central de fortalecer los instrumentos de crédito hipotecario para la vivienda y que éstos apoyen el acceso a la vivienda para los grupos de menores ingresos:

1) La vigencia y la eficacia de los instrumentos de crédito hipotecario para la vivienda se sustenta sobre dos bases fundamentales: por un lado, la posibilidad de movilizar recursos de largo plazo para ser destinados al financiamiento de la vivienda; y por otro lado, la posibilidad de diseñar productos de crédito hipotecario que permitan conjuntamente con el ahorro previo de las familias y, eventualmente, con el concurso de un subsidio estatal, facilitar el acceso a la vivienda para las familias con capacidad de endeudamiento.

2) La necesidad de movilizar recursos de largo plazo por parte de los sistemas financieros de vivienda es una tarea claramente pendiente en la mayoría de países de América Latina. Como se ha reseñado, países como Brasil —en lo que respecta al antiguo SFH—

Colombia, Costa Rica y República Dominicana, por citar solamente algunos, sustentan primordialmente la actividad de créditos para vivienda de largo plazo sobre la base de recursos captados en los mercados financieros, muchos de ellos con un horizonte temporal de corto plazo. Este tradicional esquema de financiar créditos de largo plazo con ahorros de corto plazo es, por los riesgos de descalce de plazos y de tasas que conlleva, potencialmente vulnerable. Otros países se amparan en los ahorros forzosos —como por ejemplo, el FGTS en Brasil o los descuentos por nómina en el INFONAVIT y otros fondos en México— o también en la constitución de fondos de origen estatal que son intermediados a través del sistema financiero —como es el caso del BEV en el Ecuador, el FOVI en México o el Fondo Mivivienda en el Perú. Además de las restricciones que pueden imponer estos mecanismos en lo que respecta al monto de los recursos disponibles, la dependencia de este tipo de recursos dificulta en muchos casos la autosostenibilidad de las instituciones prestamistas.

3) Dado que el financiamiento y el acceso a la vivienda sólo es posible con un crédito de largo plazo para las familias con capacidad de endeudamiento, la ingeniería financiera del crédito hipotecario para la vivienda demanda la transformación de plazos. Para ello, es menester crear vínculos entre el mercado de financiamiento para la vivienda y el mercado de capitales, el cual ofrece, en principio, a los sistemas financieros de vivienda la posibilidad de disponer de recursos en volúmenes y plazos que la sola intermediación en el mercado financiero no puede aportar. El desarrollo de un mercado secundario de hipotecas es el vehículo para establecer este vínculo entre el sistema financiero de vivienda y el mercado de capitales. Como se ha reseñado, en la región de América Latina se están verificando iniciativas legales, institucionales y operativas con miras a encaminar a los sistemas financieros de vivienda hacia una vinculación con el mercado de capitales para atraer recursos de largo plazo para el financiamiento de la vivienda. Existiendo recursos (ahorros) de largo plazo e inversionistas institucionales, como viene siendo el caso en muchos países en mayor o menor medida, una forma de lograr lo anterior es mediante el mecanismo de la securitización de hipotecas. Sólo por citar algunos ejemplos, en Brasil la creación del nuevo SFI incorpora claramente esta concepción, en Colombia la nueva legislación que norma el desarrollo sectorial contempla instrumentos para establecer estos vínculos, en México algunas reformas legales y la creación de la Sociedad Hipotecaria Federal busca crear condiciones propicias para la securitización, y en Ecuador y en Perú existe ya un marco legal y bases institucionales para permitir la securitización.

4) Como se ha sostenido en el trabajo, las posibilidades de desarrollar los mercados secundarios de hipotecas se sostienen en la imperiosa necesidad de contar con sólidos mercados primarios que sean la base para el diseño de productos con los cuales pueda concurrirse al mercado de capitales que, a su vez, cuente, con recursos de largo plazo. Sin embargo, la experiencia registrada en esta materia señala que se trata de un proceso que se encuentra en un estado incipiente —apenas cinco países de la región registran emisiones de bonos securitizados con respaldo de hipotecas— en parte por las debilidades de los propios mercados primarios de hipotecas pero también por una serie de dificultades, particularmente las recientes crisis financieras que han deteriorado las carteras de crédito hipotecario y han generado incertidumbre para inversiones financieras de largo plazo. Ahora bien, la securitización de hipotecas no es la única vía para establecer vínculos entre el financiamiento de la vivienda y el mercado de capitales. Como se ha reseñado, desde hace muchos años Chile ha sido capaz de establecer esos vínculos mediante el uso de las letras de crédito hipotecario, un instrumento que domina el mercado hipotecario chileno y que es sumamente líquido además de contar con el atributo de calzar absolutamente los activos y los pasivos para las instituciones emisoras. En este país, la securitización está sirviendo para crear vínculos adicionales con el mercado de capitales, permitiendo no sólo darle rotación sino sobre todo mitigar los riesgos de otros instrumentos como los mutuos hipotecarios endosables y los contratos de *leasing* habitacional.

5) Lo anterior vislumbra la tendencia hacia la movilización del ahorro general de la economía para el financiamiento habitacional, es decir no sólo el ahorro del público en las instituciones del sistema financiero, sino también el ahorro de inversionistas institucionales que participan en los mercados de capitales. Ahora bien, para poder continuar concurriendo al mercado financiero y también poder concurrir al mercado de capitales, el sistema financiero de vivienda tiene que hacerlo con instrumentos (depósitos, hipotecas, bonos, etc.) aislados de subsidios. La necesidad de que los sistemas financieros de vivienda otorguen créditos hipotecarios en condiciones de mercado, sin subsidios, está estrechamente relacionada con las posibilidades que tendrán dichos sistemas de establecer vínculos con los mercados de capitales, a fin de ampliar su captación de recursos y de mejorar el manejo de sus riesgos. Asimismo, para afianzar la capacidad de cualquier sistema financiero de vivienda de estimular la captación de ahorros familiares a través del sistema financiero, es indispensable que dichos ahorros gocen de una rentabilidad positiva en términos reales, que no sólo impida su depreciación en el transcurso del tiempo sino que la conviertan en una alternativa preferible ante otras opciones. Una condición como ésta sería, pues, incompatible con el hecho de que las propias instituciones receptoras de los ahorros familiares otorguen créditos con algún contenido de subsidio si de lo que se trata es de asegurar la autosostenibilidad de los instrumentos de financiamiento para la vivienda en el largo plazo.

6) De todo lo anterior se desprende que además de la necesidad de dotar de recursos de largo plazo al mercado primario de hipotecas, es menester la prevalencia del criterio de rentabilidad para asegurar la aparición y permanencia del crédito hipotecario. Los esquemas de amortización deben estar diseñados para asegurar la recuperación de los créditos en valores reales. Ello es importante no sólo para descartar subsidios ocultos, sino también para evitar la descapitalización de los intermediarios y permitir que la recuperación de cartera llegue a constituir la principal fuente de recursos de los sistemas financieros de vivienda. En este sentido, en América Latina se han ensayado diversos modelos de indización, particularmente para contrarrestar los efectos adversos de la inflación. De la muestra de países considerados en este estudio, por ejemplo países como Chile, Colombia y México se sustentan críticamente sobre un esquema de indización de los créditos tomando como referencia la inflación, mientras que en Ecuador y Perú las hipotecas están total o mayoritariamente dolarizadas. A diferencia de ellos, en países como Costa Rica y República Dominicana se otorgan créditos para vivienda en moneda doméstica a tasas de interés variables.

7) Si bien es cierto que actualmente la inflación no es un problema económico relevante en la región, cualquier instrumento de financiamiento de largo plazo, como es el crédito para vivienda, tendrá mejores posibilidades de desarrollarse si está asociado a un esquema de indización, que lo proteja de los riesgos de inflación y devaluación; es decir, desempeñando un papel de “seguro”. Más aún, países con mucha tradición en el uso de este esquema —por ejemplo, Chile— no considera, ni remotamente, la posibilidad de prescindir de la indización a pesar de la trayectoria sostenida de estabilidad de precios alcanzada. Desde luego, ningún sistema de indización es garantía de nada cuando se ingresa a una espiral inflacionaria o devaluatoria descontrolada; de hecho, muchos esquemas de indización han fracasado en estas circunstancias. Por ello, es probable que en relación con la denominación de los créditos hipotecarios para vivienda, tratándose de productos financieros de largo plazo, tendrán mayor vigencia o los créditos hipotecarios indizados en función de algún indicador doméstico —por ejemplo, la inflación— o los créditos hipotecarios dolarizados, respecto de aquellos créditos hipotecarios contratados en valores nominales de monedas domésticas, los cuales pueden funcionar mientras prevalezcan condiciones de estabilidad. Sin embargo, en el tema de la indización, queda también una tarea pendiente: la forma cómo cautelar o compensar cualquier incapacidad de pago que surja para los deudores cuando los salarios no siguen al mismo ritmo la evolución de la inflación —cuando éste es el factor de indización— o de la devaluación —cuando los créditos están dolarizados.

8) Las condiciones anteriores encaminadas a asegurar la rentabilidad y la autosostenibilidad de los sistemas financieros de vivienda debieran dar lugar a que el acceso a la vivienda pueda alcanzarse sobre la base de la combinación del ahorro previo y el crédito hipotecario de largo plazo. Sin embargo, ello no asegura que todos los segmentos de la población, particularmente los de menores ingresos, puedan tener pleno acceso a las oportunidades que genera el funcionamiento de un sistema financiero de vivienda en tales condiciones. En consecuencia, en sociedades en desarrollo con ingresos relativamente bajos y con vastos sectores de la población con bajo poder adquisitivo como las prevaecientes en América Latina, es indispensable, con miras a desarrollar sólidos sistemas financieros de vivienda, establecer una clara separación entre subsidios y financiamiento. Cuando se ha intentado desarrollar algún mecanismo de financiamiento para la vivienda con algún contenido de subsidio orientado a facilitar el acceso a la vivienda para los sectores de menores ingresos, usualmente a la larga no se han alcanzado los resultados esperados y, antes bien, se ha atentado contra la autosostenibilidad del sistema financiero de vivienda.

9) Ciertamente, aquí hay otra tarea pendiente: cómo armonizar los criterios de rentabilidad favorables para el desarrollo de un sistema financiero de vivienda autosostenible y el criterio de acceso y protección de la capacidad de pago de los deudores hipotecarios. Los instrumentos de crédito hipotecario para la vivienda disponibles en los mercados financieros de vivienda de varios países son usualmente accesibles para los estratos de ingresos relativamente más altos y difícilmente contribuyen a facilitar el acceso a la vivienda a los segmentos con limitada capacidad de endeudamiento. Por citar algunos ejemplos, éstos son los casos del SFH en Brasil cuando se utilizan los recursos de las libretas de ahorro, los mutuos hipotecarios endosables en Chile, el PROFIVI en México, el Fondo Mivivienda en Perú o el Sistema de Ahorros y Préstamos de República Dominicana. De hecho, de manera casi generalizada, existe una corriente de reconocimiento por parte de la política pública en América Latina de que el binomio ahorro y crédito (en condiciones de mercado) es insuficiente para atender las necesidades de vivienda de gruesos sectores de la población, teniendo en cuenta que casi todos los países analizados en este estudio (Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, República Dominicana) disponen desde hace algún tiempo de algún régimen de subsidios habitacionales directos que constituye un eje central de la política pública en materia de atención del déficit habitacional de los sectores de menores ingresos.

10) Es claro que de cara a la atención de esta tarea pendiente, la participación del Estado resulta decisiva. Ahora bien, durante muchos años el Estado ha participado activamente en el sector vivienda procurando atender a los sectores de menores ingresos; sin embargo, muchas veces esta participación estatal ha desplazado la incursión del sector privado y, finalmente, no ha logrado atender a la población objetivo. Más recientemente, en América Latina se verifica una tendencia hacia el retiro del Estado de la construcción y el financiamiento directos de vivienda, preconizándose, en su lugar, un papel fundamentalmente normativo y promotor de la iniciativa privada. Algunas experiencias reseñadas en este trabajo, como las de Chile, Costa Rica, Ecuador, y México, entre otras, dan cuenta de este cambio de orientación y de que éste se encuentra en el camino correcto. Empero, también esas mismas experiencias permiten identificar algunas insuficiencias, como por ejemplo no siempre, en un esquema de esa naturaleza, ha sido posible atraer la participación del sector privado para el otorgamiento de créditos hipotecarios de bajo monto. Teniendo en cuenta lo anterior, debe precisarse que, en sociedades de bajos ingresos y con amplios sectores de la población con escasa capacidad adquisitiva, se requiere de una participación del Estado que trascienda el papel normativo a fin de asegurar un mayor acceso a la vivienda para dichos sectores de la población. Con miras a que dicha participación no incurra en el vicio de desplazar a la iniciativa privada y refuerce la autosostenibilidad de los sistemas financieros de vivienda, es necesario considerar diversos instrumentos.

11) Con carácter general, en el caso de los sectores de menores ingresos, las posibilidades de acceso a la vivienda deben basarse sobre la combinación de hasta tres elementos: en primer lugar, el ahorro previo de los adquirientes (o alguna expresión del esfuerzo propio, no necesariamente de carácter monetario, para el caso de los estratos de mínimos ingresos); en segundo lugar, un subsidio estatal directo, no reembolsable, en apoyo a la demanda por vivienda; y, finalmente, con carácter complementario para aquellos estratos con cierta capacidad de endeudamiento, un crédito hipotecario de largo plazo en condiciones de mercado. Es claro que así como para las familias con suficiente capacidad adquisitiva debiera ser suficiente el binomio ahorro y crédito para acceder a una vivienda, para los sectores más pobres, con nula capacidad de endeudamiento, el acceso para la vivienda debe sustentarse fundamentalmente sobre la base de la ayuda estatal en la forma de un subsidio directo (es decir, una vivienda básica o progresiva), quizá añadiéndole algún componente de ahorro o esfuerzo familiar.

12) En esta perspectiva, el mecanismo del subsidio habitacional directo debe ser utilizado como la palanca para transformar la demanda potencial por vivienda en demanda efectiva sin introducir distorsiones en el funcionamiento del mercado financiero de vivienda, al segmentar la porción del mercado de vivienda que carece de suficiente capacidad adquisitiva y requiere de una contribución estatal, de aquella porción con capacidad de pago y que puede ser atendida con mecanismos de mercado por los intermediarios privados. Más aún, el subsidio habitacional directo puede contribuir al crecimiento del mercado potencial de prestatarios hipotecarios al reducir el monto de endeudamiento necesario para completar el precio de la vivienda a adquirirse, salvo, como ya se ha señalado, en el caso de la población más pobre para la cual una solución habitacional puede obtenerse solamente combinando ahorro previo y un subsidio estatal. Aunque no es objetivo de este estudio analizar las características y el impacto de este instrumento, aparece claro que al revisar la experiencia de la región, se observa que este mecanismo forma parte integral de las políticas de vivienda en un creciente número de países.

13) Desde luego, el otorgamiento de subsidios habitacionales directos no ha sido una herramienta suficiente para garantizar el otorgamiento del crédito hipotecario complementario para la población beneficiaria o, más en general, para los estratos de menores ingresos por parte de las instituciones financieras privadas. Más aún, la ausencia del crédito hipotecario que complementa el subsidio estatal le ha restado eficacia a este último instrumento al aumentar la proporción de subsidios adjudicados que no son cobrados. En este sentido, la experiencia latinoamericana también arroja luces sobre otras vías de intervención estatal que resultan prometedoras si lo que se trata es de evitar distorsionar el funcionamiento del mercado financiero de vivienda. Una de ellas es, por ejemplo, el esquema de créditos hipotecarios con intereses preferenciales que emplea la banca hipotecaria en Panamá. Nótese que en este caso no se trata de un subsidio que recibe el deudor hipotecario a costa de la descapitalización de la institución financiera como ha sido y es práctica usual en muchos países. Para ésta, en realidad se trata de créditos hipotecarios a tasas de mercado, cubriendo el Estado la diferencia de tasas por la vía de títulos tributarios negociables. Si bien el esquema es menos progresivo que el subsidio habitacional directo —ya que a mayor crédito, mayor es el monto del subsidio— ha probado su eficacia no sólo para dinamizar la actividad de crédito hipotecario en ese país sino también para permitir la generación de una masa de hipotecas que es perfectamente securitizable y atractiva para el mercado de capitales. En otras palabras, se ha creado un producto en el mercado primario de hipotecas con el cual ha sido posible establecer vínculos con el mercado de capitales a fin de movilizar recursos de largo plazo hacia el financiamiento de la vivienda.

14) Otra forma de intervención estatal es mediante la asignación de subsidios estatales a las instituciones financieras para cubrir los costos fijos en que deben incurrir por el otorgamiento y la administración de créditos hipotecarios de bajo monto, en los cuales dichos costos fijos son relativamente elevados. Si bien en el plano teórico este mecanismo debiera constituir un incentivo

para permitir una mayor disponibilidad de créditos hipotecarios de bajo monto para familias con cierta capacidad de endeudamiento, del análisis efectuado en el presente estudio se desprende que este mecanismo es hoy día prácticamente inexistente. Apenas este mecanismo forma parte de una de las innovaciones que incluirá la renovada política habitacional chilena con miras a estimular una mayor participación de los prestamistas privados en la concesión de créditos hipotecarios que sirvan para complementar los subsidios habitacionales directos así como para retirar al Estado de la tarea de otorgar y administrar créditos de bajo monto, tarea que, por lo demás, registra antecedentes poco favorables en este país en particular.

15) Complementariamente, la experiencia latinoamericana muestra que el otorgamiento de garantías estatales para cubrir parcialmente el riesgo crediticio que conllevan los créditos hipotecarios para la vivienda pueden servir para estimular la participación de instituciones financieras privadas. Generalmente, este tipo de garantías están vinculadas con fondos de vivienda estatales (casos de México y Perú). En esta misma dirección, debieran explorarse las posibilidades de implementar la figura del seguro de hipotecas, en una forma más extendida en los países de la región, a fin de proteger a los prestamistas contra posibles pérdidas en caso de incumplimiento en el pago de las hipotecas, por un lado, y de permitir a los prestatarios el acceso a un crédito hipotecario con una menor cuota inicial, por el otro.

16) Como se ha destacado, la conveniencia de manejar hipotecas indizadas a la inflación o dolarizadas, dado el horizonte de largo plazo intrínseco del crédito hipotecario, conlleva el requerimiento de asegurar una adecuada protección a la capacidad de pago del deudor durante la vida del crédito. En este sentido, también será importante contar con iniciativas del Estado es pos de contar con algún mecanismo que permita compensar cualquier incapacidad de pago de los deudores derivada del rezago de las remuneraciones respecto de la evolución de la inflación — cuando éste es el factor de indización— o de la devaluación —cuando los créditos están dolarizados. El reciente caso de México de la hipoteca con una cobertura de esta índole es un ejemplo práctico que combina la participación estatal con el compromiso de los beneficiarios de compartir el costo de esta suerte de seguro agregando una prima a la tasa de interés que paga al prestamista.

17) Otra área de actuación relevante para el Estado con miras a promover el funcionamiento de un mercado de créditos hipotecarios con amplia cobertura es asumiendo un activo rol de banca de segundo piso. La experiencia latinoamericana también es reveladora de la ineficiencia del Estado como prestamista directo: ni los fondos disponibles han sido asignados a la población más necesitada ni tampoco ha sido muy exitoso en la cobranza de esos créditos. En contraposición, los esquemas institucionales de banca de segundo piso, ya existentes en varios países de la región, deberán tener mayor vigencia como instrumento para lograr una más eficiente consecución de recursos para los originadores de crédito y para estimular la formación y consolidación de un mercado financiero de vivienda. Algunas formas en que se traduce este rol de banca de segundo piso es mediante la extensión de líneas de crédito, incluyendo la contratación de créditos externos; el mecanismo de redescuento de hipotecas; y la emisión de títulos hipotecarios en el mercado de capitales. Generalmente, por esta vía es posible movilizar hacia el mercado de créditos hipotecarios un volumen de recursos en condiciones de plazos y costos más ventajosas, que no solamente incentivan la participación de los prestamistas privados sino también permiten, en principio, abarcar a segmentos de la población con capacidad de pago más limitada.

18) Además de las vías antes mencionadas para concretar la actuación del Estado como banca de segundo piso, las cuales están en mayor o menor medida presentes en varios países de la región, la tendencia hacia la formación de mercados secundarios de hipotecas —vital para asegurar la transformación de plazos que requiere el financiamiento de la vivienda, tal como se ha argumentado— también crea espacio para ampliar la participación del Estado como

agente catalizador del mercado financiero de vivienda. Hace muchos años, por ejemplo, en Chile al Estado le cupo un rol gravitante como *market maker* en el caso de la negociación de letras de crédito hipotecario. En el caso de los mercados de bonos securitizados con respaldo de hipotecas puede ser importante la labor del Estado impulsando la estandarización en el mercado primario de hipotecas sobre la base de incentivos para que los originadores y otros agentes participantes se adhieran a ciertos estándares que faciliten la formación de una masa de hipotecas securitizables, como es el caso de Argentina por ejemplo. Asimismo, la provisión de garantías por parte del Estado a los título-valores que se emitan con respaldo de carteras hipotecarias, particularmente de carteras con créditos de vivienda para deudores de menores ingresos, puede contribuir al mejoramiento crediticio de dichos instrumentos, tal como se pretende en Colombia.

19) Dado que el déficit habitacional que afecta a los sectores de menores ingresos es muchas veces de naturaleza cualitativa, éstos dan alta prioridad al mejoramiento de las viviendas existentes. En concordancia, los requerimientos de financiamiento para vivienda en estos estratos están relacionados con créditos de menor valor, a plazos más cortos y no necesariamente con garantía hipotecaria. En tal sentido, conviene estimular alternativas de microfinanzas que sirvan para atender este tipo de necesidades de crédito para vivienda. Aun cuando esta opción está poco arraigada en la región —en este estudio se ha reseñado una experiencia incipiente en la República Dominicana— se trata de un producto financiero con un enorme mercado potencial; más aún, debido a que se trata de créditos a corto y mediano plazo, puede haber una mejor correspondencia entre modalidades tradicionales de captación y de colocación; y por el hecho de haber inversión previa en la vivienda, la relación crédito-garantía es más favorable, si la propiedad actúa como colateral.

20) Finalmente, en la perspectiva de hacer más accesible el crédito para vivienda a la población de escasos recursos, cabe destacar la importancia de diseñar productos que estimulen la formación de ahorros previos para vivienda a través del sistema financiero que permitan ampliar la base de clientes potenciales incorporando a grupos que tradicionalmente son rechazados por su incapacidad de acreditar ingresos permanentes. En efecto, en Chile la exigencia de un ahorro previo como requisito para acceder al subsidio estatal ha actuado como una poderosa herramienta para la formación de un volumen significativo de ahorros financieros de bajo monto. Otro ejemplo relevante es el caso de México, país en el cual a través de planes de aportes metódicos puede construirse un historial financiero que permite a las familias involucradas demostrar su capacidad de pago y, al mismo tiempo, conformar la cuota inicial de un crédito posteriormente otorgado. En otras palabras, dichos programas no sólo contribuyen a identificar sino también a “calificar” a sujetos de crédito. Por esta vía, puede atraerse hacia el mercado de créditos hipotecarios a un amplio sector de la población que trabaja por cuenta propia, y que constituye una porción significativa de la demanda potencial por vivienda.

Bibliografía

- ABECIP (Asociación Brasileña de Entidades de Crédito Inmobiliario y Ahorro) (1991), “El caso del Brasil”, en *El financiamiento habitacional en América Latina*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 15-56.
- Agudo, José M. (2001), “Evaluación y manejo de riesgos de carteras hipotecarias para vivienda: la experiencia de Hipotecaria Su Casita, de México”, en *La consolidación de los mercados financieros de vivienda en América Latina*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 147-158.
- Almarza, Sergio (2000), “Evaluación de los recursos en la política habitacional”, en *Consulta sobre la política habitacional en Chile: informe final*, Guillermo Crespo *et al.*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 237-257.
- Apoyo Opinión y Mercado S.A. (2001), empresa privada (consultores), información varia, Lima.
- Appleyard, Randall (2001), “La securitización de hipotecas y las perspectivas de su internacionalización”, en *Mercados de capitales y financiamiento de la vivienda: la securitización en Chile*, Lima, Gerardo M. Gonzales A. (ed.), Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 165-170.
- ASBANC (Asociación de Bancos del Perú) (2001), *Boletín financiero y económico*, año 7, N° 29, p. 18, junio.
- Cámara Chilena de la Construcción, Comisión Permanente de la Vivienda (2001), “Análisis de la experiencia de securitización en Chile”, en *Cuadernos*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), N° 190, abril-junio.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2001), *Panorama social de América Latina 2000-2001*, Santiago de Chile.

- Cornejo, Jorge (2001), “El financiamiento habitacional en entornos macroeconómicos cambiantes”, documento presentado en la XXXIX Conferencia Interamericana para la Vivienda de Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), Santa Cruz de la Sierra, Bolivia, diapositiva 5, agosto.
- Cuéllar, María M. (2001), discurso presentado en el Foro Universidad de Los Andes-Ministerio de Desarrollo Económico, pp. 4-15, Bogotá, mayo.
- De Guzmán, Alberto (2001), “Bases para una política de Estado para el desarrollo habitacional y urbano: la experiencia del Ecuador”, documento presentado en el Seminario Internacional de Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI) “Financiamiento habitacional y urbano frente a la globalización y la convergencia monetaria”, Quito, diapositiva 22, octubre.
- Del Río, Jaime, y Javier Gurría (2001), “El papel del INFONAVIT en el financiamiento de la vivienda de interés social en México”, en *Cuadernos*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), N° 189, pp. 9-12, enero-marzo.
- Fondo Mivivienda (2001), *Boletín Informativo*, N° 3, p. 10, agosto.
- FONDOVIP-USAID/RUDO-LAC (Fondo Nacional de Vivienda Popular-United States Agency for International Development/Regional Urban Development Office for Latin America and the Caribbean) (2000), “Estimación de las necesidades habitacionales de los damnificados por el huracán Georges en la República Dominicana. El mercado de edificaciones urbanas y déficit habitacional”, cuadro 5.23, noviembre.
- Forero, Efraín (2001), “La financiación de vivienda en Colombia”, documento presentado en el XX Congreso Nacional de Fedelonjas “El futuro de la vivienda en Colombia”, Bogotá, diapositivas 1, 6, 9 y 10, junio.
- Garita, Carlos (2001), “Otorgamiento y administración de créditos hipotecarios para la vivienda: el caso de Costa Rica”, documento presentado en la XXXIX Conferencia Interamericana para la Vivienda de Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), Santa Cruz de la Sierra, Bolivia, diapositiva 39, agosto.
- Gómez Estrada, Guillermo (1998), “Estructura del financiamiento hipotecario en Colombia”, en *Cuadernos*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), N° 177, enero-marzo.
- Gonzales A., Gerardo M. (1999), “Acceso a la vivienda y subsidios habitacionales directos: experiencias latinoamericanas”, en *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, pp. 139-161, diciembre.
- González, Germán (2001), “Nuevos instrumentos de acceso a la vivienda en Chile: el *leasing* habitacional”, en *Mercados de capitales y financiamiento de la vivienda: la securitización en Chile*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 33-49.
- González, Víctor (2001), “Evolución, principales resultados y perspectivas del INFONAVIT”, documento presentado en la XI Reunión Latinoamericana de Financiamiento de Vivienda e Infraestructura, Ciudad de Panamá, diapositiva 21, julio.
- Gurría, Javier (2001), “El papel del INFONAVIT en el financiamiento de la vivienda en México”, en *La consolidación de los mercados financieros de vivienda en América Latina*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 33-38.
- Guzmán, Vicente (2001), “Innovaciones en los esquemas institucionales para el financiamiento de la vivienda: el caso de la República Dominicana”, documento presentado en la XXXIX Conferencia Interamericana para la Vivienda de Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), Santa Cruz de la Sierra, Bolivia, agosto.
- Hausmann, Ricardo (1998), “Perspectivas del financiamiento de vivienda en América Latina: una visión coyuntural y de largo plazo”, en *Cuadernos*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), N° 179, p. 11, julio-septiembre.
- Internationale Projekt Consult (2001), “Informe final de las actividades de consultoría -Profundización de la oferta de servicios financieros para el período noviembre 1999 a febrero 2001”, mimeo, pp. 9-12, febrero.
- Macías, Osvaldo (2001), “Mercados de capitales y fondos de pensiones en Chile”, en *Mercados de capitales y financiamiento de la vivienda: la securitización en Chile*, Lima, Gerardo M. Gonzales Arrieta (ed.), Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 57-72.
- Marez, Michael (2000), “Adapting risk management practices to the realities of the Mexican mortgage market” en *International Journal of Real Estate Finance*, Washington, D.C., Societas, vol. 1, N° 2, pp. 27-35, noviembre-diciembre.
- Marín, Jorge (2001), “Colocación de bonos securitizados en el mercado de capitales: políticas de inversiones y perspectivas”, en *Mercados de capitales y financiamiento de la vivienda: la securitización en Chile*, Lima, Gerardo M. Gonzales Arrieta (ed.), Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 149-158.

- Martínez, Luis (2001), “El papel de los fondos financieros de vivienda en el acceso a viviendas económicas”, documento presentado en el Seminario Internacional “Políticas y financiamiento de viviendas económicas en América Latina” de Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), Buenos Aires, mayo.
- Obregón, Carlos (2001), “Las SOFOLES como alternativa de financiamiento para la vivienda en México”, en *La consolidación de los mercados financieros de vivienda en América Latina*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 49-56.
- Ocampo, Hernán (2001), “Avances en un programa de ahorro y crédito de largo plazo”, documento presentado en el XX Congreso Nacional de Fedelonjas “El futuro de la vivienda en Colombia”, Bogotá, p. 2, junio.
- Pardo, Claudio (1998), “Housing financing in Chile: the experience in primary and secondary mortgage financing”, documento presentado en la Conferencia del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), “The development of mortgage securitization in Latin America and the Caribbean”, Washington, D.C., pp. 6-16, noviembre.
- Renaud, Bertrand (1997), “Financial markets and the financing of social housing: a view from developing countries”, documento presentado en la Conference on Social Housing Finance in the European Union, Nunspeet, Países Bajos, pp. 3-13, febrero.
- Rojas, Eduardo (1999), “The long road to housing reform: lessons from the Chilean experience”, en *Sustainable Development Department Best Practices Series*, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington, D.C., p. 9, julio.
- Rojas, Eduardo, y Margarita Greene (1995), “Reaching the poor: lessons from the Chilean housing experience”, en *Environment & Urbanization*, vol. 7, N° 2, pp. 31-49, octubre.
- Santelices, Ramón (2001), “Nuevos instrumentos de acceso a la vivienda en Chile: la movilidad habitacional”, en *Mercados de capitales y financiamiento de la vivienda: la securitización en Chile*, Lima, Gerardo M. Gonzales Arrieta (ed.), Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 51-56.
- Santelices, Ramón (1999), “El mercado primario de hipotecas en Chile”, en *Cuadernos*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), N° 181, enero-marzo.
- SBS (Superintendencia de Banca y Seguros) (2001), información varia, Lima.
- Serrato, Jennifer (2001), “La securitización de hipotecas y las perspectivas de su internacionalización”, en *Mercados de capitales y financiamiento de la vivienda: la securitización en Chile*, Lima, Gerardo M. Gonzales Arrieta (ed.), Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 159-163.
- Sève, Paul (2001), “La securitización de hipotecas y el caso de emisiones internacionales de un mercado emergente”, en *Mercados de capitales y financiamiento de la vivienda: la securitización en Chile*, Lima, Gerardo M. Gonzales Arrieta (ed.), Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 171-180.
- Varela, José G. (2001), “Instrumentos de financiamiento habitacional en el mercado primario chileno: letras de crédito hipotecario y mutuos hipotecarios endosables”, en *Mercados de capitales y financiamiento de la vivienda: la securitización en Chile*, Lima, Gerardo M. Gonzales Arrieta (ed.), Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 27-38.
- Villegas, Ricardo (1999), “El *leasing* habitacional a tres años de su implantación”, ensayo publicado por la Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social (CIEDESS), Santiago de Chile, julio.
- Zawadzki, Cristóbal (1994), “Nuevos modelos de financiamiento de vivienda en América Latina”, en *Anales de la XXXI Conferencia Interamericana para la Vivienda*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 22-45.
- Zepeda, Manuel (2001), “El financiamiento de la vivienda en México: avances y retos”, en *La consolidación de los mercados financieros de vivienda en América Latina*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 39-48.
- Zepeda, Manuel (2000), “Innovaciones en la originación y administración de créditos hipotecarios: el caso del FOVI de México”, en *La vivienda y la gestión urbana: un desafío para el año 2000*, Lima, Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI), pp. 30-35.



Serie

Financiamiento del desarrollo

Números publicados

1. Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988), Günther Held y Raquel Szalachman (LC/L.522), 1989.
2. Ahorro e inversión bajo restricción externa y focal. El caso de Chile 1982-1987, Nicolás Eyzaguirre (LC/L.526), 1989.
3. Los determinantes del ahorro en México, Ariel Buira (LC/L.549), 1990.
4. Ahorro y sistemas financieros: experiencia de América Latina. Resumen y conclusiones, Seminario (LC/L.553), 1990.
5. La cooperación regional en los campos financiero y monetario, L. Felipe Jiménez (LC/L.603), 1990.
6. Regulación del sistema financiero y reforma del sistema de pensiones: experiencias de América Latina, Seminario (LC/L.609), 1991.
7. El Leasing como instrumento para facilitar el financiamiento de la inversión en la pequeña y mediana empresa de América Latina, José Antonio Rojas (LC/L.652), 1991.
8. Regulación y supervisión de la banca e instituciones financieras, Seminario (LC/L.655), 1991.
9. Sistemas de pensiones de América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma, Seminario (LC/L.656), 1991.
10. ¿Existe aún una crisis de deuda Latinoamericana?, Stephany Griffith-Jones (LC/L.664), 1991.
11. La influencia de las variables financieras sobre las exportaciones bajo un régimen de racionamiento de crédito: una aproximación teórica y su aplicación al caso chileno, Solange Bernstein y Jaime Campos (LC/L.721), 1992.
12. Las monedas comunes y la creación de liquidez regional, L. Felipe Jiménez y Raquel Szalachman (LC/L.724), 1992.
13. Análisis estadístico de los determinantes del ahorro en países de América Latina. Recomendaciones de política, Andras Uthoff (LC/L.755), 1993.
14. Regulación, supervisión y desarrollo del mercado de valores, Hugo Lavados y María Victoria Castillo (LC/L.768), 1993.
15. Empresas de menor tamaño relativo: algunas características del caso brasileño, César Manoel de Medeiros (LC/L.833), 1994.
16. El acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del Gobierno chileno: balance preliminar de una experiencia, Enrique Román González y José Antonio Rojas Bustos (LC/L.834), 1994.
17. La experiencia en el financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica, A.R. Camacho (LC/L.835), 1994.
18. Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México, Efraín Caro Razú (LC/L.843), 1994.
19. Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993, Patricio Arrau Pons (LC/L.839), 1994.
20. Situación y perspectivas de desarrollo del mercado de valores del Ecuador, Edison Ortíz-Durán (LC/L.830), 1994.
21. Integración de las Bolsas de valores en Centroamérica, Edgar Balsells (LC/L.856), 1994.
22. La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos, Roy Culpeper (LC/L.853), 1994.
23. Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile, Manuel Agosín y Ricardo Ffrench-Davis (LC/L.854), 1994.
24. Corrientes de fondos privados europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos, Stephany Griffith-Jones (LC/L.855), 1994.
25. El movimiento de capitales en la Argentina, José María Fanelli y José Luis Machinea (LC/L.857), 1994.
26. Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas, Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (LC/L.859), 1994.
27. Flujos de capital: el caso de México, José Angel Guirría Treviño (LC/L.861), 1994.
28. El financiamiento Latinoamericano en los mercados de capital de Japón, Punam Chuhan y Kwang W. Ju (LC/L.862), 1994.

29. Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe, Andras Uthoff (LC/L.879), 1995.
30. Acumulación de reservas internacionales: sus causas efectos en el caso de Colombia, Roberto Steiner y Andrés Escobar (LC/L.901), 1995.
31. Financiamiento de las unidades económicas de pequeña escala en Ecuador, José Lanusse, Roberto Hidalgo y Soledad Córdova (LC/L.903), 1995.
32. Acceso de la pequeña y microempresa al sistema financiero en Bolivia: situación actual y perspectivas, Roberto Casanovas y Jorge Mc Lean (LC/L.907), 1995.
33. Private international capital flows to Brazil, Dionisio Dias Carneiro y Marcio G.P. Gracia (LC/L.909), 1995.
34. Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina, Günther Held (LC/L.911), 1995.
35. Flujos financieros internacionales privados de capital a Costa Rica, Juan Rafael Vargas (LC/L.914), 1995.
36. Distribución del ingreso, asignación de recursos y shocks macroeconómicos. Un modelo de equilibrio general computado para la Argentina en 1993, Omar Chisari y Carlos Romero (LC/L.940), 1996.
37. Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta, Cristián Larraín (LC/L.949), 1996.
38. Efectos de los shocks macroeconómicos y de las políticas de ajuste sobre la distribución del ingreso en Colombia, Eduardo Lora y Cristina Fernández (LC/L.965), 1996.
39. Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994, Patricio Arrau Pons (LC/L.984), 1996.
40. Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe: experiencias y políticas en los noventa, Günther Held y Raquel Szalachman (LC/L.1002), 1997.
41. Surgimiento y desarrollo de los grupos financieros en México, Angel Palomino Hasbach (LC/L.1003), 1997.
42. Costa Rica: una revisión de las políticas de vivienda aplicadas a partir de 1986, Miguel Gutiérrez Saxe y Ana Jimena Vargas Cullel (LC/L.1004), 1997.
43. Choques, respostas de politica economica e distribucao de renda no Brasil, André Urani, Ajax Moreira y Luis Daniel Willcox (LC/L.1005), 1997.
44. Distribución del ingreso, shocks y políticas macroeconómicas, L. Felipe Jiménez (LC/L.1006), 1997.
45. Pension Reforms in Central and Eastern Europe: Necessity, approaches and open questions, Robert Hollzmann (LC/L.1007), 1997.
46. Financiamiento de la vivienda de estratos de ingresos medios y bajos: la experiencia chilena, Sergio Almarza Alamos (LC/L.1008), 1997.
47. La reforma a la seguridad social en salud de Colombia y la teoría de la competencia regulada, Mauricio Restrepo Trujillo (LC/L.1009), 1997.
48. On Economic Benefits and Fiscal Requirements of Moving from Unfunded to Funded Pensions, Robert Hollzmann (LC/L.1012), 1997.
49. Eficiencia y equidad en el sistema de salud chileno, Osvaldo Larrañaga (LC/L.1030), 1997. [www](#)
50. La competencia manejada y reformas para el sector salud de Chile, Cristián Aedo (LC/L.1031), 1997.
51. Mecanismos de pago/contratación del régimen contributivo dentro del marco de seguridad social en Colombia, Beatriz Plaza (LC/L.1032), 1997.
52. A Comparative study of Health Care Policy in United States and Canada: What Policymakers in Latin America Might and Might Not Learn From Their Neighbors to the North, Joseph White (LC/L.1033), 1997. [www](#)
53. Reforma al sector salud en Argentina, Roberto Tafani (LC/L.1035), 1997. [www](#)
54. Hacia una mayor equidad en la salud: el caso de Chile, Uri Wainer (LC/L.1036), 1997.
55. El financiamiento del sistema de seguridad social en salud en Colombia, Luis Gonzalo Morales (LC/L.1037), 1997. [www](#)
56. Las instituciones de salud previsional (ISAPRES) en Chile, Ricardo Bitrán y Francisco Xavier Almarza (LC/L.1038), 1997.
57. Gasto y financiamiento en salud en Argentina, María Cristina V. de Flood (LC/L.1040), 1997.
58. Mujer y salud, María Cristina V. de Flood (LC/L.1041), 1997.
59. Tendencias, escenarios y fenómenos emergentes en la configuración del sector salud en la Argentina, Hugo E. Arce (LC/L.1042), 1997.
60. Reformas al financiamiento del sistema de salud en Argentina, Silvia Montoya (LC/L.1043), 1997.
61. Logros y desafíos de la financiación a la vivienda para los grupos de ingresos medios y bajos en Colombia, Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (LC/L.1039), 1997.
62. Acesso ao financiamento para moradia pelos extratos de média e baixa renda. A experiência brasileira recente, José Pereira Goncalves (LC/L.1044), 1997.
63. Acceso a la vivienda y subsidios directos a la demanda: análisis y lecciones de las experiencias latinoamericanas, Gerardo Gonzales Arrieta (LC/L.1045), 1997.

64. Crisis financiera y regulación de multibancos en Venezuela, Leopoldo Yáñez (LC/L.1046), 1997.
65. Reforma al sistema financiero y regulación de conglomerados financieros en Argentina, Carlos Rivas (LC/L.1047), 1997.
66. Regulación y supervisión de conglomerados financieros en Colombia, Luis A. Zuleta Jaramillo (LC/L.1049), 1997. [www](#)
67. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Argentina, 1980-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1055), 1997.
68. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Colombia, 1980-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1060), 1997.
69. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Chile, 1987-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1067), 1997.
70. Un análisis descriptivo de la distribución del ingreso en México, 1984-1992, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1068), 1997.
71. Un análisis descriptivo de factores que inciden en la distribución del ingreso en Brasil, 1979-1990, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1077 y Corr.1), 1997.
72. Rasgos estilizados de la distribución del ingreso en cinco países de América Latina y lineamientos generales para una política redistributiva, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1084), 1997.
73. Perspectiva de género en la reforma de la seguridad social en salud en Colombia, Amparo Hernández Bello (LC/L.1108), 1998.
74. Reformas a la institucionalidad del crédito y el financiamiento a empresas de menor tamaño: La experiencia chilena con sistemas de segundo piso 1990-1998, Juan Foxley (LC/L.1156), 1998. [www](#)
75. El factor institucional en reformas a las políticas de crédito y financiamiento de empresas de menor tamaño: la experiencia colombiana reciente, Luis Alberto Zuleta Jaramillo (LC/L.1163), 1999. [www](#)
76. Un perfil del déficit de vivienda en Uruguay, 1994, Raquel Szalachman (LC/L.1165), 1999. [www](#)
77. El financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica: análisis del comportamiento reciente y propuestas de reforma, Francisco de Paula Gutiérrez y Rodrigo Bolaños Zamora (LC/L.1178), 1999.
78. El factor institucional en los resultados y desafíos de la política de vivienda de interés social en Chile, Alvaro Pérez-Iñigo González (LC/L.1194), 1999. [www](#)
79. Un perfil del déficit de vivienda en Bolivia, 1992, Raquel Szalachman (LC/L.1200), 1999. [www](#)
80. La política de vivienda de interés social en Colombia en los noventa, María Luisa Chiappe de Villa (LC/L.1211-P), N° de venta: S.99.II.G.10 (US\$10.0), 1999. [www](#)
81. El factor institucional en reformas a la política de vivienda de interés social: la experiencia reciente de Costa Rica, Rebeca Grynspan y Dennis Meléndez (LC/L.1212-P), N° de venta: S.99.II.G.11 (US\$10.0), 1999. [www](#)
82. O financiamento do sistema público de saúde brasileiro, Rosa María Márques, (LC/L.1233-P), N° de venta: S.99.II.G.14 (US\$10.0), 1999. [www](#)
83. Un perfil del déficit de vivienda en Colombia, 1994, Raquel Szalachman, (LC/L.1234-P), N° de venta: S.99.II.G.15 (US\$10.0), 1999. [www](#)
84. Políticas de crédito para empresas de menor tamaño con bancos de segundo piso: experiencias recientes en Chile, Colombia y Costa Rica, Günther Held, (LC/L.1259-P), N° de venta: S.99.II.G.34 (US\$10.0), 1999. [www](#)
85. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso del Perú. Gerardo Gonzales Arrieta, (LC/L.1245-P), N° de venta: S.99.II.G.29 (US\$10.0), 1999. [www](#)
86. Políticas para la reducción de costos en los sistemas de pensiones: el caso de Chile. Jorge Mastrángelo, (LC/L.1246-P), N° de venta: S.99.II.G.36 (US\$10.0), 1999. [www](#)
87. Price-based capital account regulations: the Colombian experience. José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, (LC/L.1243-P), N° de venta: E.99.II.G.41 (US\$10.0), 1999. [www](#)
88. Transitional Fiscal Costs and Demographic Factors in Shifting from Unfunded to Funded Pension in Latin America. Jorge Bravo and Andras Uthoff (LC/L.1264-P), N° de venta: E.99.II.G.38 (US\$10.0), 1999. [www](#)
89. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de El Salvador. Francisco Angel Sorto, (LC/L.1265-P), N° de venta: S.99.II.G.46 (US\$10.0), 1999. [www](#)
90. Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999, Günther Held y Luis Felipe Jiménez, (LC/L.1271-P), N° de venta: S.99.II.G.53 (US\$10.0), 1999. [www](#)
91. Evolución y reforma del sistema de salud en México, Enrique Dávila y Maite Guijarro, (LC/L.1314-P), N° de venta: S.00.II.G.7 (US\$10.0), 2000. [www](#)
92. Un perfil del déficit de vivienda en Chile, 1994. Raquel Szalachman (LC/L.1337-P), N° de venta: S.00.II.G.22 (US\$10.0), 2000. [www](#)
93. Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina. Carmelo Mesa-Lago, (LC/L.1344-P), N° de venta: S.00.II.G.29 (US\$10.0), 2000. [www](#)

94. Proyección de responsabilidades fiscales asociadas a la reforma previsional en Argentina, Walter Schulthess, Fabio Bertranou y Carlos Grushka, (LC/L.1345-P), N° de venta: S.00.II.G.30 (US\$10.0), 2000. [www](#)
95. Riesgo del aseguramiento en el sistema de salud en Colombia en 1997, Humberto Mora Alvarez, (LC/L.1372-P), N° de venta: S.00.II.G.51 (US\$10.0), 2000. [www](#)
96. Políticas de viviendas de interés social orientadas al mercado: experiencias recientes con subsidios a la demanda en Chile, Costa Rica y Colombia, Günther Held, (LC/L.1382-P), N° de venta: S.00.II.G.55 (US\$10.0), 2000. [www](#)
97. Reforma previsional en Brasil. La nueva regla para el cálculo de los beneficiarios, Vinícius Carvalho Pinheiro y Solange Paiva Vieira, (LC/L.1386-P), N° de venta: S.00.II.G.62 (US\$10.0), 2000. [www](#)
98. Costos e incentivos en la organización de un sistema de pensiones, Adolfo Rodríguez Herrera y Fabio Durán Valverde, (LC/L.1388-P), N° de venta: S.00.II.G.63 (US\$10.0), 2000. [www](#)
99. Políticas para canalizar mayores recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión real en México, Luis N. Rubalcava y Octavio Gutiérrez (LC/L.1393-P), N° de venta: S.00.II.G.66 (US\$10.0), 2000. [www](#)
100. Los costos de la transición en un régimen de beneficio definido, Adolfo Rodríguez y Fabio Durán (LC/L.1405-P), N° de venta: S.00.II.G.74 (US\$10.0), 2000. [www](#)
101. Efectos fiscales de la reforma de la seguridad social en Uruguay, Nelson Noya y Silvia Laens, (LC/L.1408-P), N° de venta: S.00.II.G.78 (US\$10.0), 2000. [www](#)
102. Pension funds and the financing productive investment. An analysis based on Brazil's recent experience, Rogerio Studart, (LC/L.1409-P), N° de venta: E.00.II.G.83 (US\$10.0), 2000. [www](#)
103. Perfil de déficit y políticas de vivienda de interés social: situación de algunos países de la región en los noventa, Raquel Szalachman, (LC/L.1417-P), N° de venta: S.00.II.G.89 (US\$10.0), 2000. [www](#)
104. Reformas al sistema de salud en Chile: Desafíos pendientes, Daniel Titelman, (LC/L.1425-P), N° de venta: S.00.II.G.99 (US\$10.0), 2000. [www](#)
105. Cobertura previsional en Chile: Lecciones y desafíos del sistema de pensiones administrado por el sector privado, Alberto Arenas de Mesa (LC/L.1457-P), N° de venta: S.00.II.G.137 (US\$10.0), 2000. [www](#)
106. Resultados y rendimiento del gasto en el sector público de salud en Chile 1990-1999, Jorge Rodríguez C. y Marcelo Tokman R. (LC/L.1458-P), N° de venta: S.00.II.G.139 (US\$10.00), 2000. [www](#)
107. Políticas para promover una ampliación de la cobertura de los sistemas de pensiones, Gonzalo Hernández Licona (LC/L.1482-P), N° de venta: S.01.II.G.15 (US\$10.0), 2001. [www](#)
108. Evolución de la equidad en el sistema colombiano de salud, Ramón Abel Castaño, José J. Arbelaez, Ursula Giedion y Luis Gonzalo Morales (LC/L.1526-P), N° de venta: S.01.II.G.71 (US\$10.0), 2001. [www](#)
109. El sector privado en el sistema de salud de Costa Rica, Fernando Herrero y Fabio Durán (LC/L.1527-P), N° de venta: S.01.II.G.72 (US\$10.00), 2001. [www](#)
110. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de Uruguay, Fernando Lorenzo y Rosa Osimani (LC/L.1547-P), N° de venta: S.01.II.G.88 (US\$10.00), 2001. [www](#)
111. Reformas del sistema de salud en Venezuela (1987-1999): balance y perspectivas, Marino J. González R. (LC/L.1553-P), N° de venta: S.01.II.G.95 (US\$10.00), 2001. [www](#)
112. La reforma del sistema de pensiones en Chile: desafíos pendientes, Andras Uthoff (LC/L.1575-P), N° de venta: S.01.II.G.118 (US\$10.00), 2001.
113. International Finance and Caribbean Development, P. Desmond Brunton and S. Valerie Kelsick (LC/L.1609-P), N° de venta: E.01.II.G.151 (US\$10.00), 2001. [www](#)
114. Pension Reform in Europe in the 90s and Lessons for Latin America, Louise Fox and Edward Palmer (LC/L.1628-P), N° de venta: E.01.II.G.166 (US\$10.00), 2001. [www](#)
115. El ahorro familiar en Chile, Enrique Errázuriz L., Fernando Ochoa C., Eliana Olivares B. (LC/L.1629-P), N° de venta: S.01.II.G.174 (US\$10.00), 2001. [www](#)
116. Reformas pensionales y costos fiscales en Colombia, Olga Lucía Acosta y Ulpiano Ayala (LC/L.1630-P), N° de venta: S.01.II.G.167 (US\$10.00), 2001. [www](#)
117. La crisis de la deuda, el financiamiento internacional y la participación del sector privado, José Luis Machinea, (LC/L.1713-P), N° de venta: S.02.II.G.23 (US\$10.00), 2002. [www](#)
118. Políticas para promover una ampliación de la cobertura del sistema de pensiones en Colombia, Ulpiano Ayala y Olga Lucía Acosta, (LC/L.1724-P), N° de venta: S.02.II.G.39 (US\$10.00), 2002. [www](#)
119. La banca multilateral de desarrollo en América Latina, Francisco Sagasti, (LC/L.1731-P), N° de venta: S.02.II.G.42 (US\$10.00), 2002. [www](#)
120. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos en Bolivia, Juan Carlos Requena, (LC/L.1747-P), N° de venta: S.02.II.G.59 (US\$10.00), 2002. [www](#)
121. Multilateral Banking and Development Financing in a Context of Financial Volatility, Daniel Titelman, (LC/L.1746-P), N° de venta: S.02.II.G.58 (US\$10.00), 2002. [www](#)

122. El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina, Gerardo M. Gonzales Arrieta, (LC/L.1779-P), N° de venta S.02.II.G.94 (US\$10.00), 2002. [www](#)

- El lector interesado en números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Estudios Especiales de la Secretaría Ejecutiva, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile. No todos los títulos están disponibles.
- Los títulos a la venta deben ser solicitados a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago de Chile, Fax (562) 210 2069, publications@eclac.cl.
- [www](#): Disponible también en Internet: <http://www.eclac.cl>.

Nombre:..... Actividad: Dirección: Código postal, ciudad, país:..... Tel.:Fax: E-Mail:
