

El Desarrollo del Crédito Hipotecario en el Uruguay: Análisis Comparativo con Cuatro Casos



TRABAJO DE INVESTIGACIÓN
MONOGRÁFICO PARA LA
OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA

DIEGO ROJO

ELÍAS KATZ

RODRIGO ASCÚE

TUTOR: Ec. JORGE POLGAR

FEBRERO 2009

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACIÓN

UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA

Índice

Introducción y Metodología.....	1
1. Especificidades del Sector.....	5
1.1. El Crédito Hipotecario.....	5
1.2. Riesgos Asociados a la Operativa.....	6
i) Riesgo Crediticio.....	7
ii) Riesgo Cambiario.....	7
iii) Riesgo de Plazos.....	8
iv) Riesgo de Tasa de Interés.....	9
1.3. Instrumentos para el manejo de los riesgos.....	10
i) Tasa fija y tasa variable.....	10
ii) Hipoteca de pago Graduado.....	12
iii) Hipoteca indexada a la inflación.....	13
iv) Hipoteca indexada al salario.....	14
v) Hipoteca de tasa dual.....	15
vi) Seguro de crédito hipotecario.....	16
vii) Letras Hipotecarias.....	17
viii) Securitización de préstamos hipotecarios.....	17
2. Marco Teórico.....	25
2.1. Los problemas de la Información: Selección Adversa y Riesgo Moral.....	25
2.2. Un modelo básico de mercado de capitales con Selección Adversa.....	28
3. El Caso Uruguayo.....	31
3.1. Breve reseña histórica.....	31
3.2. Marco Regulatorio.....	45
3.3. Agentes Participantes.....	50
3.4. Rol del Estado.....	58
3.5. Conclusiones.....	65
4. El Caso de Estados Unidos.....	69
4.1. Breve reseña histórica.....	69
4.2. Marco Regulatorio.....	74
4.3. Agentes Participantes.....	76
4.4. Rol del Estado.....	80
4.5. Crisis actual en los EE.UU.....	83
4.5. Conclusiones.....	86
5. El Caso de Reino Unido.....	89
5.1. Breve reseña histórica.....	89
5.2. Marco Regulatorio.....	92
5.3. Agentes Participantes.....	95
5.4. Rol del Estado.....	100
5.5. Conclusiones.....	101

6. El Caso de México.....	105
6.1. Breve reseña histórica.....	105
6.2. Marco Regulatorio.....	108
6.3. Agentes Participantes.....	110
6.4. Rol del Estado.....	116
6.5 Conclusiones.....	120
7. El Caso de Chile.....	123
7.1. Breve reseña histórica.....	123
7.2. Marco Regulatorio.....	125
7.3. Agentes Participantes.....	127
7.4. Rol del Estado.....	133
7.5 Conclusiones.....	135
8. Análisis Comparativo con los Casos de Estudio.....	139
8.1. Originadores de Préstamos Hipotecarios.....	140
8.2. Rol del Estado.....	142
8.3. Tipo de Préstamos.....	145
8.4. Instrumentos de Fondeo.....	147
9. Conclusiones Finales.....	151
Bibliografía.....	157

Introducción y Metodología

El problema habitacional es un aspecto de especial interés por parte de los gobiernos lo cual implica un rol activo en las políticas destinadas a generar las condiciones necesarias para el desarrollo de un sistema financiero que facilite el crédito destinado a la vivienda.

Tradicionalmente los gobiernos han encarado el problema del acceso a la vivienda directamente mediante la elaboración de programas de construcción de complejos habitacionales. Sin embargo, el creciente déficit habitacional producido por el crecimiento demográfico y el consecuentemente número de hogares, junto con las reformas estructurales tendientes a disminuir el tamaño del Estado en cuanto a su participación como agente económico han vuelto insuficiente la oferta brindada por éste, por lo cual se ha apuntado a un sistema en el cual toma mayor protagonismo el sector privado a través de la construcción y el sistema financiero mediante la oferta de préstamos, mientras que el Estado se enfoca en el diseño y elaboración de políticas públicas focalizadas a los sectores de la población que ven limitada su capacidad de endeudamiento.

La estructura de un sistema de acceso habitacional debe tener en cuenta los aspectos específicos que rodean al sector financiero caracterizado por los problemas de la información asimétrica que genera mayores riesgos en la actividad, junto con la dificultad adicional que implica comprometer recursos financieros en colocaciones de largo plazo. Para proveer a la población, de crédito hipotecario y al mismo tiempo mitigar los riesgos existentes, los países han implementado distintos diseños institucionales e instrumentos financieros que pueden ser de útil aplicación en nuestro caso, donde observamos que la oferta de crédito hipotecario del sector financiero privado es insuficiente y se focaliza a un público de medio-alto y alto poder adquisitivo, mientras que el sector público, si bien ha sido el principal agente financiero del sistema, ha atravesado por sucesivos problemas de carácter económico-financiero que desembocaron en recapitalizaciones y asistencia económica por parte del Estado generando un costo para la sociedad, a la vez que restringieron durante largos períodos, la oferta de crédito a la población.

Actualmente en Uruguay se está implementando un rediseño de las instituciones que conforman el sistema de crédito a la vivienda. El BHU operaba como un Banco de Fomento y Comercial al mismo tiempo y terminaba por subsidiar de forma generalizada en lugar de dirigirse únicamente a los sectores que precisan de los mismos. Mediante la Ley N° 18.125 (Ley de Vivienda) se realiza una reestructuración de funciones del BHU y se crea la Agencia Nacional

de Vivienda (ANV), separando así en dos instituciones diferentes a quien fomenta el crédito hipotecario y la vivienda, de quien es el agente financiero y compete como Banco Comercial con la Banca privada. También mediante el plan quinquenal de vivienda se está evaluando la implementación de instrumentos financieros, nunca antes utilizados en el Uruguay, que creemos que en caso de ser aplicados, incrementarían de manera significativa el crédito hipotecario en nuestro país.

Es relevante destacar que en las últimas dos décadas se han llevado adelante, planes de estabilización que han sido exitosos en cuanto a mantener la inflación en niveles moderados. Esto brinda un marco para el desarrollo de instrumentos de fondeo a largo plazo ya que bajo estas condiciones los inversores tienen una mayor seguridad para invertir en títulos por períodos largos, debido a que en primer lugar no se encuentran tan expuestos como en el pasado, a la erosión en el valor real de los activos a largo plazo durante períodos inflacionarios y en segundo lugar, la mayor estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años permite una mejora del nivel de ingreso del deudor, generando que los Bancos incrementen la oferta de préstamos.

También a partir del 2003 los depósitos a la vista en los Bancos comienzan lentamente a recuperarse luego de la crisis del 2002, con lo cual se cuenta con mayores fondos para poder otorgar créditos hipotecarios.

En base a estos hechos, vemos al crédito hipotecario como un tema de la Agenda actual del Gobierno, en pleno proceso de cambio y es por esa razón que hemos encontrado de sumo interés el presente estudio.

El objetivo del presente trabajo es analizar las causas que han impedido un desarrollo sostenible en el mercado hipotecario uruguayo, y a partir de la identificación de las mismas determinar los diseños institucionales e instrumentos financieros utilizados en los cuatro casos de estudio propuestos que puedan ser de útil aplicación en nuestro país.

Por un lado, consideramos de interés estudiar el mercado hipotecario de México y Chile debido al gran desarrollo alcanzado en los últimos años por estos países y a las similitudes en cuanto a los aspectos socio-económicos que presentan con nuestro país. Por otro lado, incluimos los casos de Estados Unidos y Reino Unido los cuales encontramos interesantes debido al gran desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgos así como de un mercado secundario que da mayor dinamismo al sistema. El caso de EE.UU. es de especial

interés debido a la actual coyuntura económica que atraviesa el país, la cual fue generada en el mercado secundario de hipotecas.

En cuanto a la metodología utilizada, esta consiste en la estática comparativa y será llevada a cabo de la siguiente manera:

En primer lugar analizamos el mercado hipotecario en nuestro país tomando en cuenta como ha evolucionado a lo largo del tiempo para luego estudiar que regulaciones lo afectan, cual es el rol cumplido por el Estado en dicho mercado, que agentes privados participan y que función cumplen. A partir de ese análisis, identificaremos las carencias en el mercado hipotecario uruguayo y el diseño institucional actual e instrumentos financieros existentes.

A continuación realizaremos un análisis sobre el mercado hipotecario en los cuatro países de referencia, siguiendo los mismos lineamientos de análisis del caso uruguayo, para que de esta manera todos los casos de estudio sean estandarizados para facilitar su análisis comparativo.

Obtendremos conclusiones para cada uno de los países estudiados, de forma de destacar en cada país, las características esenciales de los diseños institucionales e instrumentos financieros que contribuyeron al incremento de la oferta de crédito hipotecario.

A partir de dicha información en todos los países analizados, realizaremos un estudio comparativo, enfocado en los instrumentos financieros e instituciones que participan en el mercado hipotecario en cada país estudiado. En base al mismo, veremos que instrumentos financieros e instituciones no existen en nuestro país, para poder así determinar cuales podrían ser implementados en Uruguay con el objetivo de resolver las carencias identificadas previamente.

Por último determinaremos que efectos tendrá la implementación de dichos instrumentos financieros en el marco del nuevo diseño institucional en el mercado hipotecario uruguayo.

La pregunta que nos planteamos responder en este trabajo consiste en determinar ¿Qué mecanismos se pueden implementar para apalar las carencias existentes en el mercado hipotecario uruguayo? y a partir de la identificación de dichas carencias, establecer qué instrumentos financieros son necesarios para dinamizar el crédito hipotecario, tomando como referencia los casos de estudio previamente analizados. Cuando hablamos de dinamizar el mercado nos referimos a la generación de condiciones para el desarrollo de nuevos

instrumentos que permitan mitigar los riesgos y que por lo tanto, apunten hacia una ampliación de la oferta de préstamos hipotecarios.

Las respuestas que encontramos son: en primer lugar, el diseño institucional que ha adoptado el sistema recientemente, parece ser el adecuado para mejorar la dinámica de mercado y aumentar la participación de la Banca Privada, con un BHU que compite en igualdad de condiciones. En segundo lugar, consideramos que Uruguay, debido a la estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años, podría estar en condiciones de adoptar o reincorporar instrumentos de fondeo de largo plazo como son las Letras Hipotecarias o la securitización.

Con respecto a la estructura de nuestro trabajo, éste se organiza de la siguiente manera. En el Capítulo 1 se describen los aspectos esenciales del crédito hipotecario y los diferentes instrumentos de manejo del riesgo. En el Capítulo 2 se plantea el marco teórico el cual se centra en los problemas de la selección adversa y riesgo moral característicos de los mercados financieros. En el Capítulo 3 se plantea el caso del crédito hipotecario en el Uruguay, presentando una breve reseña histórica así como las características en cuanto al marco regulatorio, los agentes participantes del mercado y el rol del Estado. En los siguientes capítulos presentaremos los cuatro casos de estudio que consideramos relevantes en cuanto al nivel de desarrollo alcanzado en el mercado de crédito hipotecario siguiendo la misma estructura utilizada en el caso uruguayo y enfocándolo particularmente pensando en recomendaciones para nuestro país. Finalmente, en el Capítulo 8 realizamos una estática comparativa entre los casos de estudio, para intentar dilucidar cuál debería ser el camino a seguir por Uruguay. En el último capítulo realizamos las conclusiones que entendemos se desprenden de nuestro análisis.

1. Especificidades del Sector

1.1. El Crédito Hipotecario

Para poder abordar el análisis del crédito hipotecario, comenzaremos dando una breve definición de lo que se entiende comúnmente por Préstamo Hipotecario para poder luego establecer en base a ella, cuales son las especificidades del sector y que elementos lo diferencian de un simple crédito al consumo.

En primer lugar un préstamo es una operación financiera que se establece por intermedio de un contrato según el cual una de las partes, denominada prestamista, que generalmente es un Banco o alguna Institución Financiera, entrega a la otra parte, denominada prestatario, una cierta cantidad de dinero. Mediante ese contrato básicamente se establece que el prestatario se compromete a restituir la cantidad de dinero recibida en el préstamo (denominado *principal*), los gastos generados por la efectivización del mismo y los intereses correspondientes. Por lo tanto, el importe de las cuotas se compone básicamente de dos elementos: la amortización y los intereses.

Respecto de los intereses, veremos en los capítulos siguientes que existen básicamente dos modalidades: Tasa fija y Tasa variable, y que se calculan como un porcentaje en base a la diferencia entre lo que se prestó y lo que se ha devuelto hasta cierto momento del tiempo.

Otro elemento a tomar en cuenta es el plazo estipulado en el contrato para la devolución del mismo ya que este determinará la forma de amortización del préstamo y el tipo de interés a aplicar. Cuanto mayor sea el plazo menores van a ser las cuotas de amortización, pero mayores van a ser los intereses totales que se paguen.

Finalmente, el otro elemento que interviene en la negociación es la *Hipoteca*, es decir, la garantía que otorga el deudor la cual puede, por intermedio de ciertos procedimientos judiciales, ser cedida o vendida en pública subasta por parte del acreedor en caso de incumplimiento del acuerdo. En el caso de los préstamos para la compra de vivienda lo más común es que la hipoteca sea precisamente dicho inmueble.

A diferencia de otros tipos de préstamos, el hecho de que exista una hipoteca en los créditos para vivienda tiene ventajas para ambas partes ya que por un lado el acreedor tiene la

posibilidad de recuperar total o parcialmente el crédito concedido en caso de incumplimiento mediante un procedimiento judicial que permite ejecutar dicha garantía, y por otro lado el deudor tiene la posibilidad de acceder a un crédito en forma mas conveniente en cuanto a plazos de amortización y tasa de interés.

Sin embargo, como veremos en el capítulo dedicado al análisis del crédito hipotecario en el Uruguay, en general existen muchas limitaciones para el acceso de la población, a un préstamo hipotecario, debido principalmente a la inestabilidad financiera que vuelve extremadamente riesgosa a la actividad por las características mencionadas sobre los largos plazos de amortización, las fluctuaciones de las tasas de interés y de los tipos de cambio y la probabilidad de que los ingresos del deudor se vean reducidos y no le permitan cumplir con sus obligaciones.

Es por esta razón que en el Uruguay el sector Privado ha permanecido prácticamente ausente en dicho mercado y ha sido el sector Público a través del BHU quien ha brindado la gran mayoría de los préstamos para vivienda con la finalidad fundamental de dar respuesta al problema habitacional y asumiendo para ello los costos del riesgo implícito en el mercado de crédito, mas que por el hecho de actuar en base a incentivos económicos.

1.2. Riesgos Asociados a la Operativa

Lógicamente a la hora de analizar el crédito hipotecario es necesario estudiar los efectos que la evolución de ciertas variables tienen sobre la probabilidad de que el deudor cumpla en tiempo y forma con el contrato del préstamo, así como los instrumentos utilizados por las instituciones financieras para cubrirse de dichos efectos.

Existen varias razones por las cuales el prestatario puede verse imposibilitado de devolver el préstamo y los intereses: reducción de los ingresos del núcleo familiar, aumento de la tasa de interés (en el caso de prestamos con tasas reajustables), aumento del valor de la moneda en la que se realiza el préstamo, etc. Todo esto hace que las instituciones financieras, a la hora de estudiar la viabilidad económica del préstamo realicen un análisis tanto de la capacidad de repago del posible prestatario como de la forma y modalidades del préstamo a otorgar en cuanto a los elementos analizados previamente.

A continuación pasaremos a analizar cuáles son los riesgos más frecuentes al que se exponen las instituciones financieras a la hora de conceder un crédito para la compra de

vivienda y cuales son los instrumentos comúnmente utilizados para intentar mitigar dichos riesgos.

i) Riesgo Crediticio

Como sabemos, el mercado de crédito tiene una característica que lo diferencia de otros mercados, y que consiste en que no implica una transacción de una mercancía por otra en un mismo momento del tiempo, sino por una promesa a futuro de la devolución del monto del préstamo y los intereses. Esto lógicamente tiene como consecuencia que quien concede el préstamo se exponga a un riesgo que consiste en la probabilidad de que el deudor no devuelva la totalidad del préstamo y los intereses. Ya dijimos cuales son las causas que pueden llevar a un deudor al incumplimiento del contrato del préstamo, y luego veremos qué implicaciones tiene esto sobre las condiciones de dicho préstamo.

En el caso del Crédito Hipotecario, este fenómeno cobra mayor importancia, debido a que en general son préstamos a muy largo plazo y es difícil por tanto que los prestamistas prevean con certeza la magnitud de los acontecimientos futuros que tendrán consecuencias sobre la capacidad de pago del deudor. En el Uruguay en particular, la inestabilidad económica del país ha provocado que, al ser la cuota que se paga por el préstamo, un porcentaje importante de los ingresos del hogar, la caída del ingreso real provocada por la inflación, que llevó a una pérdida de ingresos reales del orden del 30% para el año 1979, signifique una causa a destacar en los altos niveles de mora registrados¹.

ii) Riesgo Cambiario

El riesgo cambiario es aquel que se produce por el hecho de que los activos de una institución (en nuestro caso un Banco), están establecidos en una moneda diferente a la de sus pasivos, por lo que una variación en los precios relativos de ambas monedas, es decir en el tipo de cambio, afectan al patrimonio de dicha institución.

Las variaciones del tipo de cambio generan una variación en la riqueza, por lo tanto constituyen un factor de riesgo sobre todo para economías altamente dolarizadas como la nuestra.

¹ El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S. Hernández, F. Rovira; 2004.

Ha sido una práctica muy común en nuestro país sobre todo a partir de la década del '70, que los depósitos del público se efectúen en dólares como forma de protegerse de la inflación. De hecho, entre 1978 y 1981, los depósitos en dólares del público crecieron un 314%². En general, para liberarse de ese riesgo cambiario, las instituciones financieras también comenzaron a realizar préstamos en dicha moneda trasladando dicho riesgo a los tomadores del préstamo. Pero ya que sus ingresos son en pesos uruguayos, el contraer obligaciones en dólares provocó que ante situaciones de devaluación como las que ha vivido el país, se vean imposibilitados a cumplir con las mismas, provocando por lo tanto que los bancos no puedan recuperar la totalidad de sus créditos.

iii) Riesgo de Plazos

La operativa típica de los Bancos dedicados al préstamo para la compra de viviendas, consiste en la captación de depósitos de mediano y corto plazo y el posterior otorgamiento del préstamo que es de largo plazo, por lo que existe un componente de riesgo asociado al descalce de plazos que puede generar por tanto, problemas de liquidez que impidan la articulación entre oferta y demanda.

Precisamente, una de las limitantes al desarrollo del crédito hipotecario es que si bien muchas veces pueden existir oportunidades ventajosas para el otorgamiento del crédito, la falta de fondeo de las instituciones puede impedir que el mismo se concrete.

A modo de ejemplo, en el caso Uruguayo la principal fuente de financiamiento para el otorgamiento de préstamos durante la década de los '70, fueran los ahorros del público y las Obligaciones Hipotecarias Reajustables (OHR). Esto ha provocado que ante la situación de inestabilidad del sistema financiero de comienzos de la década del '80, tanto la caída de los depósitos como de las OHR en circulación repercuta en un deterioro de la capacidad de autofinanciamiento, teniendo consecuencias muy negativas para el BHU³.

Es fundamental en este sentido la existencia de instrumentos financieros eficientes que constituyan una alternativa de fondeo para las instituciones.

² El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S. Hernández, F. Rovira; 2004.

³ El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S. Hernández, F. Rovira; 2004.

iv) Riesgo de Tasas de Interés

Identificamos tres tipos de riesgo que envuelve a la tasa de interés. El primero es el riesgo que genera la inflación sobre la tasa de interés. Puede suceder que la inflación se incremente por encima de la tasa de interés a la que se originó un préstamo, pasando a ser esta negativa, generando pérdidas para el originador. Esto se puede dar en el caso de que la tasa de interés sea fija, ya que si es variable, en caso de que suba la inflación, la tasa de interés se puede ajustar. En nuestro país por ejemplo, en los períodos de alta inflación como los vividos en la década del '60, la tasa de interés real cobrada por el BHU se transformó en negativa debido a que la inflación trepó a valores considerablemente mayores a la tasa de interés activa anual cobrada por dicha institución, la cual se encontraba topeada⁴.

En caso de una tasa de interés fija, la forma que tienen los originadores de cubrirse ante posibles pérdidas provocadas por un aumento de la inflación es fijando una tasa de interés mayor a la de corto plazo para préstamos a largo plazo. Esto tiene como consecuencia un aumento de los costos de financiamiento para los prestatarios y constituye por lo tanto una limitante al desarrollo del crédito hipotecario.

También dentro de los riesgos de tasa de interés identificamos al prepago. Este consiste en la posibilidad que tiene el tomador de un préstamo de cancelar la deuda anticipadamente, sin tener que abonar los intereses a devengarse. Esto genera una pérdida para el originador del préstamo, ya que deja de percibir intereses por el capital prestado. En los casos en los que existe prepago, los originadores para cubrirse de dicho riesgo, fijan una tasa de interés activa más alta.

Por último vemos el descalce de tasas de interés como otro riesgo para el originador. La diferencia entre la tasa pasiva y la activa, genera un descalce de tasas de interés. Inicialmente, cuando se origina un préstamo, la tasa de interés a la que se presta es mayor a la tasa de interés a la que se captan los fondos para poder prestar. Si durante el plazo del préstamo, la tasa de interés a la que obtiene fondos los originadores se incrementa, manteniéndose fija la tasa a la que se prestó, disminuye la rentabilidad del originador, pudiendo incluso generar pérdidas.

⁴ El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S. Hernández, F. Rovira; 2004.

1.3. Instrumentos para el manejo de los riesgos

Las instituciones financieras dedicadas al otorgamiento de préstamos hipotecarios han desarrollado distintos instrumentos y mecanismos para el otorgamiento del crédito con el objetivo de cubrirse de los riesgos asociados al mismo. Dichos instrumentos han variado a lo largo de la historia de acuerdo a las condiciones económicas del mercado y al desarrollo del sistema financiero global, por lo cual tienen diferentes características según los países.

No pretendemos profundizar en el análisis de cada uno de los instrumentos sino presentar las características generales de los mismos⁵, identificar sus ventajas y debilidades, y extraer algunas enseñanzas que puedan ser de utilidad para el desarrollo del crédito hipotecario en nuestro país.

i) Tasa Fija y Tasa Variable

En primer lugar debemos señalar que existen dos modalidades en cuanto a la tasa de interés aplicada a los préstamos: tasa fija conocida en la literatura como Fixed Rate Mortgage (FRM) y tasa variable conocida como Adjustable Rate Mortgage (ARM).

En cuanto al primero, el mismo significa que la tasa de interés y los pagos mensuales de la hipoteca seguirán siendo los mismos durante todo el período de pago de la hipoteca (por lo general de 15, 20 o 30 años). La tasa de interés fija ex ante es igual a la tasa de interés variable más la inflación esperada más una prima por riesgo lo cual a priori la vuelve mas elevada.

Este tipo de préstamo tiene la ventaja de que los pagos mensuales de la hipoteca permanecerán constantes y la tasa de interés no cambiará, de modo que el tomador del préstamo no tiene que preocuparse por las fluctuaciones del mercado ya que estas no inciden en la cuota que tiene que pagar, la cual es fija para todo el período.

También hay que destacar que este tipo de préstamo hipotecario solo tiene sentido en economías donde la inflación se mantiene en niveles bajos ya que el hecho de que tanto la

⁵ Para mayor profundización del tema recomendamos leer el libro: “Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets” de F. J. Fabozzi y F. Modigliani

tasa de interés como la amortización del préstamo se fije en valores nominales constantes, un crecimiento inesperado de la misma implicará una pérdida en el valor real.

Lo elevado de los pagos iniciales implícito en los FRMs, para subsanar tanto el problema de la variación en las tasas de interés como el de la inflación ha tenido como consecuencia el desarrollo de varios instrumentos alternativos.

Los préstamos con tasa de interés ajustable implican que la misma fluctúa durante el plazo del préstamo, según una serie de términos que se especifican de antemano (normalmente con relación a un índice). La tasa de interés entonces, se ajusta (hacia arriba o hacia abajo) en períodos predefinidos, con lo cual el pago mensual aumentará o disminuirá según lo hagan los parámetros de ajuste previamente especificados.

Una de las ventajas con respecto a los FRMs es que cuando se tiene una hipoteca de tasa ajustable la tasa de interés inicial suele ser más baja que con una hipoteca de tasa fija. Esto se debe a que el deudor asume un riesgo al contratar un préstamo a largo plazo en el cual las mensualidades podrían ser más altas frente a un aumento en las tasas de interés. De todas maneras, la mayoría de los programas de hipotecas de tasa ajustable ofrecen una protección de "tasa tope" que limita la cantidad en que puede aumentarse la tasa cada año y durante el plazo del préstamo.

Otra ventaja del ARM consiste en que la flexibilidad de la tasa de interés le permite al deudor beneficiarse en el caso que las tasas de interés disminuyen, ya que podría disfrutar de pagos más bajos en el futuro. De esta manera se logra diversificar el riesgo de fluctuaciones en las tasas de interés que no era posible con los FRM: En el caso de tasa fija, el riesgo lo asumía exclusivamente el prestamista, al no poder transmitirle al deudor los efectos de una suba en la tasa de interés, mientras que en el caso de tasa de interés variable, este riesgo es asumido por el deudor.

Entre las desventajas se encuentra justamente la posibilidad de que aumenten los pagos mensuales que deberá realizar el deudor en caso de una suba en las tasas de interés.

Otra limitación de los ARMs y que también está presente en los FRM es que no solucionan el problema de la pérdida de valor real del principal ocasionado por la inflación (conocido como Tilt Problem). Si bien la tasa de interés se ajusta, el principal queda constante con lo cual un aumento en la inflación repercute negativamente en el valor real del mismo.

Entre los índices más comunes se encuentran las tasas a uno, tres o cinco años de las Letras del Tesoro. Otro índice común es el costo promedio nacional o regional de fondos de asociaciones de ahorro y préstamo. Unos cuantos prestamistas usan su propio costo de fondos como índice, lo cual les brinda más control que el usar otros índices⁶.

ii) Hipoteca de Pago Graduado

Otras modalidades de préstamos consideran la variación, no de la tasa de interés, sino de las cuotas de amortización, como es el caso de la hipoteca de pago graduado o Graduated Payment Mortgage (GPM).

Una hipoteca de pago graduado es aquella cuyo pago nominal mensual crece a una tasa fija durante una parte de la vida del contrato, permaneciendo constante después. La tasa de interés se fija para la vida del préstamo, o sea que es fija, como en los FRM, a pesar de que el pago de la hipoteca mensual aumenta gradualmente durante los primeros años.

En el caso del GPM los pagos comienzan siendo relativamente bajos y crecen durante el tiempo preestablecido, lo cual permite acceder a un préstamo a un tomador que no estaría calificado a hacerlo con un FRM ya que como vimos los pagos comienzan y continúan siendo altos.

Este préstamo está pensado para tomadores de crédito con ingresos bajos o medianos pero que esperan un aumento del mismo durante los futuros 5 a 10 años. Quienes utilizan este tipo de hipoteca para comprar una casa deben considerar que mientras el ratio pago-principal comienza siendo pequeño, empezará a crecer cada año hasta cierto punto donde los pagos se mantendrán constantes, dependiendo del plan de pago seleccionado.

A diferencia del ARM que tenía como objetivo principal la reducción de riesgos provenientes de variaciones en la tasas de interés, este instrumento pretende mitigar los riesgos asociados a la capacidad de repago del deudor, es decir, al riesgo crediticio permitiendo condiciones ventajosas en el período donde los ingresos del mismo son menores.

⁶ Trabajo Monográfico: Instrumentos alternativos de hipotecas y su incidencia en la morosidad del mercado hipotecario uruguayo. Ari Kackzca, Marcos Rodríguez, Gadiel Temkin, Marzo 2004.

A través de este diseño alternativo de hipoteca los compradores con ingresos bajos y aquellos que compran su primera casa pueden adecuar sus pagos hipotecarios mensuales a sus ingresos crecientes, permitiéndoles de esta forma acceder más rápido a una casa que con los otros diseños de hipotecas convencionales.

Desde el punto de vista del prestamista, al ser la tasa fija, presenta los mismos inconvenientes de los FRMs, a lo que se le suma el hecho de la posible existencia de amortización negativa determinada por lo reducido de la cuota inicial que paga el deudor, que muchas veces puede llegar a no cubrir los intereses generados. Obviamente esto va a depender del acuerdo específico que se logre entre el prestamista y el prestatario en cuanto a las condiciones de repago.

Este mecanismo de hipoteca tiene la ventaja de que, si el nivel de inflación es relativamente estable, tendremos una solución satisfactoria para el Tilt Problem ya que nos permite ajustar el valor del principal.

Desde el punto de vista del deudor, la contracara de la ventaja que significa el gozar de facilidades en las primeras cuotas, es el hecho de pagar montos mayores por concepto de interés ya que los mismos se determinan en cuanto al saldo adeudado.

iii) Hipoteca indexada a la inflación

Un instrumento de crédito muy utilizado en la actualidad para mantener el poder de compra de los pagos mensuales del deudor consiste indexar directamente el principal al nivel de precios a lo largo de todo el período. Este instrumento es conocido como Price Level Adjustment Mortgage (PLAM).

En economías con niveles de inflación medios-altos, se hace necesario establecer un mecanismo de ajuste con estas características ya que de otra forma sería imposible otorgar préstamos a largo plazo. Para esto se debe conocer la tasa de interés real y se debe elegir un índice para realizar la corrección de precios, usualmente el IPC.

Este mecanismo utiliza un único índice que refleja la evolución seguida por los precios, el cual se aplica directamente sobre el saldo. A diferencia de los préstamos hipotecarios con tasa variable donde lo que varía es precisamente la tasa de interés, en este tipo de crédito lo que varía es el principal.

En el contrato de hipoteca se establece el plazo por el cual será otorgado el préstamo, la frecuencia con la cual se realizarán los pagos y la tasa de interés real, todo lo cual será fijo durante la vigencia del mismo. La tasa de interés real es la suma de la tasa de interés real en el sentido clásico y una prima por el riesgo crediticio.

El valor del préstamo en moneda local, es transformado en Unidades Indexadas (para el caso uruguayo) el día en que es originado. La UI es una unidad de cuenta que se ajusta por inflación utilizando el Índice de Precios al Consumo (IPC) elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). De esta forma, la UI refleja la trayectoria seguida por los precios minoristas de la economía. Todo préstamo denominado en UI le permitirá al prestamista mantener el valor real del activo originado, es decir, del préstamo.

Desde el día en que el crédito es otorgado en adelante, el principal es denominado en UIs, y los pagos y la amortización son calculados en esa misma unidad. Cuando una cuota es pagada, la cantidad de UIs es transformada en pesos, utilizando el valor de la UI en ese momento.

Este instrumento, si bien es ventajoso para el prestamista ya que mantiene el valor real de la deuda y por lo tanto elimina el problema de la inflación, al ser a tasa fija no combate el problema de la fluctuación de la tasa de interés, la cual puede ser muy volátil en economías con mercados de capitales poco desarrollados.

También hay que considerar que la institución que realiza préstamos en esta unidad de cuenta debería contar con depósitos en esta misma unidad para evitar el riesgo de descalce monetario. De esta forma, mientras se cumpla la identidad de Fisher ($i=r+\pi$), los prestamistas no sufrirán descalce entre lo que pagan por obtener sus fondos y lo que obtienen de sus deudores.

iv) Hipoteca indexada al salario

Una variante de este mecanismo de ajuste de las cuotas del préstamo hipotecario consiste en indexar el principal no al índice de precios sino a la evolución del salario. Este instrumento se denomina Wage Index Payment Mortgage (WIPM) y aunque con algunas variantes en su forma de cálculo, la mecánica del instrumento ha sido muy utilizada en nuestro país a partir del '69 con la creación de la Unidad Reajutable.

Este índice deberá reflejar la evolución seguida por el ingreso de los hogares, con el objetivo de que estos siempre puedan cumplir con los pagos del préstamo. Los contratos hipotecarios donde los pagos están indexados a algún índice de salarios tienen la ventaja de brindarle al prestatario, cierta regularidad en la porción del ingreso que destina a la amortización del préstamo.

En su forma original, para calcular el monto correspondiente a cada cuota, se reajusta el saldo por ejemplo cada seis meses, mientras que la cuota se paga mensualmente. De esta forma, las primeras seis cuotas son montos fijos que se calculan dividiendo el monto del préstamo por el plazo del mismo. Al final del primer semestre el saldo adeudado se ajusta por el índice de salarios, y los nuevos pagos se calculan en base al saldo revaluado y el tiempo que falte hasta el vencimiento. Este proceso se repite al final de cada semestre hasta que el préstamo es completamente amortizado.

El WIPM puede ser atractiva para el tomador del préstamo, dado que esta sube en ciclos económicos buenos, o sea cuando el deudor esta en buena situación económica y baja en ciclos económicos malos, lo cual sería un alivio para el deudor si su situación económica tampoco es buena.

El problema esta del lado del que otorga el préstamo y del que ahorra en esa unidad de cuenta, dado que para que un Banco otorgue este tipo de préstamos debe recibir depósitos en la misma unidad, para cubrir su posición. En este sentido, el problema que presenta el WIPM es que al ser pro cíclico, no es atractivo para los ahorristas, ya que su rendimiento es bajo cuando la situación económica es adversa. Además es una unidad de cuenta muy inestable debido a dicha prociclicidad y no es atractiva para los inversionistas que sean adversos al riesgo.

v) Hipoteca de tasa dual

Otro instrumento utilizado con el fin de mantener el valor constante de la deuda es la Hipoteca a tasa dual o Dual Index Mortgage (DIM), el cual combina los dos índices de ajuste vistos anteriormente es decir, el salario y la inflación.

El instrumento consiste en indexar el saldo nominal de la deuda, a la evolución de los precios, es decir a la inflación, mientras que los pagos se ajustan de acuerdo a la evolución del índice de salario (de ahí el nombre de ajuste dual). Asimismo se fija una tasa de interés sobre

el saldo adeudado de la hipoteca, generalmente una tasa de interés variable que se ajusta a la evolución de las tasas de interés de corto plazo.

De esta forma, mientras que el saldo adeudado se ajusta de acuerdo a la evolución seguida por los precios, los pagos que realiza el prestatario lo hacen de acuerdo a la evolución de los salarios, de forma que el desembolso de la cuota no significa una disminución de su ingreso disponible.

Como resultado de este mecanismo de ajuste de la cuota, no se puede determinar de antemano cuando se cancelará totalmente el préstamo, ya que las discrepancias en la evolución de estos índices modificará la fecha de cancelación del mismo: Si la inflación evoluciona por encima del índice de salario, el plazo de amortización se hará mas largo.

Mediante este mecanismo, los dos problemas asociados a la inflación que surgen en un préstamo hipotecario (mantenimiento de una tasa de retorno real positiva por parte del prestamista y cumplimiento del pago por parte del prestatario) están cubiertos. Sin embargo, como vimos, surge el problema de la amortización negativa.

vi) Seguro de crédito hipotecario

Aparte de estos instrumentos que utilizan distintas formas de amortización y ajuste tanto de la tasa de interés como de pago del principal, con el objetivo de reducir los niveles de riesgo implícitos en la actividad, existen otros tipos de requisitos que imponen los bancos a la hora de otorgar los créditos.

A continuación explicaremos por qué consideramos al seguro hipotecario como un instrumento de cobertura de riesgo para el crédito hipotecario. El seguro de crédito hipotecario consiste en asegurar una parte del préstamo otorgado por el Banco a través de una empresa aseguradora generando así, un menor riesgo de no pago para el Banco al otorgar el préstamo.

Si el deudor no paga, no solo se ejecuta el bien inmueble hipotecado, sino que también se puede reclamar a la empresa aseguradora el monto asegurado y de esta forma cubrirse ante eventuales caídas del valor de la propiedad hipotecada. Si el valor de la propiedad a ejecutar disminuye y debido a esa razón el monto recaudado en la ejecución no es suficiente para recuperar el dinero prestado, el monto a reclamar a la aseguradora es una garantía extra que puede servir para llegar a recuperar dicho monto o al menos reducir la pérdida. Este tipo

de seguro es pagado por el deudor a través de una tasa de interés mayor a la que debería pagar por obtener el préstamo si este no estuviera asegurado. Por lo tanto el seguro lo asume el deudor, pero a cambio obtiene un mayor porcentaje de financiación que la que tendría de no asegurar dicho préstamo. En EEUU estos seguros se utilizan cuando el préstamo hipotecario es superior al 80 % del valor del inmueble⁷.

vi) Letras Hipotecarias

Las letras hipotecarias son un instrumento de fondeo utilizado para el otorgamiento de préstamos de largo plazo permitiéndole al Banco obtener los fondos de los inversores a través del mercado de capitales y por lo tanto tiene la ventaja para el originador de no requerir fondos propios para originar dicho préstamo.

Este instrumento es ofrecido por el Banco para financiar el préstamo hipotecario. Cuando una persona pide un crédito hipotecario a través de letras, el Banco no le presta dinero, sino que le entrega la letra, y la persona debe vender la letra. La cantidad de dinero que obtenga la persona va a depender de la TIR⁸ a la que venda la letra por lo que puede existir una diferencia entre el valor nominal de la letra y el precio al cual es vendida. Esta diferencia será asumida por el deudor del préstamo lo cual le implicara un aumento del costo de la financiación.

Otro aspecto importante a tener en cuenta es que las letras hipotecarias son prepagables al valor nominal. Por esta razón, si un inversionista compra una letra al valor nominal, y el emisor decide prepagar la letra al valor nominal, el inversionista pierde la diferencia entre el precio y el valor de la letra. Este es el riesgo de prepago.

vii) Securitización de préstamos hipotecarios

Vemos a la securitización de préstamos hipotecarios como un instrumento par el manejo de los riesgos. En primer lugar, a través de la securitización el riesgo crediticio generado al otorgar un préstamo hipotecario es pasado del originador a los inversores.

⁷ Mortgage and Mortgage back securities markets, Frank J. Fabozzi and Franco Modigliani.

⁸ Tasa Interna de Retorno.

También se elimina el riesgo de descalce de plazos para el originador al vender dicho préstamo, así como el de tasas de interés.

A continuación explicaremos en qué consiste la securitización, cómo es su estructura y cuáles son los requerimientos básicos para poder securitizar.

La securitización consiste en transformar activos a cobrar en el largo plazo, en efectivo para el originador de dicho préstamo.

Este proceso se puede llevar a cabo agrupando préstamos individuales, homogenizándolos, calificando su riesgo, para luego emitir títulos (Mortgage Backed Securitie o MBS) sobre ese paquete de préstamos y finalmente venderlos en el mercado secundario.

De esta manera el organismo que haya otorgado el préstamo, ya sea Banco u otro tipo de agente, se puede hacer de liquidez sin esperar al vencimiento del crédito otorgado y pasar el riesgo crediticio a inversionistas que hayan adquirido dicho título.

La securitización también tiene sus costos para el organismo que otorga dicho préstamo, ya que al vender ese grupo de préstamos, renuncia a la tasa de interés otorgada originalmente, obteniendo una menor ganancia de la que hubiese recibido de mantener ese préstamo en su portafolio hasta el vencimiento.

La securitización se puede realizar en varias áreas como:

i) Mercado de créditos hipotecarios: El originador de préstamos hipotecarios vende un grupo de préstamos hipotecarios a un Banco mayorista. El Banco mayorista emite títulos sobre ese paquete de préstamos hipotecarios, previa calificación de esos títulos por una agencia calificadora y luego los vende en el mercado de valores. Esos títulos se llaman securities y específicamente los títulos que tienen como garantía a una hipoteca, se les llama securities respaldadas con hipotecas (en inglés mortgage back securities). Este es el tipo de securitización que vamos a estudiar de aquí en más.

ii) También existe securitización en el mercado de tarjetas de crédito, venta a crédito de automóviles, en la telefonía, etc.

Existen infinidad de activos que se pueden securitizar y de esa manera se puede mitigar las restricciones de liquidez a las que se podría enfrentar un agente.

La explicación de cómo se conforma la estructura de la securitización de préstamos hipotecarios, la desarrollamos en base a el libro de Kendall, Leon T. and Michael J. Fishman, eds. 2000 “A Primer on Securitization”. Cambridge, Mass. y del libro “The Mortgage and Mortgage Back Securities Markets” de Frank J. Fabozzi y Franco Modigliani, y en base a esto podremos realizar una descripción de la estructura de la securitización.

Este proceso envuelve a seis participantes clave:

1. **El Originador** es el que otorga los préstamos hipotecarios y también los cobra. Los principales originadores de préstamos hipotecarios son los Bancos comerciales y los Bancos hipotecarios.

Obtienen ingresos a través de distintas vías: primero, cobran honorarios por otorgar el préstamo; segundo, por medio de la ganancia que pueden obtener al vender el préstamo hipotecario a un precio mayor del que originalmente costó; finalmente, el originador del préstamo puede quedarse con la hipoteca en su portafolio de inversiones y beneficiarse del cobro de los intereses que se generan hasta la cancelación del préstamo.

El préstamo hipotecario se origina a través de un interesado que quiera comprar una vivienda y no tenga el dinero suficiente para adquirirla o que considera mejor alternativa obtener un crédito hipotecario que desembolsar su capital. Por lo tanto solicita un préstamo hipotecario al Banco que él considera, le otorga la financiación más adecuada. El Banco realiza una evaluación crediticia para determinar si concede el préstamo hipotecario. Si pasa la evaluación, tasa la propiedad que el solicitante quiere adquirir y en base a esa tasación informa cual es el monto máximo que esta dispuesto a otorgar. El solicitante decide entre las distintas modalidades de endeudamiento que ofrece el Banco, como ser tasas de interés, plazos y moneda. Una vez que esté acordado el monto y la modalidad de endeudamiento, el solicitante debe contratar un seguro de vida ofrecido por el mismo Banco u otra institución aseguradora y luego se firma un acuerdo contractual entre las partes involucradas. El proceso concluye con la compra de la vivienda utilizando el dinero que el originador otorga al comprador del inmueble y finalmente se hipoteca el bien inmueble adquirido a favor del Banco.

El originador tiene tres opciones con respecto a qué hacer con el préstamo hipotecario:

1) Mantenerlo como inversión en su portafolio.

2) Venderlo en el mercado secundario.

3) Guardarlo para acumular un número suficiente de préstamos hipotecarios para posteriormente:

a) Venderlo como un paquete en el mercado secundario de hipotecas, beneficiándose de obtener un mejor precio que si vendiera los préstamos individualmente.

b) Venderlo a conductos⁹ que los securitizarán

c) Securitizarlos directamente.

Si el originador del préstamo toma la alternativa 1) se expone al riesgo crediticio que implica otorgar un préstamo. En caso de querer vender el préstamo hipotecario (alternativa 2), va a obtener un compromiso de compra del potencial interesado en adquirir los préstamos. La tasa de interés a la que otorgue los préstamos hipotecarios va a depender de la tasa requerida por el que planea comprarle el préstamo hipotecario. Los conductos informan a qué tasa de interés están dispuestos a comprar préstamos hipotecarios en sus distintos programas. La tasa a la que los conductos adquieren dichos préstamos, surge del rendimiento neto requerido por estos menos el costo de servir el préstamo. En Estados Unidos, el mínimo exigido por los distintos agentes financieros del mercado lo establece el rendimiento que generan los bonos de tesoro, es decir, la tasa libre de riesgo.

Los conductos exigen un rendimiento mayor a ese mínimo debido a que al comprar el préstamo hipotecario asumen riesgos. Primero tienen la incertidumbre sobre el plazo del flujo de fondos ya que el deudor puede prepagar y segundo existe riesgo de que el deudor deje de pagar.

A ese rendimiento mínimo hay que sumarle el costo derivado de garantizar el securitie, por ejemplo a través de fortalecer el crédito hipotecario.

A esto se suma el hecho de que al venderlo hay que sumarle los gastos operacionales esperados.

⁹ Un conducto es una institución financiera que adquiere préstamos hipotecarios de los originadores y en base al flujo de fondos de los mismos, emite títulos (MBS) para venderlos en el mercado secundario.

2. **El Fideicomiso** es una figura legal en la que participa un agente llamado fiduciario, que es el administrador del fideicomiso. Para llevar a cabo la securitización, es importante que exista un fideicomiso sobre los préstamos hipotecarios a securitizar, ya que da seguridad al inversor. De esta forma se da una mayor seguridad al inversor de que los ingresos comprometidos no sean destinados a otro uso. El fideicomiso en algunos casos también controla el colateral, administra el flujo de fondos y se encarga de darle a los inversores los intereses y el pago del principal. En el caso de la securitización, se crea un fideicomiso sobre el paquete de préstamos hipotecarios que se quiere securitizar y se emiten securities sobre ese fideicomiso, con la seguridad ya mencionada que otorga dicha figura legal.

3. Otro participante importante son las **Agencias Calificadoras de Riesgo**. Tienen un papel fundamental en la securitización, ya que se necesita de una calificación para determinar el precio al que va a ser ofrecido. Además sirve no solo para determinar el riesgo del securitie, sino para estandarizar el producto y de esa forma que sea fácilmente vendible. En los EEUU los securities que no son respaldados por agencias estatales, requieren una calificación para ser compradas por agentes institucionales como ser compañías aseguradoras y fondos de pensión. Estos no tienen permitido por regulación comprar securities que tengan una calificación menor al investment grade.

4. **Las garantías** sobre un crédito se dan cuando el colateral de un paquete de préstamos no da una protección suficiente a los inversores contra pérdidas crediticias. Este tipo de garantías extras sobre un préstamo hipotecario se llama sobrecolateralización o fortalecimiento del crédito y se puede realizar de varias formas. Puede ser a través de garantías corporativas, cartas de crédito, bonos asegurados o una forma denominada estructura senior / subordinados. Una garantía corporativa consiste en que el emisor utiliza su propia calificación crediticia para respaldar el securitie, es decir el emisor es un garante adicional además de las hipotecas que existen como garantía. Por lo tanto si la calificación del emisor varía, también lo hará la calificación de los securities emitidos por este. Una carta de crédito bancario, no es una forma tan usual, debido a su alto costo. Consiste en una carta emitida por un Banco en la que en caso de default, el inversor puede reclamar al Banco determinado monto de dinero a favor suyo. El bono asegurado es un seguro por todo el plazo que tenga validez el securitie y lo que hace es asegurar el pago de las amortizaciones e intereses. La calificación que tenga la empresa que emite la póliza de seguro, debe ser igual o mayor a la calificación que quiere obtener el emisor del MBS. La cuarta forma de fortalecer el crédito bancario es la estructura senior/subordinado. En esta estructura un paquete de

préstamos hipotecarios es dividido en certificados senior y certificados subordinados. El tenedor de los certificados senior, tiene prioridad en el flujo de fondos, en el momento de cobrar. Son los certificados senior los que son ranqueados y vendidos a los inversores. Los certificados subordinados son los que absorben el riesgo de default y se pueden retener o vender a los inversores que estén dispuestos a aceptar el riesgo de default. La cantidad de certificados subordinados en relación a los certificados senior en un paquete de hipotecas va a determinar la calificación crediticia. Cuanto mayor sea la cantidad de certificados subordinados en relación a los certificados senior, mayor será la calificación crediticia que los certificados senior obtendrán. Esto se debe a que el riesgo de que los tenedores de certificados senior no cobren será cada vez menor, al aumentar la proporción de certificados subordinados en el paquete de préstamos hipotecarios.

El tamaño del fortalecimiento del securitie es determinado por la agencia calificadora de acuerdo a lo que considere necesario. Este tipo de requerimientos hace que sea de vital importancia para los emisores contar con datos históricos sobre la devolución de préstamos otorgados, en buenos y malos tiempos. Cuando no existe este tipo de información, las agencias calificadoras piden mayores garantías sobre los préstamos otorgados a los originadores del préstamo. Generalmente el originador del préstamo negocia con la agencia calificadora el tipo y tamaño de la ampliación del colateral o póliza.

Cabe destacar que este tipo de garantías sirve para suavizar los riesgos ante el default de casos aislados, pero no ante una crisis sistémica como la actual en los EEUU.

5. **El Banco de Inversión** es responsable por establecer precios y comercializar los securities a los inversores. Como tienen relación con los inversores institucionales, pueden aconsejarlos sobre que es lo que el mercado compra y a que precio.

6. **Los Inversores** juegan un rol fundamental en el éxito de los securities. La oferta de securities tiene que satisfacer las necesidades de los inversores, como ser matchear las demandas de seguros potenciales o las obligaciones de retiro que enfrentan. Hay que estudiar también las necesidades que tengan por deuda de corto o largo plazo, tasa de interés fijas o variables, las necesidades que presenten ante nuevos estándares regulatorios; todo esto puede afectar los activos securitizados y la forma en que estos puedan ser comprados.

Por último explicamos cuales son los requerimientos básicos para securitizar basándonos en el libro de Kendall, Leon T. and Michael J. Fishman, eds. (2000) A Primer on

Securitization. Cambridge, Mass.: MIT Press y del informe hecho por Humphreys Ltda., calificadora de riesgo sobre la securitización de préstamos hipotecarios realizada por Santander S.A. Sociedad Securitizadora en Santiago de Chile, mayo 2002 se desprenden requisitos básicos a tener en cuenta al momento de securitizar.

1. Un **contrato de riesgo estandarizado**: los riesgos emergentes de la compra de un securitie respaldado con hipotecas deben ser estandarizados, de forma de que a través de una adecuada calificación los inversores puedan evaluar qué tipo de securitie están dispuestos a adquirir. La forma de que el contrato de riesgo sea estandarizado, es definiendo la categoría de los riesgos.

2. La **evaluación y calificación de riesgo por profesionales** usando estándares establecidos. La calificación va a variar de acuerdo a la capacidad de pago de los préstamos hipotecarios securitizados, siendo estos de mejor calidad, dicha securitización obtendrá una mejor calificación. Como segunda medida hay que evaluar cómo esta compuesta la estructura de los activos a securitizar o patrimonio separado. Hay que determinar si el patrimonio separado esta compuesto únicamente por préstamos hipotecarios o si también lo componen algún otro tipo de activos financieros.

3. **Una base de datos con estadísticas**: debe permitir estudiar los antecedentes de los activos a securitizar. En el caso de que sean préstamos hipotecarios se debe evaluar la relación deuda/garantía de los activos, la relación dividendo/renta original de los deudores, los antecedentes de frecuencia de morosidad y otros como ser distribución geográfica de los préstamos hipotecarios otorgados. Esta información una vez analizada permite a las partes interesadas en someter al paquete de préstamos a una serie de pruebas para evaluar como se comportarían en distintas circunstancias.

4. Un aspecto importante en el proceso de securitización es el estudio de los antecedentes del **originador**, como ser antigüedad en el mercado y a que publico apuntan. Al estudiar los antecedentes del originador, se debe tener en cuenta cuales son los procedimientos de evaluación crediticia que utilizan al otorgar préstamos, los requisitos exigidos a los clientes y los parámetros utilizados para medir la capacidad de pago. También es de vital importancia el estudio de los antecedentes del **emisor**, como ser la calificación de riesgo que tienen.

5. Debe existir un marco regulatorio para poder securitizar en el que se garantice en la mayor medida posible los derechos de los inversores sobre el flujo de fondos a cobrar y debe quedar establecido como las leyes van a afectar tributariamente a dichos inversores.

6. Es importante que los encargados de servir la deuda cumplan una serie de requisitos de calidad, de forma que puedan perdurar el plazo que dure la securitización que están encargándose de cobrar y distribuir fondos a inversionistas. La bancarrota del que sirve la deuda o la venta de los derechos del servicio de deuda no puede exponer a los inversores a tener pérdidas. Por lo tanto debe existir un administrador alternativo para una eventual quiebra. De todos modos es de vital importancia que el administrador elegido tenga la solidez necesaria para no llegar a tal extremo.

7. **El fortalecedor del crédito**, generalmente un Banco o una compañía de seguros financiera, es otro elemento importante en la transacción. Cada fortalecedor de crédito es calificado individualmente y si su calificación cambia, también va a variar la calificación de la emisión que la esta garantizando.

2. Marco Teórico

El marco teórico que consideramos apropiado para el presente trabajo, se basa en dos modelos que describen a nuestro juicio, los principales aspectos del mercado financiero caracterizado por la existencia de asimetrías de la información, así como incertidumbre y riesgo en los flujos de fondo, y que al mismo tiempo planten las alternativas para mitigar estos problemas.

Por un lado, describiremos los problemas que se derivan de la existencia de información asimétrica en los mercados financieros que lleva a que los individuos, debido a que pueden “manipular” dicha información, realizan acciones en forma “sesgada” hacia sus intereses personales y sin tomar en cuenta los costos sociales que se derivan de tal acción.

En segundo lugar, presentaremos las ideas que surgen como solución al problema de la selección adversa en los mercados de capitales, que genera incentivos al financiamiento mediante el mercado secundario, únicamente de aquellos proyectos de “mala calidad”.

2.1. Los Problemas de la Información: Selección Adversa y Riesgo Moral

La existencia de información asimétrica en los mercados distorsiona el funcionamiento eficiente de los mismos llevando a que muchas veces se realicen transacciones a niveles que están por debajo del óptimo, es decir, con una utilización de recursos ineficiente que genera costos para alguna de las partes y pérdida de bienestar social.

Este problema es particularmente frecuente en el mercado de las aseguradoras, donde la contratación de un seguro provoca cambios en el comportamiento del asegurado llevándolo a realizar acciones que, de no estar asegurado, no las realizaría. El beneficiario por lo tanto no toma en cuenta todos los costos que se derivan de sus acciones.

Los problemas de *selección adversa* y *riesgo moral* surgen cuando existen asimetrías de información entre las partes que celebrarán el contrato y hay incentivos a que esa información no sea revelada para poder sacar provecho de la misma. La selección adversa se da cuando el principal no puede realizar una discriminación completa de sus clientes y por lo tanto debe establecer un precio genérico (por ejemplo una póliza de seguros) para todos ellos

con las mismas características. Sin embargo, una vez establecido el precio las personas que tendrán mayores incentivos a firmar el acuerdo serán la de mayor riesgo ya que con mayor probabilidad harán uso del mismo, y de esta forma, la cartera de clientes se conforma con un nivel de riesgo mayor al deseado.

El *riesgo moral* es un fenómeno que se da luego de la celebración del contrato y que implica un cambio en el comportamiento que consiste en llevar adelante acciones que implican un mayor nivel de riesgo, motivado por el hecho de que no será él quien incurra en los costos derivados de tal comportamiento. La selección adversa y el riesgo moral son por lo tanto las dos caras de una misma situación: asimetrías de información y dificultad o incluso imposibilidad para supervisar las acciones de las partes involucradas.

“Los problemas de riesgo moral pueden surgir en cualquier situación en la que alguien (un proveedor, un cliente, un empleado) tiene la tentación de emprender una acción ineficiente o de proveer información distorsionada (llevando a otros a acciones ineficientes), porque los intereses individuales no están en armonía con los del grupo y porque la información no puede verificarse fácilmente ni puede observarse fácilmente la acción¹”.

En esta definición de *Riesgo Moral* se establecen los requisitos que, en base a la existencia de asimetría de información, lleva a los agentes a tomar decisiones ineficientes desde el punto de vista de la sociedad en su conjunto y que llevan por lo tanto a una pérdida de recursos y de bienestar social.

En ella se identifican dos actores: *el agente*, que es quien maneja la información y lleva adelante las acciones, y *el principal* que es la persona o entidad sobre la cual recae la acción y que por lo tanto asumirá el riesgo. El problema de *riesgo moral* surge cuando el agente y el principal tienen objetivos diferentes, y el principal no puede supervisar con facilidad que las acciones del agente sigan sus intereses y no los intereses individuales del mismo.

Si analizamos esta situación centrándonos en el mercado financiero, podemos ver que existen incentivos a asumir riesgos por parte del agente en aquellas situaciones en que este maneje el capital de los inversionistas y al mismo tiempo tenga un contrato de “renta fija” que sea por lo tanto independiente de la rentabilidad obtenida por la inversión, ya que en caso de

¹ Definición extraída de “Economía, organización y gestión de Empresas”; Milgram P. y Roberts J.

que la inversión no sea rentable, los costos los pagarán los inversionistas, mientras que el agente no se verá perjudicado.

Existen en la práctica ciertos mecanismos para minimizar el efecto negativo que genera el problema de *riesgo moral*. Estos consisten por ejemplo en la realización de un seguimiento y control sobre las acciones llevadas a cabo, con el objetivo de reducir el problema de la información asimétrica, exigiendo la elaboración de informes periódicos, presentación de balances y estados contables, auditorías, etc. para que el inversionista tenga información clara y confiable a cerca de cómo y de que manera se está utilizando su capital invertido. Otro mecanismo de control puede darse por el lado de establecer mecanismos para que el comportamiento indeseado no pase desapercibido, estableciendo sanciones como por ejemplo reducciones salariales o suspensiones que recaigan sobre el agente y repercutan por tanto en una pérdida de reputación en caso de constatarse tal comportamiento. También, en caso de que el costo asociado a llevar adelante las acciones de seguimiento y control sobre el agente sean demasiado costosas o difíciles de llevar a cabo en la práctica, se pueden establecer incentivos económicos (como por ejemplo participación en la ganancia) o de otra índole, en base a los resultados obtenidos, y de esta manera alinear los objetivos de la organización o empresa, con los del agente. Sin embargo este mecanismo tiene sus desventajas debido a que puede darse que por ejemplo los malos resultados obtenidos no se deban a malas gestiones o toma de decisiones inadecuada o sesgada por parte del agente, sino a factores ajenos a él como puede ser una coyuntura económica desfavorable que volvió negativa una inversión que a priori era “aconsejable”.

Básicamente lo que deberá lograrse para disminuir la incidencia negativa asociada a la existencia de *riesgo moral* consiste en compatibilizar los objetivos de la organización con la de los trabajadores mediante un sistema claro y transparente de incentivos y compensaciones que aproxime el comportamiento del *agente* con el del *principal*.

En el crédito hipotecario, este fenómeno se manifiesta de varias formas. En primer lugar, la existencia de un seguro hipotecario mediante el cual el Banco se beneficia en caso de que el deudor deje de pagar, genera incentivos al otorgamiento de préstamos a individuos con mayor nivel de riesgo que el requerido en caso de no existir dicho seguro, por lo que se requiere la toma de acciones tendientes a reducir el incentivo a este comportamiento. Otra consecuencia derivada de la existencia de información asimétrica se observa en el mercado secundario de hipotecas, donde los originadores de los préstamos hipotecarios, venden a otras

instituciones los créditos emitidos de forma que tiene incentivos a otorgar préstamos de baja calidad.

2.2. Un Modelo Básico de los Mercados de Capitales con Selección Adversa

A continuación expondremos las ideas de un modelo extraído del libro *“Economía Bancaria”* de Freixas, X. y Rochet, J. (1997), el cual describe en forma analítica los problemas de la existencia de información asimétrica en los mercados y concluye a cerca de la solución para el problema que esta ocasiona.

No nos detendremos en el desarrollo matemático del modelo sino que nos centraremos en ver las conclusiones a las que llega y las recomendaciones que se desprenden de él.

El modelo considera dos agentes que intervienen en el mercado: uno son los empresarios, cada uno de los cuales esta dotado de un proyecto arriesgado, y que requieren una cantidad fija de capital para poder realizarse, y el otro son los inversores los cuales cuentan con el capital para invertir en el proyecto.

El modelo supone a su vez, que mientras que los inversores son neutrales al riesgo, los empresarios son aversos al mismo, por lo cual preferirán vender su proyecto a los inversores antes que quedarse con ellos y asumir el riesgo asociado a los mismos.

Cada proyecto tiene asociado una función de distribución normal con media μ y desvío estándar σ . Dado que cada empresario conoce cual es el rendimiento esperado de su proyecto pero el inversionista lo desconoce, los empresarios venderán su proyecto solo cuando el rendimiento esperado del mismo es menor al precio de las acciones, el cual se supone que es el mismo para todos los proyectos.

Esto significa que solamente emiten acciones para financiarse, los empresarios que esperan que el rendimiento de su proyecto sea relativamente bajo, por lo tanto, los inversores solo podrán financiar proyectos arriesgados, lo cual es exactamente el problema asociado a la selección adversa en los mercados de capitales: existen incentivos para la autofinanciación solo en el caso de que haya buena probabilidad de éxito de la inversión mientras que de lo

contrario, lo óptimo para el empresario es la venta de acciones es decir la financiación por medio de terceros.

Sea P el precio de las acciones y θ el rendimiento esperado del proyecto como ya dijimos, el empresario acude al mercado financiero solo si:

$$\theta < P + \lambda \quad \text{con } \lambda > 0$$

Donde λ representa una prima por riesgo la cual se deriva de la función de utilidad desarrollada por el modelo².

Esta prima por riesgo, requerida para que exista financiación mediante el mercado de capitales, debe compensar el efecto de la selección adversa.

Cuando esta condición no se satisface, los empresarios que tienen proyectos de buena calidad, es decir con un rendimiento esperado mayor a $P + \lambda$ preferirán autofinanciarse que vender sus proyectos.

Lo que propone el modelo como solución intermedia entre la total autofinanciación y la venta del proyecto es la autofinanciación parcial, logrando así una diversificación del riesgo lo cual será posible si los empresarios logran convencer a los inversores de que su proyecto es “bueno”. Si los empresarios participan en la financiación del proyecto arriesgando capital propio, emitirán señales positivas a los inversores para la financiación conjunta del mismo.

Pensamos que este modelo se ajusta a la securitización en Uruguay. Debido a los efectos de la información asimétrica, los inversores no pueden discernir claramente si el pool de créditos securitizados son de buena o mala calidad, por lo que la institución emisora del MBS debería pagar una prima por riesgo muy elevada. Si suponemos por ejemplo que el BHU pretende securitizar las carteras “buenas” del Banco, no le es conveniente pagar dicha prima, debido a que estaría incurriendo en una pérdida de capital.

² La función de utilidad del modelo es del tipo Von Neumann – Morgenstern exponencial:

$$U(w) = - \text{exponencial}(-\rho w)$$

En el caso de la securitización para el Uruguay, el Estado debería dar señales de confianza al mercado mediante la compra de MBS emitidos por el BHU por medio de sus propios inversores institucionales, como son República Afap y el BSE.

3. El Caso Uruguayo

3.1. Breve Reseña Histórica

Como veremos a continuación la historia del crédito hipotecario en el Uruguay está estrechamente vinculada a la presencia del Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), casi desde sus comienzos, lo que muestra una clara injerencia del Estado sobre la dinámica del crédito hipotecario. Las primeras experiencias de crédito hipotecario en nuestro país se remontan a 1877 cuando es fundado el Banco Nacional¹, siendo este un banco privado con participación estatal. Esta institución podía otorgar créditos hipotecarios a un plazo de hasta 30 años.

El BHU es creado en el año 1892 absorbiendo la Sección Hipotecaria del Banco Nacional el cual fue liquidado en ese mismo año. Este nuevo Banco estaba constituido por capitales privados pero el directorio de la institución era un cargo político nombrado por el Poder Ejecutivo.

En el año 1912 el BHU es comprado por el Estado y es habilitado a dar préstamos en títulos hipotecarios que eran respaldados por una serie de inmuebles y al mismo tiempo emitía Obligaciones Hipotecarias (OH), las cuales servían como fondeo para el otorgamiento de créditos hipotecarios. El plazo de los créditos seguía siendo de hasta 30 años, las cuotas eran constantes y en pesos y los préstamos se podían cancelar anticipadamente. Los préstamos otorgados en títulos hipotecarios, se pagaban en pesos de acuerdo a las cuotas e intereses acordados o se podían cancelar anticipadamente abonando dicho importe en títulos hipotecarios.

Posteriormente, en 1916 se crea la Caja de Ahorros como otro instrumento de fondeo. El BHU invertía por cuenta de los ahorristas los depósitos realizados en OH, por lo que la función de la caja de ahorro era actuar como agente de colocación de los papeles emitidos por el BHU.

Como consecuencia de la crisis de 1929 se elevaron los niveles de mora y se redujo el total de depósitos del Banco, por lo que se implementó una serie de medidas tendientes a solucionar estos problemas como fueron la suspensión de las amortizaciones de los préstamos hipotecarios durante un período de dos años, la reducción de las tasas de interés que se les cobraba y la exoneración de la contribución inmobiliaria. Para mejorar la liquidez del Banco, se suspendía la

¹ El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S Hernández, F. Rovira, UDELAR 2004.

amortización de los títulos en circulación. Otra medida fue la de conceder préstamos por parte del Banco República y se le exoneró de los aportes que debía realizar a rentas generales.

En 1937 se creó el Instituto Nacional de Viviendas Económicas (INVE) para subsidiar las viviendas de la población de menores ingresos. El BHU era quien otorgaba los préstamos y el subsidio iba a cargo de Rentas Generales.

A partir de 1947 y sobre la base de la Caja de Ahorros del BHU, se habilitaba al Banco a recibir depósitos en efectivo, los que podía invertir por su cuenta en papeles hipotecarios, letras, o bonos. La nueva modalidad, le permitía realizar para sí las ganancias de las inversiones y al mismo tiempo otorgar préstamos en efectivo sin necesidad de realizar emisiones de papeles. A continuación se crea el sistema de ahorro previo en donde los aspirantes al crédito hipotecario debían hacer un depósito mensual en las cajas de ahorro durante un período establecido por contrato y al término del ciclo de ahorro previo, el prestatario recibía el préstamo más los depósitos siendo tanto el ahorro como el préstamo en pesos corrientes.

En el sector privado el financiamiento se constituía en forma de cooperativa, donde se utilizaban los ahorros individuales para construir los inmuebles como única fuente de financiación. Este sistema de financiamiento colapsó en la década del 50 debido al alto proceso inflacionario, lo cual llevó a una pérdida de poder adquisitivo de los ahorristas. A partir de entonces el sector público pasó a asumir el control total del sistema. Al mismo tiempo y en respuesta a las necesidades de sus funcionarios, surgieron diversos mecanismos especiales para la concesión de créditos por parte de organismos estatales y cajas de jubilaciones. Este sistema también colapsó durante el período inflacionario.

En 1959 el gobierno ejecutó una reforma monetaria y cambiaría que tenía como objetivo estabilizar la inflación. Si bien la inflación se redujo sensiblemente durante los primeros años del primer plan de estabilización, ya en 1964 registraba los mismo valores que en 1959, para luego seguir creciendo hasta 1968².

² El fin de cuatro planes antiinflacionarios; Banda, A; Mimio 1993.



Fuente: Elaboración propia en base a información del INE.

Los préstamos que otorgaba el BHU estaban denominados en pesos corrientes, la elevada inflación del período junto a una tasa activa topeada por ley y subsidiada, hizo que la tasa real promedio del período 1959 - 1968 fuera negativa. Hay que agregar que al proceso inflacionario se le suma el hecho de que el BHU trabajaba con altos costos operativos y otorgaba volúmenes de crédito muy reducidos, llegando a dar préstamos menores a los costos en los que incurría para otorgarlos, haciendo del Banco una institución de intermediación financiera sumamente ineficiente.

Por lo anteriormente enunciado se entiende por qué para ese entonces se da una fuerte descapitalización del Banco, la cual fue trasladada a los ahorristas quienes vieron reducir rápidamente su capital, mientras que el fuerte deterioro en la rentabilidad de los títulos hipotecarios determinó su eliminación como instrumento de ahorro.

Debido a la creciente desconfianza en el peso como reserva de valor y a los problemas de liquidez del Banco, es que se autorizó al BHU a emitir deuda denominada en dólares y más tarde a otorgar créditos en dólares. Así se sientan las bases de un proceso de descalces de monedas que se prolongaría en el tiempo llegando hasta nuestros días. Los préstamos a largo plazo continuaron otorgándose en moneda nacional, pero parte del fondeo para estos provenía de deuda denominada en dólares.

El hecho de prestar a una tasa de interés real negativa llevo a que el BHU sólo recuperara en términos reales una pequeña proporción del capital otorgado.

En 1967, buscando nuevamente mejorar el acceso a la vivienda de los sectores más desprotegidos de la sociedad, es que se crea el Movimiento para la Erradicación de la Vivienda Insalubre Rural (MEVIR), cuyo objetivo fue dar respuesta a los problemas de vivienda a la población de bajos recursos del medio rural. El financiamiento del 80% del valor venal del inmueble³ a construir lo aportaba el Banco, 50% en carácter de préstamo y el restante 30% era no reembolsable, por lo que era directamente subsidiado por el Banco, mientras que los prestatarios aportaban parte de la mano de obra. El restante 20% del valor venal del inmueble era subsidiado por MEVIR, el cual se financiaba con una partida votada por el Poder Legislativo. Estos porcentajes sin embargo se fueron modificando a lo largo del tiempo mediante la creación de distintas leyes y decretos.

En 1967 la inflación fue de un 135% y el PBI cayó más de un 4%⁴. Es debido a la denominada estanflación (estancamiento con inflación), que el gobierno ensayó un nuevo plan de estabilización en 1968. El mismo se basó en la fijación del tipo de cambio y en el control de precios y salarios. También se aumentan las regulaciones en políticas de encaje y topes a las carteras bancarias.

Dicho programa, desemboca en un crecimiento del producto bastante elevado para los años 1969 y 1970. Al mismo tiempo la inflación, que en el 1968 fue del 66 %, pasó en los años 1969 - 1970 a ser inferior al 20%.

A pesar del repunte económico, la pérdida para el Banco en el año 1968 fue muy grande representando un 57% de su patrimonio, por lo que el BHU seguía descapitalizado.

En búsqueda de una solución a la descapitalización del BHU se crea la Ley NC 13.278, que sirvió de marco regulatorio al Plan Nacional de Vivienda. Este da un nuevo instrumento para la obtención de recursos para poder dar financiamiento a la vivienda, la Unidad Reajutable (UR). El

³ Es el precio por el que normalmente puede adquirirse un bien de similares características al objeto asegurado al momento del siniestro.

⁴ El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S Hernández, F. Rovira; UDELAR 2004.

poder ejecutivo era el que debería encargarse de ajustar anualmente el valor de la UR de acuerdo a la variación del Índice Medio de Salarios (IMS) registrada en los 12 meses anteriores⁵.

Por medio del Plan Nacional de Vivienda, intentan crear un sistema de financiamiento a la vivienda. El fondeo del nuevo sistema corría por cuenta del Banco Hipotecario a través del Fondo Nacional de Vivienda.

Este tenía dos fuentes de recursos:

1. lo producido por el impuesto del 2% sobre las retribuciones que se descontaría de las contribuciones a la seguridad social.
2. la emisión de Obligaciones Hipotecarias Reajustables (OHR).

Las OHR eran valores al portador cotizables en Bolsa y contaban con la garantía del capital y reservas del Banco, y la garantía del Estado y devengaban un interés del 5 % anual.

El Estado crea su propia demanda de OHR, al determinar por disposición del Poder Ejecutivo que estas debían constituir el 10% de los encajes bancarios, así como también parte obligatoria de las reservas de entidades públicas y de empresas de seguros. El principal ingreso del Fondo Nacional de Vivienda era con el producido del impuesto del 2% a las retribuciones personales, representando en 1969 un 82 % del total de ingresos del Fondo⁶.

Se realizaron clasificaciones del tipo de vivienda, y se establecieron categorías sobre la población, para de esa manera identificar a quien se le debería subsidiar el préstamo existiendo distintos tipos de créditos según el destino.

Lo más relevante fue que el sistema público tenía un ingreso fijo, lo recaudado por el impuesto sobre los ingresos salariales. La otra fuente de recursos, que era la emisión de OHR estaba limitada por su lenta colocación en el mercado.

⁵Una estrategia para enfrentar los prejuicios de la dolarización; G Licandro, J. Licandro;

⁶ El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S Hernández, F. Rovira; UDELAR 2004.

A pesar de la creación del Plan Nacional de Vivienda el déficit habitacional nunca fue satisfecho, debido en gran parte a razones económicas⁷.

Una de las fuentes de financiamiento, que era la emisión de OHR, no era constante ya que la demanda de dichas obligaciones era cíclica de acuerdo a la evolución de la UR. Por lo que el Banco no tuvo una fuente estable de ingresos que le permitiera llevar adelante el plan. Contaba con el producido del impuesto del 2% sobre las retribuciones personales, pero estos en 1974 pasaron a ser solo un 20% de las fuentes del financiamiento de esta Institución⁸. A su vez repercutían de manera negativa los subsidios otorgados, ya que estos eran grandes sumas no reembolsables de los préstamos.

Posteriormente nos introducimos en un período donde comienza una liberalización financiera. Esto sucedió de 1974 a 1982. Este es un período donde la inflación evoluciona por encima de los salarios, o sea la variación del IPC evoluciona por encima de la variación del IMS, por lo que el objetivo del gobierno pasa a ser el de controlar la inflación. Este control sobre la inflación lleva a una suba de las tasas de interés, sobre todo las pasivas y como consecuencia de esta política monetaria, se aprecia la moneda domestica. También se tomaron medidas para reducir los costos salariales, como ser la progresiva eliminación del impuesto a las retribuciones personales lo cual llevo a reducir los recursos de financiamiento del BHU. Esta reducción fue compensada por un aumento de los depósitos del público.

El salario real cayó en este período, con lo que se deterioró la capacidad de pago de los deudores a pesar de que la UR creció por debajo del IMS.

Aunque la cuota que debían abonar los prestatarios representara un porcentaje constante del ingreso, el incremento de la inflación llevó a que se destinara una mayor proporción del ingreso al consumo y como consecuencia se elevó la tasa de morosidad en el BHU.

⁷ Se destaca la insuficiencia en la demanda de OHR por parte del público, la ciclicidad de lo producido por el impuesto a las retribuciones personales y la política de subsidios generalizada, plasmada fundamentalmente en los llamados “Colgamentos” que consistieron en la reducción del ajuste correspondiente a la cuota.

⁸ El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S Hernández, F. Rovira; UDELAR 2004.

En este período la alta inflación generó que las OHR dieran una tasa de rentabilidad negativa y dado como ya mencionamos, su carácter de tenencia obligatoria como encaje en las instituciones financieras, se puede concluir que se dio una transferencia de recursos desde los clientes de estas instituciones al sistema de financiamiento de la vivienda.

En 1974 se crea el Ministerio de Vivienda, el cual tenía varias funciones como ser la planificación y financiación de la construcción y la coordinación de los diferentes organismos entre otras⁹.

Una de las innovaciones más importantes al marco regulatorio del sistema de financiamiento a la vivienda, fue la reglamentación en 1974 del régimen de propiedad horizontal en el pozo. Este régimen permitía la venta fraccionada de la obra en construcción, antes de que esta estuviera terminada, lo que permitía al Banco obtener financiación para la construcción de viviendas hipotecando el bien a construir.

Es también en esta época que se produce una disminución de la cantidad de organismos públicos dedicados al financiamiento de la vivienda, tratando de esta manera de dar un mayor orden al sistema.

Como consecuencia de las medidas tomadas el sector de la construcción creció entre 1974-1978 a un 5,3% del PBI con relación al 3,9% que representaba en 1971.

También la alta inflación vivida en el país y en la región llevó a que los inversionistas utilizaran a los bienes inmuebles como un activo de reserva, para protegerse contra la pérdida de poder adquisitivo. Es así que esta fue una época de auge en la construcción en zonas balnearias y residenciales de Montevideo en donde los préstamos se otorgaron a personas de clase media y alta por lo cual este período terminó con un déficit importante en los sectores de bajos ingresos.

Esto llevó a que el Estado fuera más intervencionista en el sector de la construcción, aumentando las regulaciones sobre el mismo. Un ejemplo de esto es que condicionaba el

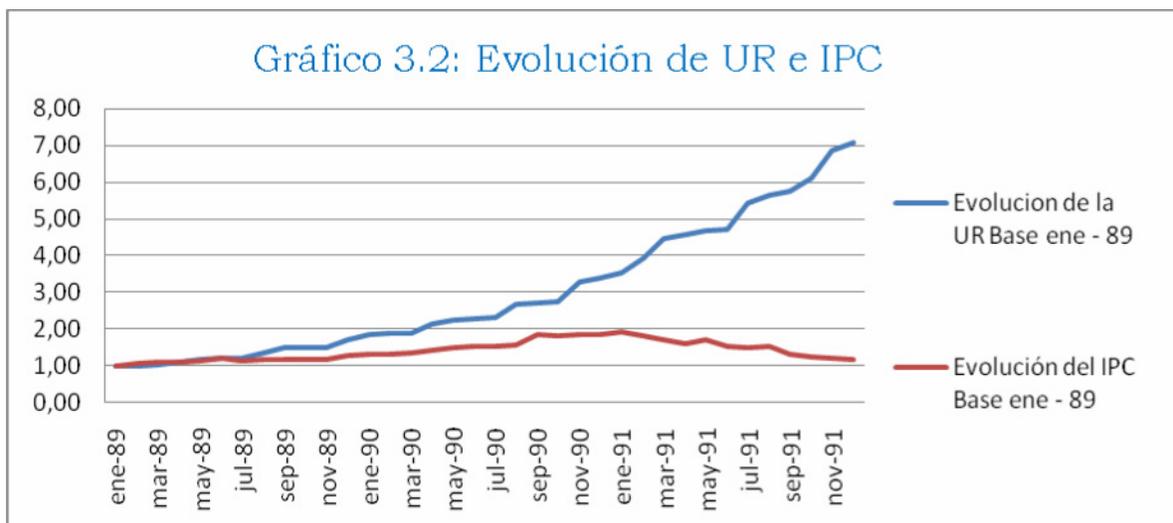
⁹ Este Organismo del Gobierno funcionaría hasta el año 1977, cuando se suspenderían sus funciones y será el Ministerio de Economía y Finanzas quien supla esa función.

otorgamiento de financiación para la construcción a los promotores privados. De esta manera el Estado redirigía la oferta de bienes inmuebles.

En el año 1982 se produce lo que se denominó como el quiebre de “la tablita”, en lo que fue una crisis económica y financiera que derivó en la devaluación del tipo de cambio nominal.

Desde el punto de vista del mercado de crédito hipotecario, la crisis generó un fuerte déficit al BHU tanto por la imposibilidad de cobrar los créditos otorgados en dólares debido a que muchos deudores no pudieron hacer frente al nuevo tipo de cambio posterior a la devaluación, como por el hecho de que el IMS tuvo una evolución desfavorable, lo que produjo un deterioro de la UR y en consecuencia, en los activos del Banco. Esta situación llevó a que el BHU recurriese al endeudamiento, tanto con la banca privada como con el BCU y organismos multilaterales de crédito.

A partir de 1985 la situación comienza a revertirse producto de una evolución favorable del salario real, el cual evolucionó por encima de la inflación, elevando el valor de la UR y por lo tanto mejorando los activos del Banco. Por otro lado, el aumento de las tasas de interés en pesos respecto de las tasas en dólares, también beneficio a la recuperación de la situación del BHU debido a una disminución en su servicio de deuda.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

En 1990, desde el punto de vista macroeconómico, si bien la situación del país comenzaba a mejorar, la tasa de inflación superaba el 100% anual lo que llevó a un nuevo plan de

estabilización basado en bandas de flotación sobre el tipo de cambio, que buscaba controlar la evolución de precios de los bienes transables, junto con una política fiscal y crediticia restrictiva para controlar la demanda interna y la correspondiente evolución de los precios de los no transables.

En este período, se crea el Ministerio de Vivienda Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente (MVOTMA)¹⁰, organismo que se encargaría de dirigir la política nacional de vivienda, quedando el BHU como su agente financiero.

En 1993 se comienza a aplicar el Sistema Integrado de Financiamiento de la Vivienda (SIAV), con el objetivo de definir roles y funciones del sector público y privado, quedando para el primero la tarea de determinación y análisis de subsidios y la identificación y estratificación de la población por tramos de ingresos para identificar políticas de acción, mientras que al sector privado le compete la tarea de financiamiento y la elaboración de nuevas herramientas que permitan dinamizar el mercado de capitales. Sin embargo, los resultados del SIAV no fueron los esperados, debido principalmente a los desequilibrios macroeconómicos de la economía uruguaya: alta inflación¹¹, problemas en la balanza de pagos y bajo crecimiento.

En 1996 se realizó una reforma regulatoria muy importante en lo que respecta al crédito hipotecario. Se aprobó una ley que permitía a las instituciones financieras otorgar créditos para financiar la construcción de edificios en el régimen de propiedad horizontal¹². Previo a esta ley, dicho beneficio lo tenía exclusivamente el BHU. A partir de aquí es que se desmonopoliza el otorgamiento de créditos hipotecarios, autorizando a instituciones financieras a participar en el mercado hipotecario.

En esta época dada la política cambiaria, la cual generaba una relativa estabilidad en el tipo de cambio y con una inflación controlada es que los Bancos comienzan a otorgar créditos

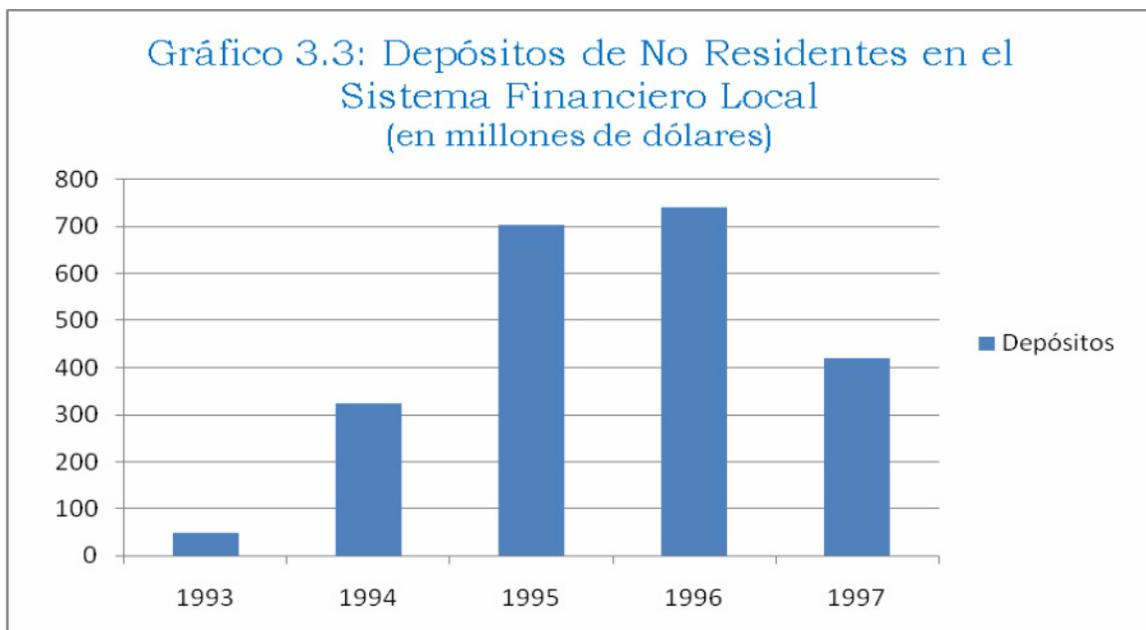
¹⁰ El MVOTMA retomaría las funciones del antiguo Ministerio de Vivienda. Sería el encargado de clasificar las familias por tramo de ingreso y de esta forma determinar el subsidio que recibirían, el monto del préstamo que podían amortizar y el tipo de vivienda al que podían acceder. Otorgaría asimismo, los subsidios a las familias de menores ingresos.

¹¹ La inflación de 1993 fue del 52,86%, fuente INE.

¹² Esta ley es la N° 16.760 y fue aprobada en 1996.

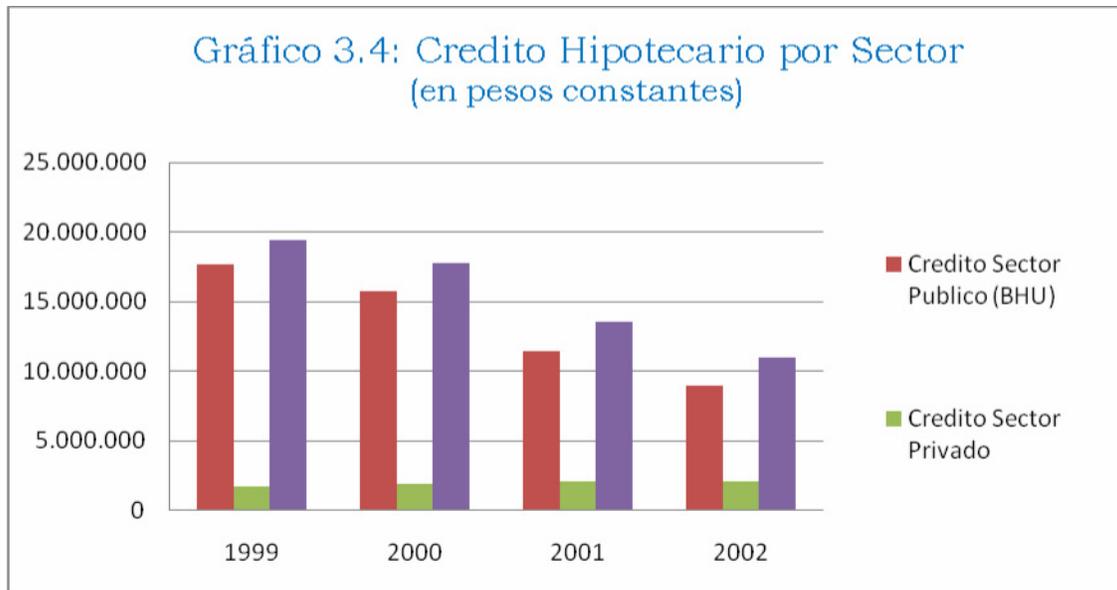
hipotecarios, los cuales eran en su mayoría en dólares. Era más conveniente endeudarse en dólares, dado las tasas de interés a las que se prestaba, que realizarlo en pesos. El monto de créditos hipotecarios otorgado por el Sector privado desde 1996 evoluciono al alza hasta el año 2002, donde cae abruptamente debido a la crisis financiera ocurrida.

En la década de los '90 los depósitos de no residentes en el sistema financiero se incrementaron de manera significativa, contando así los Bancos con mayores fondos para poder otorgar préstamos hipotecarios. A continuación expondremos un grafico donde se demuestra dicha evolución.



Fuente: *Flujos de Capital hacia una economía pequeña y abierta: El Caso Uruguayo*; Alalía Giachino, Eduardo Piaggio; UDELAR...

En base a datos extraídos del texto de Gandelman y Gandelman 2003, Los efectos del sector Público en el financiamiento de la vivienda: El mercado hipotecario del Uruguay, expondremos un grafico donde se muestra la participación del crédito hipotecario entre sector público y privado.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Los efectos del sector Público en el financiamiento de la vivienda: El mercado hipotecario del Uruguay. Gandelman y Gandelman; BID 2003.

Para el otorgamiento del mismo en la década de los '90 los Bancos Privados tomaban en cuenta únicamente el nivel de ingreso mensual del prestatario y la calidad del mismo. El préstamo variaba entre un 35 y un 65 por ciento del valor del inmueble, el cual quedaba como garantía, y la cuota mensual no podía superar el 20% de los ingresos del núcleo familiar. En estas condiciones, los créditos alcanzaban únicamente a un sector reducido de la población que podía cumplir con estas condiciones, quedando la mayor parte de la población, calificada como "riesgosa" sin otra alternativa que recurrir a los subsidios que otorga el BHU. Los plazos a los que se otorgaba este tipo de préstamos variaban entre 10 y 15 años y generalmente se efectuaban en dólares a una tasa nominal de entre 12 y 21 por ciento. Desde el punto de vista del financiamiento, los mismos consistían básicamente en depósitos con plazos considerablemente menores, o con fondos que recibían de otras filiales del exterior.

La tasa de morosidad e incobrabilidad de los bancos privados fue considerablemente mas baja que la del BHU, ya que ante la falta de pago se ejecutaba la garantía a pesar de que debían recurrir a la vía judicial para poder hacerlo y los plazos promedio para la ejecución eran de 600 días. El BHU en cambio tenía la posibilidad de realizar las ejecuciones por la vía extrajudicial, lo que significaba una gran ventaja. Sin embargo el BHU durante prolongados períodos, prácticamente no ejecutaba a los morosos, por lo cual daba una señal negativa al mercado. Es por esa razón que la morosidad era mayor en el BHU, que en el sector privado. Esto genera en los agentes, la

convicción de que ante problemas financieros de la institución podrán recurrir al Estado para recuperar el capital perdido. Esto ha llevado sistemáticamente a la existencia de problemas de riesgo moral. Desde el punto de vista del BHU, lleva a que el Banco asuma mayores riesgos, siendo más flexible a la hora de otorgar créditos y también a la hora de ejecutar morosos que la Banca Comercial Privada, debido a que justamente creen tener como garante incondicional al Estado. Desde el punto de vista del tomador del crédito, la propia actitud del BHU genera un problema de selección adversa porque el deudor prefiere endeudarse con el BHU, debido a que considera que es más flexible en caso de atrasarse en los pagos que la Banca Privada y de esta forma el BHU atrae a una clientela de menor calidad que el sector privado.

En la crisis financiera del 2002, el Estado debido a restricciones financieras, no pudo asistir al BHU como lo hizo en épocas pasadas. Si bien le brindó liquidez mientras el Banco mantenía problemas de ese tipo, cuando dicho Banco se vuelve insolvente le impone que re programe sus depósitos. El Estado, al reducir su papel de prestamista y garante de última instancia, emitió una señal en la dirección correcta hacia una mayor dinámica de mercado, en el sentido de mostrar que su rol no es el de garante, sino el de supervisor y regulador. De esta manera las instituciones financieras ya sean públicas o privadas deberán asumir sus propias responsabilidades y por lo tanto realizarán una mejor valuación de riesgos.

La crisis del 2002 significó un cambio en la participación relativa en el mercado hipotecario entre el sector público y privado. Si bien a lo largo de toda la historia, el BHU mantiene una amplia supremacía sobre el sector privado llegando a un 91% en el año 1998 el año 2002 la participación del BHU había caído a un 80%.

Sin embargo, luego de la crisis todas las instituciones privadas se retiraron del mercado de crédito hipotecario debido a que la gran mayoría de los préstamos otorgados eran en dólares mientras que los ingresos de los prestatarios eran en pesos, lo que significó la incobrabilidad o refinanciación de los préstamos. El BHU debió enfrentar problemas similares aunque mas relacionados a la mala calidad de la cartera de créditos que al aumento del dólar ya que los créditos en esta moneda representaban apenas un 5%. Cabe destacar que el problema de descalce de monedas para el BHU fue debido a que captaba depósitos en dólares y otorgaba préstamos en UR. Dicho déficit fue una de las causas de pérdidas importantes para el Banco en la crisis.

Como salida a la profunda crisis financiera del 2002 se creó por ley el Fondo de Estabilidad del sistema Bancario el cual se integró con fondos provenientes de organismos multilaterales de crédito con el propósito de garantizar los depósitos en dólares del BHU y del BROU. El BROU asumió los depósitos en dólares del BHU, y recibiría a cambio, certificados de deuda del BHU respaldados por el Estado. Por último para sanear las dificultades financieras de la institución se acordó subrogar la deuda que mantenía con el BCU al mismo tiempo que el Poder Ejecutivo autorizó su recapitalización.

Un aspecto importante a tener en cuenta sobre el BHU, fue que cumplió no solo el rol de otorgar préstamos hipotecarios, sino que también un rol no tradicional para un Banco que es el de constructor. La actividad de construcción genera riesgos que se desprenden de la variación en los precios. Esto puede repercutir generando pérdidas si el costo de la vivienda es mayor al que finalmente se logra vender en el mercado.

El precio al que el inmueble finalmente se comercializa va a depender entre otras cosas de la situación económica del país. Dado que existe un lapso de tiempo entre que el proyecto se evalúa y se inicia y el tiempo en que se finaliza es que existe incertidumbre de cómo será la situación económica del país al finalizarse dicho proyecto y por lo tanto incertidumbre sobre cual será el valor de mercado del inmueble.

Si la situación empeora, el bien inmueble no se podrá vender al valor proyectado y por lo tanto no se generaran las ganancias esperadas e incluso se puede incurrir en pérdidas.

Por lo tanto si un Banco además de financiar la venta de los inmuebles, se dedica a la construcción de estos asume un riesgo mayor al crediticio. Este riesgo es el de pérdida de valor, es decir que el valor de construcción del inmueble sea mayor al valor de mercado al momento finalizarse la obra.

Por lo tanto el BHU al asumir ese rol, asumía el riesgo ya mencionado inherente a la construcción. Su forma de construir era contratando constructoras privadas. A estas se les pagaba el costo del proyecto y una vez finalizado se comercializaban dichas viviendas. Estas se podían adquirir por medio de una financiación bancaria del propio Banco.

De esta forma el BHU participaba en todas las etapas de la construcción con lo cual estaba mucho más expuesto a la variabilidad económica del país y por lo tanto asumía mayores riesgos que un Banco que cumpliera el rol tradicional de captar depósitos y otorgar préstamos.

A mediados del año 2002 se crea la unidad indexada (UI) cuyo parámetro de ajuste sería la variación mensual del IPC. El propósito de la creación de esta nueva unidad de cuenta fue el de impulsar el desarrollo de nuevos instrumentos financieros y Títulos Valores que dinamizaran el funcionamiento del mercado hipotecario.

Esta nueva unidad de cuenta, sería la que a partir del año 2003 comenzaría a dinamizar el otorgamiento de créditos hipotecarios. Desde el año 2003 a la fecha los créditos hipotecarios otorgados son en su mayoría en UI. Esta unidad de cuenta representa una mejor alternativa que otorgar préstamos en dólares dado que elimina el riesgo por descalce de monedas y cubre de riesgo de inflación a los Bancos. Es así que a partir de la creación de esa unidad de cuenta comienza una nueva etapa en el mercado hipotecario donde aparece como principal partícipe el sector privado y el Estado como impulsor de esa nueva unidad de cuenta, al emitir letras de regulación monetaria en dicha unidad y al desarrollar medidas de estímulo para otorgar préstamos en UI. Una de estas medidas tomadas para impulsar esta unidad de cuenta fue la de exonerar del pago del IVA a los intereses de los préstamos hipotecario otorgados en UI.

En el año 2003 se crea la Ley de Fideicomisos, la cual crea un marco legal adecuado para poder desarrollar el mercado secundario de hipotecas. No obstante hasta diciembre del 2008 no se han realizado securitizaciones respaldadas con hipotecas.

En el año 2007 se modifica la carta orgánica del BHU. Uno de los cambios mas importantes consistió en la eliminación de la restricción al total del crédito que podía otorgar el Banco lo que le permite mayor flexibilidad a la hora de competir en el mercado. También se lo provee de capital para garantizar un fideicomiso, de forma de poder emitir valores respaldados con cartera hipotecaria del BHU¹³. Vemos que con estas funciones se van estableciendo bases para comenzar a desarrollar un mercado secundario de hipotecas.

También en el 2007 se crea la Agencia Nacional de Vivienda como servicio descentralizado

¹³ Ley N° 18.125, Artículo 6°.

del Estado. Esta tiene como función la de ejecutar y coordinar las políticas de vivienda elaboradas por el MVOTMA. Lo llevará a cabo a través de creación de nuevos instrumentos financieros, como ser seguros hipotecarios y garantías hipotecarias. También se encargará de administrar fideicomisos y fondos de inversión.

Por último cabe mencionar que los créditos hipotecarios, en los últimos años tiene una clara tendencia ascendente. Por ejemplo en el año 2006, el monto total de créditos hipotecarios otorgados por el sector privado fue de U\$S 12 millones, en el 2007 fue de U\$S 46 millones y en el 2008 fueron de U\$S 113,8 millones de dólares. La particularidad de esos créditos hipotecarios es que son en su mayoría en UI¹⁴. También es importante destacar que el sector privado es el principal participe en el otorgamiento de créditos hipotecarios actualmente, ya que el BHU comenzó recién en 2008 a financiar la adquisición de viviendas y lo hizo exclusivamente financiando a los ahorristas, las unidades previamente construidas que no habían podido ser colocadas previamente en el mercado debido a que justamente el valor de mercado de dichas propiedades no cubría los costos de las mismas.

Cabe destacar que los depósitos a la vista en el sistema financiero desde el 2003 a la fecha crecieron de manera significativa, siendo este un indicador de que el capital en el Uruguay no tiene diversidad de alternativas de inversión y es por esa razón que son destinados en una proporción importante al sistema financiero bajo dicha modalidad, lo cual no genera rentabilidad alguna para el depositante. Por lo tanto vemos que desarrollar nuevos instrumentos financieros, incrementará las alternativas de inversión para satisfacer una demanda latente.

3.2. Marco Regulatorio

El marco regulatorio financiero uruguayo es producto de modificaciones que se fueron dando luego de sucesivas crisis bancarias en nuestro país. Aquí encontramos a una institución encargada de supervisar la totalidad de instituciones financieras, que es la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF), la cual depende del Banco Central del Uruguay.

En lo que respecta a mercado hipotecario, la SIIF supervisa y regula a la Banca Comercial ya sea pública o privada, y dado que es en este sector en el que se originan los préstamos

¹⁴ Fuente: diario “El País; artículo, El Uruguay a crédito, 6 de julio del 2008.

hipotecarios en nuestro país, nos concentraremos en el análisis del marco regulatorio de la banca comercial. También hablaremos de los Bancos de Inversión, que son regulados por la SIF y consideramos que serán importantes en el crédito hipotecario en el futuro, en caso de desarrollo de un mercado secundario de hipotecas. De la misma forma, las Administradoras de Fondos de Pensión y las aseguradoras jugarán un rol importante, por lo que también mencionaremos como están reguladas y por quien.

En primer lugar la SIF determina los requisitos para la instalación, funcionamiento y retiro voluntario de las empresas de intermediación financiera privada¹⁵. De esta forma se restringe la entrada a las Instituciones de Intermediación financiera, estableciendo estándares de calidad mínimos exigidos para establecerse en el Uruguay.

En segundo lugar se establece el régimen de liquidez mínima y las relaciones técnicas a las que deben ajustarse las empresas de intermediación financiera autorizadas a recibir depósitos¹⁶. De esta forma se da una mayor garantía al ahorrista de la estabilidad financiera de esa empresa y así, mayor seguridad de que sus ahorros están en buen resguardo. En tercer lugar determina cual es el encaje que deben tener las instituciones de intermediación financiera en el Banco Central. Con estas medidas se brinda una mayor seguridad al ahorrista y por lo tanto permite que el sistema de pagos funcione con fluidez, beneficiando así a la sociedad en su conjunto. Al ser la principal fuente de los Bancos Comerciales, la captación de depósitos del público, estas medidas dan mayor seguridad a los ahorristas y le permite a los Bancos, captar con mayor facilidad depósitos y por lo tanto hacerse de mayor liquidez para el otorgamiento de créditos.

Con respecto a las Administradoras de Fondos de Inversión, se constituyen como sociedades anónimas que tiene el objetivo de administrar los Fondos de Inversión, integrados por aportes de personas físicas o jurídicas. Los aportantes al Fondo de Inversión son copropietarios de los bienes que integran el patrimonio del mismo, por lo que permanecerán en estado de indivisión durante todo el plazo de su existencia. Las

¹⁵ Banco Central del Uruguay, Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera: Recopilación de normas de Regulación y Control del Sistema Financiero.

¹⁶ Banco Central del Uruguay, Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera: Recopilación de normas de Regulación y Control del Sistema Financiero.

administradoras de fondos de inversión invertirán dichos fondos en alguno de los activos que permite la reglamentación correspondiente y que consisten en valores inscriptos en el Registro de Valores del BCU, valores públicos nacionales o extranjeros, depósitos, tanto a la vista como a plazo, o algún otro activo con la previa autorización del BCU.

Otros dos agentes importantes que se encuentran regulados y supervisados son las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAPs) y las empresas aseguradoras. Las AFAPs están reguladas por el Banco Central del Uruguay a través de la División de Valores y Control de AFAP. Esta se encarga de determinar entre otras cosas la composición del portafolio de inversión de los fondos administrados. Delimita porcentajes a invertir en distintos tipos de activos dependiendo de su procedencia, de que sean estatales o del sector privado nacional. Con respecto a las aseguradoras, también están reguladas por el BCU a través de la determinación de los requisitos para instalarse y las funciones que pueden asumir.

A continuación hablaremos sobre reformas regulatorias que contribuyeron al desarrollo del crédito hipotecario y que actualmente siguen vigentes.

En 1974 se implementa una de las innovaciones más importantes al marco regulatorio del sistema de financiamiento a la vivienda, la cual fue la reglamentación del régimen de propiedad horizontal en el pozo. Este régimen permite la venta fraccionada de la obra en construcción al BHU, antes de que esta estuviera terminada, lo que permite al Banco obtener financiación para la construcción de viviendas hipotecando el bien a construir. Esta fue una de las medidas de mayor impacto para el financiamiento a la vivienda tanto para el sector público, como luego para el sector privado a partir de la ley N° 16.760, en la cual también se permite a las entidades financieras privadas, otorgar préstamos hipotecarios para financiar la construcción de edificios en el régimen de propiedad horizontal.

La ley N° 16.760 generó un nuevo sistema de financiamiento para el crédito hipotecario, lo que llevó a que el negocio de otorgar préstamos fuera más atractivo para las instituciones financieras privadas al poder dar préstamos en mayor escala.

Dicha modalidad también posee ciertas falencias. Si bien tiene las ventajas mencionadas previamente, no es explotada de la mejor manera posible ya que un particular no puede financiar

una propiedad en pozo con el Banco que le otorgue la mejor forma de financiación, sino que lo tiene que realizar con el Banco que la empresa constructora haya optado para financiarse. Sucede que se puede hipotecar el padrón matriz y de esa manera la propiedad horizontal a construir, pero lo puede hacer únicamente una entidad financiera. No se puede hipotecar parcialmente la propiedad horizontal por un Banco y el resto de la propiedad horizontal por otro Banco¹⁷. Esto quita flexibilidad a la hora de optar por financiarse. Actualmente la legislación uruguaya permite que la empresa constructora, por cada obra a realizar, cree una sociedad anónima, de forma que si una obra no es finalizada, los prominentes compradores no puedan afectar las operaciones de otra obra de la misma empresa o el patrimonio de la empresa constructora, pero esto incrementa el riesgo para los Bancos y para los tomadores del crédito hipotecario, y de esa forma al aumentar el riesgo, aumenta el costo de financiación y disminuye la posibilidad de otorgar préstamos en pozo.

Volviendo al marco regulatorio, nos centraremos en la creación de una nueva ley: la Ley de Vivienda. Esta reformó la Carta Orgánica del BHU y crea la Agencia Nacional de Vivienda (ANV).

Con esta nueva ley se pretende desarrollar un mercado secundario de hipotecas. Al crearse la ANV, se le da potestades como ser el desarrollar instrumentos financieros que faciliten el acceso a la vivienda. Estos instrumentos son: el seguro de crédito hipotecario, los fondos de garantía y el fideicomiso. Actualmente se aprobó el diseño legal que tendrán las notas de crédito hipotecarias y se encuentran desarrollando el seguro hipotecario.

Para que la ANV pueda realizar emisiones de activos financieros respaldados con créditos hipotecarios, previamente se creó la figura del fideicomiso, el cual fue constituido en el año 2003 por medio de la ley N° 17.703. El fideicomiso resulta concebido como un negocio jurídico en virtud del cual una persona (fideicomitente) transmite la titularidad de ciertos bienes o derechos a otra persona o a un patrimonio administrado por otra persona (fiduciario), quien está obligada a disponer de los bienes o ejercitar los derechos para la realización de ciertos fines preestablecidos, en beneficio de una tercera persona (beneficiario).

La ley concibe dos grandes categorías de Fideicomisos: ordinarios y financieros. Para el marco regulatorio del crédito hipotecario, es de nuestro interés estudiar específicamente a los

¹⁷ Información recabada sobre la base de una entrevista a la Esc. Herminia Sachhi.

fideicomisos financieros que son aquellos que se distinguen por el hecho de que los beneficiarios tienen sus derechos representados en títulos valores (denominados títulos fiduciarios) y los fiduciarios deben ser entidades financieras o sociedades administradoras de fondos de inversión. Este tipo de fideicomisos constituye el vehículo idóneo para canalizar operaciones de securitización de activos tales como créditos hipotecarios.

Por medio de la ley Nº 17.202 del año 1999, se gestan las condiciones para poder securitizar en el Uruguay.

El artículo 30 de dicha ley enuncia:

“...se podrán constituir fondos de inversión cerrados cuyo objeto específico de inversión consiste en conjuntos homogéneos o análogos de derechos de crédito, con garantías hipotecarias, cuya titularidad se trasmita a favor del fondo. La reglamentación especificará las características y los elementos que deben reunir los derechos de crédito que sean adquiridos por fondos de inversión cerrados de crédito, pudiendo así mismo, administrar créditos con modalidades de garantía distintas a la hipotecaria”.....“con cargo a estos fondos la sociedad administradora podrá emitir diversas clases de valores...”

De esta manera se regula la forma en que se puede securitizar, siendo esta ley en conjunto con la del fideicomiso financiero la que permitirá la creación de las denominadas notas de crédito hipotecario.

Por otro lado, por medio de La Nueva Ley de Vivienda, se realizan modificaciones a la Carta Orgánica del BHU en donde lo que se busca con dichas modificaciones es que el mismo, si bien continuará siendo un Banco que fomente el crédito hipotecario y por este medio intente subsanar las fallas del mercado de vivienda, opere de una manera competitiva con el resto de la Banca

Es también por medio de esta ley que se implementa la ejecución judicial simplificada¹⁸ del crédito hipotecario para vivienda buscando de esta manera un mercado de crédito hipotecario

¹⁸ Esta consiste en que transcurridos noventa días desde el incumplimiento de una cuota, el acreedor podrá promover la ejecución de la garantía hipotecaria por el total del saldo adeudado.

que ofrezca productos menos costosos y permita que todos los tomadores de créditos hipotecarios posean las garantías del debido proceso, cosa que no ocurría con anterioridad a esta ley, al poseer el BHU la potestad del remate extrajudicial. Este régimen será aplicado cualquiera sea la institución financiera que los asigne, tanto estatal como privada.

Finalmente, por medio del Plan Quinquenal 2005-2009, el gobierno intenta darle más espacio al sector privado de la Banca para que otorgue créditos en igualdad de condiciones que el BHU. Se busca quitarle potestades especiales que poseía el BHU y que el resto de la Banca no tenía, para de esta manera igualar las condiciones de mercado. También es por este medio que se busca que el BHU realice su actividad hipotecaria con una gestión bancaria con un manejo profesional de los riesgos financieros.

El BHU será continuamente monitoreado y evaluado, atendiéndose la posibilidad de nuevas innovaciones que permitan mejorar su funcionamiento para que no implique más erogaciones al tesoro nacional.

En esta misma dirección, el directorio anterior del BHU ha realizado una serie de cambios operativos para que el Banco pueda contar con la información imprescindible para el manejo adecuado de los descalses de plazos, tasas y monedas de sus activos y pasivos, junto con un sistema profesional de asignación de créditos y evaluación de riesgos, así como implementar la necesaria adecuación en lo referente a los costos operativos.

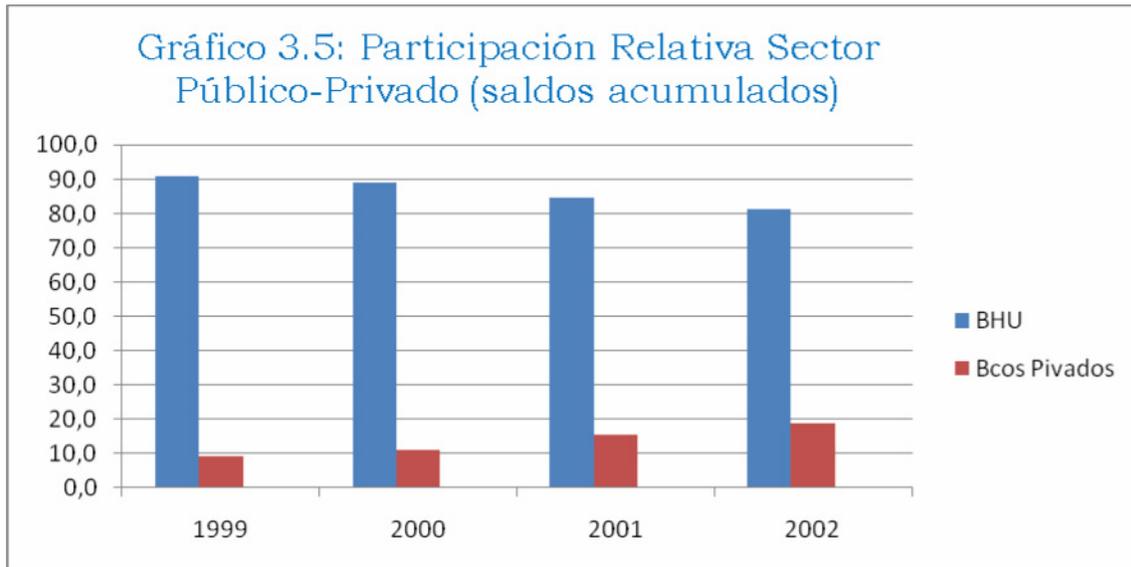
3.3. Agentes Participantes

En el mercado hipotecario uruguayo distinguimos como originadores de crédito hipotecario a los Bancos comerciales Privados y al BHU.

En primer lugar el BHU era hasta la crisis económica del año 2002, el principal agente financiero del sistema, llegando a su pico máximo en el año 1999 con un volumen de créditos de \$ 17.656.034 a precios constantes del año 1997¹⁹ y con una participación de más del 90% del total de créditos otorgados. De hecho, entre los años 1986 y 1996 el BHU contribuyó con el financiamiento de 36.000 viviendas nuevas lo que constituye la cuarta parte del total de viviendas

¹⁹ Datos extraídos de Los Efectos del sector Público en el Financiamiento de la Vivienda; Gandelman y Gandelman; ORT 2003.

construidas en el período. A partir de entonces, como lo muestra el gráfico 3.5, los préstamos otorgados por el Banco comienzan a caer, llegando al 80% de la participación total en el mercado con motivo de la crisis bancaria sufrida por el país, que afectó severamente al mercado y en especial al BHU.



Elaboración propia en base a datos de “Los Efectos del Sector Público en el Financiamiento de la Vivienda: El Mercado Hipotecario en el Uruguay; Gandelman y Gandelman; ORT 2003.

A pesar de la caída en el otorgamiento de créditos a partir del año 2000, en el Período 2000 – 2004 el BHU concretó 10.954 soluciones habitacionales entre sus diferentes líneas operativas²⁰.

En lo referente a la operativa por medio de la cual concede créditos hipotecarios el BHU, se pueden distinguir claramente dos formas de hacerlo.

La primera de ellas es el denominado sistema público, mediante el cual el BHU es el propietario y ejecutor de la construcción de la obra, la cual se realiza por intermedio de una empresa constructora contratada por el Banco. En este caso el Banco financia el 100% del valor del inmueble. La segunda de ellas es el llamado sistema privado, en donde el BHU actúa exclusivamente como agente financiero. Mediante este sistema el Banco presta generalmente hasta el 70%, pero puede llegar a hacerlo por hasta el 95% del valor del inmueble.

²⁰ Plan Quinquenal de Vivienda 2005 – 2009.

De los 10.954 créditos para vivienda otorgados en este período, 4.187 fueron mediante el sistema público mientras que los restantes 6.767 se realizaron a través del sistema privado. Cabe destacar que a partir del 2003 el Banco otorga créditos bajo el sistema privado, únicamente a cooperativas.

El Banco se financia básicamente mediante la captación de depósitos, y la recuperación de créditos otorgados generalmente en un sistema de competencia con la banca privada, o a través de impuestos específicos y venta de OHR, aunque en ocasiones ha tenido que recurrir a transferencias del Gobierno o a la emisión de Deuda²¹.

Desde el punto de vista de los créditos concedidos, a partir de mediados de la década de los noventa estos se han pactado generalmente en UR o en dólares y en la actualidad en UR o en UI, con tasas que han evolucionado de tasas fijas a tasas variables. En general los préstamos llegaban a cubrir hasta el 70% del valor del inmueble, y los periodos iban desde los 20 a los 30 años dependiendo de si se trata de un crédito para construcción, refacción o adquisición de la vivienda.

Históricamente, para acceder a un crédito del BHU lo más común era abrir una cuenta de ahorro y préstamo e ir acumulando puntos hasta alcanzar el mínimo requerido. Los puntos se obtenían de acuerdo a la antigüedad de la cuenta y al monto de la misma. Una vez obtenidos los puntos necesarios se podía acceder al crédito. En la actualidad se otorgan préstamos con destino a la compra de vivienda. Recientemente se concedieron nuevas viviendas construidas por el BHU y vendidas por medio de financiación del Banco en el marco de lo que se denomina como el Plan Fénix. Actualmente el Banco sigue prestando para crédito a la vivienda dentro del denominado sistema privado, financiando en la actualidad únicamente en UI.

El principal sector de la población al que apunta actualmente el BHU es el “C”, el cual se encuentra atendido al mismo tiempo, por la banca privada. De esta forma el BHU compite en el mercado hipotecario, con los Bancos privados, mientras que las funciones de fomento del crédito hacia los sectores medios y bajos ingresos (Sector “B”), pasan a manos del MVOTMA a través de la Agencia Nacional de Vivienda (ANV).

²¹ Los Efectos del Sector Público en el Financiamiento de la Vivienda: El Mercado Hipotecario en Uruguay; Gandelman y Gandelman; ORT 2003.

En segundo lugar los Bancos comerciales como ya hemos mencionado han tenido escasa participación como originadores de préstamos hipotecarios. Esta participación ha comenzado recién en 1996 con la ley Nº 16.1760 de 1996, la cual hizo atractivo el ingreso de los privados en el financiamiento a la vivienda. Durante el período 1996 al 2001 los préstamos otorgados por los Bancos Comerciales fueron principalmente en dólares, mientras que sus fondos provienen de depósitos a plazo fijo del público o de créditos otorgados por agentes financieros externos, no existiendo instrumentos alternativos de fondeo para este tipo de créditos.

En promedio, antes de la crisis del año 2002 los bancos destinaban un 2,3% de sus carteras, a crédito para vivienda²². Durante esos años como lo muestra el gráfico 3.5, la participación de los Bancos Privados venía en aumento aún a fines de la década cuando el país entra en recesión.

Actualmente los Bancos comerciales conceden préstamos hipotecarios para la compra de vivienda nueva o usada, principalmente en UI y los plazos del mismo pueden extenderse entre 10 y 25 años dependiendo del porcentaje del valor del inmueble a financiar.

Con respecto a los seguros que se exigen, son el de vida e incendio del inmueble hipotecado, el cual es gestionado por el propio Banco o por cuenta del beneficiario. No existe aún la alternativa de contratar un seguro hipotecario que cubra al prestamista de las pérdidas ocasionadas por la fluctuación en el valor del inmueble o a la hora de ejecutar la garantía, o directamente por el saldo adeudado del préstamo en caso de que el prestatario deje de cumplir su obligación, como si lo hay en otros países.

Sus créditos están dirigidos a la población de ingresos medios-altos y altos, ya que los requisitos para calificar a la obtención de un crédito hipotecario, son en general de ingresos elevados y de un desembolso inicial que en pocos casos es menor al 30% del valor del inmueble como se ve en el cuadro adjunto, lo cual excluye a grandes sectores de la población, quienes deberán recurrir al sistema público, o a la gestión de un subsidio por parte del MVOTMA.

²² Los Efectos del Sector Público en el Financiamiento de la Vivienda: El Mercado Hipotecario en Uruguay; Gandelman y Gandelman; ORT 2003.

El Desarrollo del Crédito Hipotecario en el Uruguay – El Caso Uruguayo

Condiciones del préstamo según el Banco***	BBVA	ABN AMRO	Credit Uruguay	BHU
Destino	Vivienda	vivienda	vivienda	Vivienda
Plazo	20 años	15 años	25 años	25 años
Porcentaje a financiar sobre el valor del inmueble	70%	70%	70%	80%
Moneda	UI o U\$S	UI o U\$S	UI o U\$S	UI o UR
Tasa de interés	UI	7 % + impuestos e.a.	5% e.a. < 15 años*	4% e.a.
Tasa de interés	U\$S	libor 1 año + 5 %	S/D	9,5% **
Comisión por otorgamiento	2%	S/D	S/D	S/D
Ingresos mínimos del núcleo familiar	U\$S 1000	\$24.000	S/D	S/D
Relación cuota-ingreso máxima	30 % sobre ingresos líquidos	30% UI y 20% U\$S	S/D	26%
Cancelación anticipada	Permitida	S/D	S/D	Permitida
Monto del préstamo	S/D	U\$S 20.000 a U\$S 200.000	U\$S 5.000 y U\$S 150.000	S/D
Seguro de vida sobre saldo deudor	Por cuenta del banco	S/D	S/D	S/D
Seguro de incendio	Por cuenta del solicitante	S/D	S/D	S/D

*Exonerado IVA y 6% < 25 años.

**Tasa Fija e.a/ Libor 1 año + 4,5 % (opción variable).

S/D: Sin Datos.

e.a.: Efectiva Anual.

***Información actualizada al 22/07/08

En lo referente a las principales condiciones exigidas para el otorgamiento de un crédito hipotecario por la Banca Privada como lo muestra el cuadro adjunto, podemos decir que se presta a un plazo máximo de entre 10 a 25 años, requiriendo un porcentaje de hasta un 70% para casi toda la Banca a excepción de Banded que en un préstamo de hasta 10 años permite un LTV del 100% y en un plazo de hasta 25 años permite un LTV de hasta el 80%.

Es también importante el mencionar que existe financiación tanto en dólares como en UI en toda la Banca Privada, requiriendo un ingreso mínimo del núcleo familiar por un monto que varía entre los U\$S 800 a U\$S 1.200 o su equivalente en pesos. Asimismo, la cuota correspondiente a los préstamos otorgados no puede superar en UI, el 30% al 35% de los ingresos del deudor, dependiendo del Banco y en dólares, el 20%.

Los préstamos son por un monto que puede alcanzar a los U\$S 300.000 dependiendo del Banco, existiendo comisiones por otorgamiento del préstamo, seguro sobre saldo deudor y seguro de incendio. El costo de los seguros puede estar cubierto en la cuota del deudor o pagado por el mismo Banco dependiendo de la Institución y del tipo de seguro.

Con respecto a la tasa de interés promedio de los créditos hipotecarios según informe del Banco República con fecha de Mayo del 2008 es de 6.5 % t.e.a. en UI, siendo en dólares en la opción fija de 10% t.e.a. y de 5.5% más Libor en la opción variable.

Como se vé en el cuadro anterior, el ahorro inicial exigido por los Bancos privados es del orden del 30% del valor del inmueble lo cual constituye una limitante al acceso del financiamiento de la clase media y baja. Si bien para la clase media el ingreso mensual exigido no parece ser una limitante, si lo es el ahorro previo exigido. La situación es aún mas crítica para los sectores de bajos ingresos que no pueden alcanzar tanto el ahorro inicial como nivel de ingresos exigido y esto comprende a una gran proporción de la población.

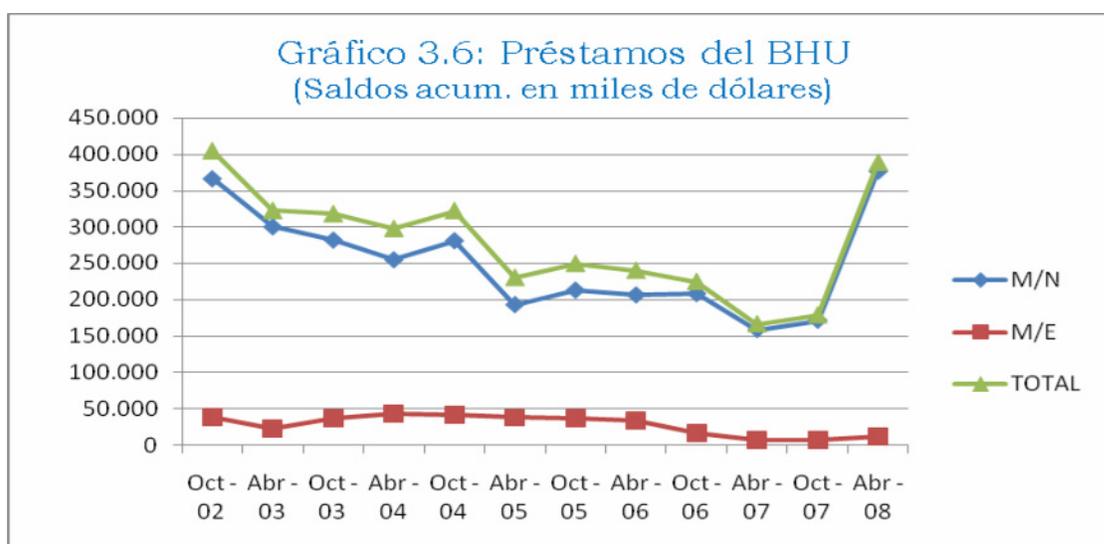
Según los datos proporcionados por la SIIF, los cuales se resumen en el cuadro de la siguiente página, el saldo de créditos a la vivienda otorgados por el total del sistema bancario a abril del 2008 alcanza a U\$S 516.820,11. Los gráficos 3.6 y 3.7 nos ilustran las características mas representativas que se desprenden del mismo.

En primer lugar se aprecia la poca importancia de los préstamos en dólares del BHU respecto de los nominados en pesos ya sea en UI o en UR. En efecto, para abril del año 2008, únicamente el 2,93% del stock de préstamos vigentes del Banco eran en moneda extranjera. La relación inversa se da para los préstamos del sector privado, hasta comienzos del 2007 cuando los préstamos en UI comienzan a ser importantes reflejando la confianza de los agentes en este mecanismo de ajuste.

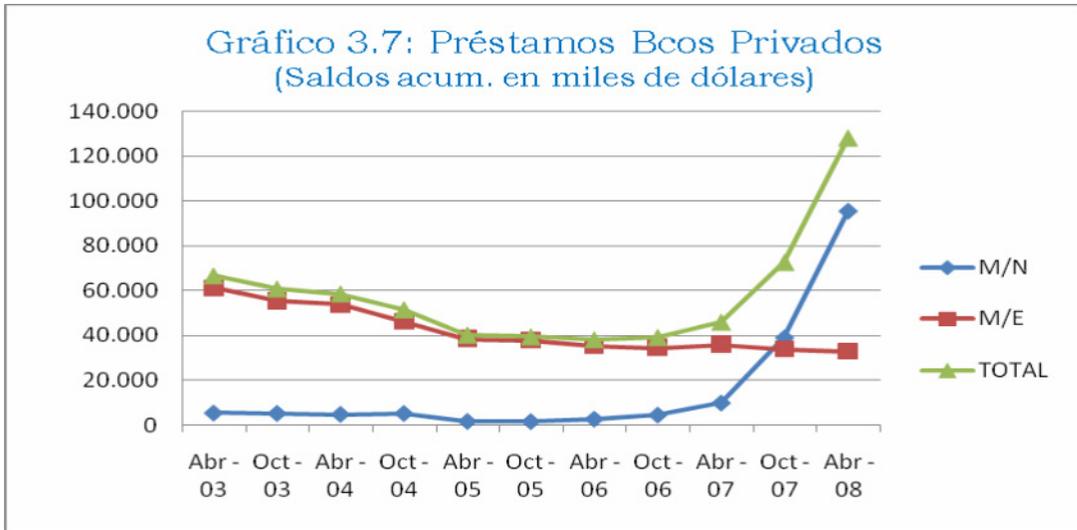
Crédito Hipotecario Otorgado												
SalDOS Acumulados en Miles de Dólares a Precios Corrientes												
	BHU			BCOS PRIVADOS			OTROS			TOTAL		
	M/N	M/E	TOTAL	M/N	M/E	TOTAL	M/N	M/E	TOTAL	M/N	M/E	TOTAL
Oct – 02	366.522	37.960	404.482	13.357	91.386	104.743	91	6.162	6.253	379.970	135.508	515.478
Abr – 03	300.169	22.184	322.353	5.549	61.149	66.698	58	6.110	6.168	305.776	89.443	395.219
Oct – 03	281.882	35.933	317.815	5.407	55.431	60.838	27	5.044	5.071	287.316	96.408	383.724
Abr – 04	254.742	42.736	297.478	4.962	53.720	58.682	7	4.511	4.518	259.711	100.967	360.678
Oct – 04	281.005	41.098	322.103	5.394	46.216	51.610	5	5.050	5.055	286.404	92.364	378.768
Abr – 05	192.759	37.323	230.082	1.843	38.451	40.294	3	4.404	4.407	194.605	80.178	274.783
Oct – 05	212.710	36.732	249.442	1.763	37.753	39.516	49	2.883	2.932	214.522	77.368	291.890
Abr – 06	206.131	33.817	239.948	2.853	35.327	38.180	115	64	179	209.099	69.208	278.307
Oct – 06	207.879	16.540	224.419	4.674	34.544	39.218	214	51	265	212.767	51.135	263.902
Abr – 07	158.416	7.762	166.178	10.020	36.036	46.056	204	45	249	168.640	43.843	212.483
Oct – 07	171.255	7.162	178.417	38.996	33.708	72.704	2.251	41	2.292	212.502	40.911	253.413
Abr – 08	377.147	11.393	388.540	95.277	32.891	128.168	93	18	111	472.517	44.302	516.819

Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera.

*Este rubro incluye Casa Financieras, Cooperativas de Intermediación Financiera y al BROU.



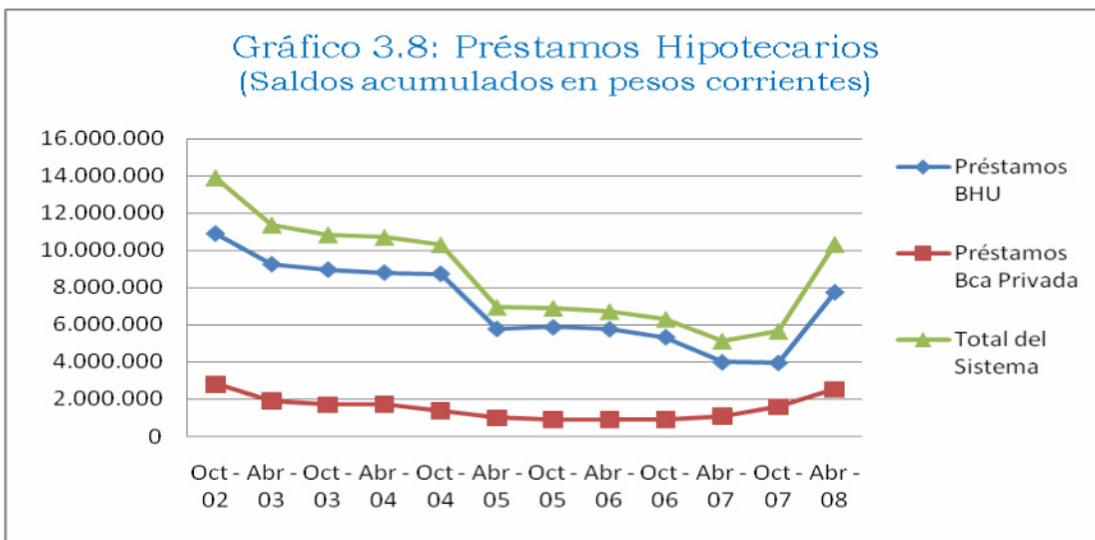
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SSIF.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SSIF.

También se observa tendencia descendente en el total de los préstamos tanto del BHU como de los Bancos Privados. Si bien la recuperación para los Bancos privados comenzó lentamente a partir del año 2005, el BHU continuó con una clara tendencia decreciente hasta el año 2007, cuando comienza nuevamente a participar mediante la financiación de viviendas a los ahorristas.

Si bien los préstamos hipotecarios acumulados presentan una tendencia fuertemente creciente en los últimos meses del 2007 y principios del 2008, este crecimiento medido en pesos corrientes se ve atenuado debido a la apreciación cambiaria.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de SIIF e INE.

De todas formas el monto de créditos aún no se ha aproximado al pico alcanzado en el año 1999, por lo que vemos que aún existe posibilidad de crecimiento en el mediano plazo, debido a que el BHU quien fue el principal agente histórico en el otorgamiento de créditos hipotecarios ha reingresado al mercado recientemente.

Finalmente, en el siguiente cuadro se resumen los principales agentes participantes del mercado hipotecario uruguayo.

Agentes Participantes	Función o Rol que Cumplen
Bancos Comerciales	Ofrecer créditos hipotecarios para la compra de viviendas.
BHU	Ofrecer créditos hipotecarios para la compra de viviendas; Actuar como agente financiero del MVOTMA.
Aseguradoras	Otorgar seguro de vida e incendio al deudor hipotecario.
MVOTMA	Formular y ejecutar políticas públicas en materia habitacional; Elaborar programas de subsidio para los sectores de bajos ingresos.
ANV	Ejecutar los programas de Vivienda; Diseñar e implementar nuevos instrumentos financieros que permitan mejorar el acceso al crédito.

3.4. Rol del Estado

Como hemos visto anteriormente, el mercado de crédito hipotecario ha sido ineficiente a la hora de brindar soluciones de vivienda a la población lo cual se ve reflejado en un déficit de vivienda tanto cuantitativo como cualitativo. Según el artículo de la ALIDE²³, se estima para el Uruguay en el año 1995 un déficit cuantitativo de viviendas del orden de 111.812, a lo que se le suma un déficit cualitativo, es decir de mala calidad de la vivienda de 104.553. El mismo artículo estima la existencia en el país de unos 902.300 hogares lo que da como resultado que para aquel año, casi la cuarta parte de los hogares del país registran carencias desde el punto de vista habitacional.

²³ Nuevos Mecanismos de Financiamiento Habitacional en los Bancos Hipotecarios y de Vivienda; ALIDE 1997.

Más recientemente, según estudios realizados por el INE para el año 2004, existían en el total del país 174.393 personas viviendo en asentamientos irregulares lo que significa un 5,4% aproximadamente de la población.

Con el objetivo de brindar respuesta a esta problemática, el Estado lleva adelante la planificación y ejecución de un conjunto de programas establecidos mediante los Planes Quinquenales de Vivienda del MVOTMA, y dirigida principalmente a los sectores de bajos recursos.

Para el período 2000 – 2004 el MVOTMA tenía como objetivo la concreción de 26.286 viviendas mediante sus diferentes programas que expondremos más adelante, además de otras líneas de crédito para la reparación o aplicación de viviendas ya existentes.

La política nacional de vivienda que comenzó a aplicarse en el Uruguay a partir del año 1990 con la creación del MVOTMA y la aprobación del Plan Nacional de Vivienda consta básicamente de tres agentes participantes al que se le sumó a partir de la reforma del BHU del año 2007, la Agencia Nacional de Vivienda:

1. El Ministerio de Vivienda Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente, que tiene el objetivo de formular, ejecutar y supervisar políticas públicas en materia Habitacional y Medioambiental.
2. La Agencia Nacional de Vivienda, con el objetivo de ejecución de las políticas públicas y de desarrollar y gestionar nuevos instrumentos financieros que faciliten el acceso al crédito.
3. El Banco Hipotecario del Uruguay, que actúa como el principal agente financiero del sistema.
4. Agentes Privados, que participan en el otorgamiento de créditos aunque en porcentajes reducidos del mercado y apuntando a sectores de ingresos medios y altos.

Desde el punto de vista de la demanda, y siguiendo el esquema propuesto en el artículo de ALIDE²⁴, se pueden identificar básicamente tres sectores de mercado:

²⁴ Nuevos Mecanismos de Financiamiento Habitacional en los Bancos Hipotecarios y de Vivienda; ALIDE 1997.

1. Sector “A”, caracterizado por aquellos núcleos familiares que perciben un ingreso familiar mensual de hasta 30 UR, y que son atendidos directamente por el MVOTMA, gozando de un subsidio total o parcial.
2. Sector “B”, con un ingreso de entre 30 y 60 UR los cuales recurren directamente al mercado inmobiliario privado mediante el mecanismo de ahorro previo, o al BHU con la posibilidad de obtener algún subsidio por parte del Estado.
3. Sector “C”, con ingresos superiores a 60 UR quienes recurren directamente al sector privado o al BHU pero sin subsidio por parte del Estado.

El MVOTMA *“...es la entidad encargada de definir, diseñar e instrumentar las políticas habitacionales, monitorear y evaluar la implementación de las mismas, y ejercer tareas de control sobre los agentes públicos y privados que actúan en materia de vivienda...”*²⁵, además por intermedio de la Dirección Nacional de Vivienda (DI.NA.VI) es responsable de fomentar el suministro de viviendas y de establecer soluciones habitacionales a los sectores de mas bajos recursos (Sector “A”) en función de sus características socio-económicas, con el objetivo de mejorar su calidad de vida.

Para cumplir con este objetivo social, el MVOTMA cuenta con programas de apoyo financiados por el Fondo Nacional de Vivienda y Urbanización, destinado a los sectores más carenciados como lo son SIAV, Cooperativas de vivienda, BPS o MEVIR.

El SIAV, el cual fue suspendido en el año 2008, consistió básicamente en un programa de apoyo para la construcción de viviendas para núcleos familiares del Sector “C”, es decir con ingresos inferiores a 60 UR y combina el ahorro de las familias, con el otorgamiento de un subsidio por parte del MVOTMA.

Las Cooperativas son una línea de financiamiento instrumentada por el MVOTMA que se lleva adelante a través de dos modalidades: ayuda mutua o ahorro previo. Consisten en un subsidio directo a cada núcleo familiar integrante de la cooperativa, y un préstamo hipotecario que complementa el ahorro previo exigido. El aporte de la cooperativa en el caso de Cooperativas de Ayuda Mutua puede ser tanto monetario como en materiales o mano de obra.

²⁵ Página Web de la ANV: www.anv.gub.uy/programas.htm.

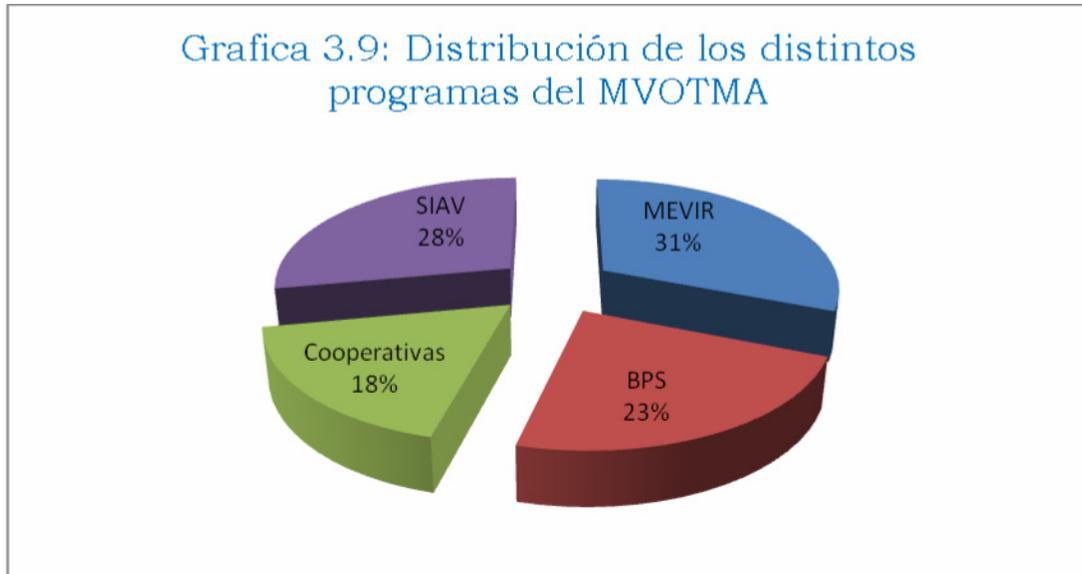
El BPS por su parte, cuenta con un programa destinado a pasivos el cual es administrado por la Dirección Nacional de Vivienda (DI.NA.VI.) y consiste en el otorgamiento de viviendas a jubilados y pensionistas con ingresos inferiores a 12 UR. Las viviendas son otorgadas en calidad de usufructo, mientras que la propiedad de las mismas corresponde al BPS.

MEVIR es una empresa pública no estatal que tiene el objetivo de facilitar el acceso a la vivienda en el medio rural de los sectores asalariados de bajos recursos. En este programa participan conjuntamente en la financiación, el BHU y el Fondo Nacional de Vivienda y Urbanización que administra el MVOTMA. También reciben el apoyo de los Gobiernos Departamentales. El programa se complementa con la participación de los propios interesados, que contribuyen aportando la mano de obra para la construcción de las viviendas en un sistema similar al de las cooperativas de vivienda por ayuda mutua.

Para el financiamiento de estos programas, el Estado contaba principalmente con el FNVyU, el cual surgía de aporte de los trabajadores. Justamente una limitante al desarrollo de mas y mejores políticas de vivienda, ha sido recientemente la crisis que afectó tanto el nivel de empleo y salarios como la informalidad creciente del mercado, lo cual repercutió en una disminución de las fuentes de financiamiento del MVOTMA. En la actualidad esta modalidad de financiamiento a través de los aportes de los trabajadores ha sido eliminada.

También existen otros programas destinados al mejoramiento de la situación habitacional focalizado a sectores específicos de la población entre los cuales se destaca CREDIMAT. Este es un programa de ayuda financiera que surgió en el año 1994 mediante un acuerdo con el gobierno Alemán y que tiene como objetivo el proporcionar un préstamo subsidiado y de muy bajo costo para la refacción o ampliación de la vivienda de los sectores más carenciados y que no pueden acceder a un crédito en el sector privado.

Según datos del Plan Quinquenal de Vivienda 2005-2009, para el período 2000 – 2004, la ejecución de los programas de solución habitacional se reparte de la siguiente forma: MEVIR 31%, BPS mediante su programa de vivienda para pasivos 23%, Cooperativas 18% y el SIAV a través de sus diferentes modalidades, un 28%.



Elaboración propia en base a datos del Plan Quinquenal de Vivienda 2005-2009.

La Agencia Nacional de Vivienda (ANV) fue creada en el marco de un rediseño de la estructura institucional del sistema de financiamiento a la vivienda para ser el brazo ejecutor de las políticas del Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y medio Ambiente (MVOTMA). Este nuevo diseño institucional busca un mejor desempeño del sistema a partir de una clara delimitación acerca de los cometidos de las instituciones que lo componen, para de esta manera separar a las instituciones que se encargan de competir con el sistema Bancario Privado y quienes se dedican a fomentar por medio de subsidios a la vivienda.

Los cometidos de la agencia son los de lograr un mejor acceso a la vivienda, teniendo en cuenta los aspectos sociales y territoriales en la elaboración y ejecución de los distintos programas. Buscará asimismo la articulación y complementariedad de los distintos programas, así como de los diferentes actores del sistema ya sean públicos o privados. Para ello contará con el apoyo tanto del gobierno central como de los gobiernos departamentales.

Esta Agencia actuará dentro de los cometidos que le fije el MVOTMA, los cuales se encuentran enmarcados en los Planes Quinquenales de Vivienda, los Planes de Ordenamiento Territorial y las directivas del Ministerio. Se especializará en la gestión de programas habitacionales para lo cual prestará servicios de proyección, dirección, control y certificación de programas y proyectos inmobiliarios. Actuando como inversionista y gestor inmobiliario, en calidad de propietario o en sociedad con privados.

También se dedicará al desarrollo de instrumentos financieros que faciliten el acceso a la vivienda de la población por lo que se le habilita a crear y gestionar un sistema de seguro de crédito hipotecario, fondos de garantía entre otros, siendo la finalidad de dichos instrumentos el reducir la incertidumbre y el desembolso inicial requerido para el otorgamiento de un crédito hipotecario.

Asimismo, “...estará capacitada para administrar activos provenientes de créditos para la vivienda originados por otras instituciones públicas...construir fideicomisos financieros de oferta pública para el traspaso de carteras de crédito hipotecario...diseñar metodologías para administrar de una manera más eficiente a las carteras de crédito hipotecario...maximizar la recuperación de créditos bajo su administración junto a la definición de los indicadores de gestión y monitoreo de los mismos... promover e implementar alternativas que faciliten el fondeo de la actividad crediticia para la vivienda (Ej.: Letras Hipotecarias), a través del mercado de capitales o del fondeo directo a instituciones financieras... destinar esfuerzos al desarrollo del mercado secundario de hipotecas. Administrar el stock físico de los bienes inmuebles pertenecientes a la ANV...asegurar la operación y mantenimiento de un sistema integrado de información y gestión para la ANV...monitorear la ejecución de los planes y proponer las medidas correctivas que aseguren el logro de los objetivos...”²⁶.

Esto muestra que la ANV intenta dirigirse hacia la población objetivo de fomento a la vivienda por parte del Estado, mediante una mayor y mejor información que le permita cumplir dichas metas de una manera eficiente. Al mismo tiempo tiene la potestad para construir en asociación con privados y de esta manera incentivar a que la inversión en construcción se dirija a los sectores de menores recursos. También es importante resaltar que posee las capacidades necesarias para sofisticar y profundizar el mercado de créditos hipotecarios mediante las potestades referentes a la creación de instrumentos financieros, y la creación y administración de fideicomisos financieros, fondos de inversión, entre otros.

Actualmente el Estado ha reformulado la carta orgánica del BHU para que el mismo compita en igualdad de condiciones con la Banca privada y de esta manera incentivar a los segundos para que aumenten su participación en el mercado.

²⁶ Página Web de la ANV: www.anv.gub.uy/programas.htm

Finalmente se puede decir que existió un aumento importante del crédito hipotecario durante la década de los noventa y un cambio en el diseño de la política habitacional mediante el cual el Estado brinda las condiciones necesarias para que los Bancos privados se introduzcan al mercado. El aumento en el crédito hipotecario se da debido al crecimiento del nivel de ingreso real de los hogares y a la baja de la inflación observado en la década de los noventa, como resultado de la aplicación en el país de una serie de reformas estructurales con el objetivo de resolver los problemas de inflación causados por el fuerte déficit fiscal y tendiente a mantener o incrementar los índices de actividad económica²⁷.

Rol del Estado		
¿Cómo Participa?	¿A través de quien?	¿Con que objetivo?
Elaborando y diseñando políticas en materia de vivienda	DI.NA.VI.	Fomentar la producción de viviendas orientada a los sectores de bajos ingresos.
Ofreciendo créditos para la compra o refacción de viviendas.	BHU	Facilitar el acceso a la vivienda de la población.
Diseñando nuevos instrumentos financieros.	ANV	Reducir los costos del financiamiento y reducir el riesgo de la operación.
Regulando el sistema financiero.	BCU	Mantener la estabilidad del sistema financiero y asegurar la cadena de pagos

Como lo establece el artículo de la ALIDE²⁸, el crecimiento económico que se generó a raíz de estas políticas tanto en la región como a nivel de cada país individualmente considerado, llevó a un importante crecimiento (aunque insuficiente) de los niveles de inversión. De hecho, en general se observa que en períodos de crecimiento económico como el vivido en la región en la década de los '90, la inversión en construcción crece a un ritmo en general mayor al resto de los sectores de la economía. Sin embargo este crecimiento de la construcción no fue suficiente para dinamizar al sector y lograr un desarrollo sostenido del mercado de crédito hipotecario en el Uruguay.

²⁷ El Fin de Cuatro Planes Anti inflacionarios; Ariel Banda; 1993.

²⁸ Nuevos Mecanismos de Financiamiento Habitacional en los Bancos Hipotecarios y de Vivienda; ALIDE 1997.

3.5. Conclusiones

La oferta de crédito hipotecario en nuestro país ha sido insuficiente como para cubrir las necesidades de la población en cuanto a brindarles una solución habitacional. Es por esta razón que el Estado ha tomado un rol protagónico en cuanto a la provisión de financiamiento a través del BHU. Como vimos, este fue el principal originador de créditos hipotecarios a lo largo de la historia ocupando un lugar monopólico en el sector durante la mayor parte del período.

Históricamente el BHU funcionó como una combinación de Banco Comercial y Banco de Fomento con un importante rol de constructor lo cual implica riesgos adicionales a los crediticios propios de la actividad bancaria. La importancia dada al rol de fomento sobre el comercial la observamos en la política de no ejecución de morosos, en los bajos requisitos exigidos para el otorgamiento de créditos y también en el hecho de que tenía ciertas potestades con las que no contaba el sector privado y que generaban un desplazamiento del mismo.

Desde el punto de vista macroeconómico, el país tuvo un historial de inestabilidad el cual se manifestaba en altos niveles de inflación, y gran variabilidad cambiaria que produjeron importantes caídas tanto del PBI como de los salarios reales. Todo esto contribuyó a la ausencia del sector privado como originador de créditos hipotecarios y en cierta manera retrajo la oferta crediticia.

Recién a partir de los '90 el sector privado incursiona en el mercado hipotecario como originador de créditos nominados en dólares y dirigidos al segmento de la población de ingresos altos. Esto es debido a varios factores que se combinaron. En primer lugar, los Bancos tenían liquidez importante debido a la afluencia de capitales principalmente de Argentina, dada la percepción extranjera de ser el Uruguay un polo atractivo para colocaciones de corto plazo²⁹. En segundo lugar, el compromiso de las autoridades de mantener un tipo de cambio dentro de las bandas de flotación, generó cierta estabilidad macroeconómica durante este período en el marco del plan de estabilización para controlar la inflación, lo cual permitía poder otorgar préstamos de mediano y largo plazo. En tercer lugar se le habilitó al sector privado participar en la financiación mediante el sistema de propiedad horizontal³⁰, impulsando de esta forma, la actividad de la construcción y tendiendo a igualar las condiciones de competencia entre sector público y privado.

²⁹. El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay; M. Guenara, S. Hernández, F. Rovira; UDELAR 2004.

³⁰ Esta ley es la N° 16.760 y fue aprobada en 1996.

De todos modos los préstamos hipotecarios otorgados por el sector privado eran en dólares, a plazos no mayores a 12 años y dirigidos a un sector de la población no atendido por el BHU. El ser los créditos en dólares era conveniente para el originador ya que era la única alternativa que permitía cierto resguardo de la inflación y al mismo tiempo evitar el descalce de monedas ya que los préstamos eran en la misma unidad que los depósitos. Este problema se trasladó a los deudores generando elevados niveles de morosidad en la banca privada.

La solución se busco a través de la creación de la Unidad Indexada. Esta tuvo un impacto positivo tanto en la oferta de créditos hipotecarios como en la captación de depósitos al mantener el valor real de los mismos e incentivar al público a realizar depósitos a más largo plazo. Al mismo tiempo esta unidad de cuenta es demandada por inversores en el mercado secundario de valores de largo plazo, como pudo comprobarse en la emisión de títulos de deuda soberana en UI. Sin embargo, otorgar créditos en esta unidad de cuenta genera un riesgo ya que si la inflación se dispara, los deudores no podrán continuar pagando sus préstamos y por lo tanto los originadores se verán enfrentados a un nivel de morosidad alto, generando así un riesgo sistemático, por lo cual es importante mantener controlada la inflación. Si bien esta modalidad soluciona el descalce de monedas para las instituciones que se fondean y al mismo tiempo otorgan préstamos en esta unidad, el problema persiste para el deudor, al evolucionar de manera distinta la inflación que los salarios.

También como vimos en la tesis de Financiamiento a la Vivienda en el Uruguay de M. Guiñara, S Hernández, F. Rovira, el BHU contaba con subsidios a la tasa de interés, beneficiando a la población en su conjunto y no al mercado objetivo del Estado. Esto provocó la retracción en la oferta crediticia del sector privado y generó un costo innecesario para la sociedad en su conjunto, al financiar por medio de subsidios sin identificar debidamente los beneficiarios del mismo. Una de las razones por las que se articula un rediseño del sistema institucional, es justamente para solucionar el problema antes descrito. Con este rediseño se delimitan las funciones del BHU y se le deja al MVOTMA el rol de fomento, a través de la ANV que pasa a ser la encargada de ejecutar las políticas de subsidio exclusivamente a los sectores de bajos ingresos que no pueden acceder a financiación bancaria. De esta manera el Estado puede realizar una programación financiera más ordenada en donde sabe exactamente cuánto es el subsidio que otorgará para la obtención de viviendas a la población y reduce el pasivo contingente que representa en cada ciclo contractivo el BHU.

Con respecto a la percepción del público sobre el BHU, creemos que esta se encuentra deteriorada debido al hecho que el Banco tiene un historial de quiebras debidas a la mala gestión. Con la reforma a la carta orgánica del BHU y la entrada al mercado de este, se intenta mejorar la imagen del Banco con el fin de generar confianza en el mercado. También creemos que de lograr un mejoramiento significativo de la imagen del Banco, le será más fácil poder fondearse en el mercado secundario.

Vemos que a partir del último plan quinquenal se han diseñado una serie de reformas y se esta intentando implementar distintos instrumentos financieros, que potencien la oferta crediticia con el objetivo de abaratar el costo del financiamiento y hacerlo mas accesible. Se quiere desarrollar un seguro hipotecario, que de implementarse disminuiría el desembolso inicial que deben realizar los tomadores del crédito, permitiendo a más personas acceder a un préstamo hipotecario, al requerir menores ahorros. Otro objetivo importante es el desarrollo de nuevos instrumentos de fondeo para las instituciones que permitan resolver los problemas de descalce de plazos que implica el sistema de depósitos y que a la vez permita el financiamiento sin la necesidad de comprometer fondos propios.

A modo de conclusión final vemos que en los dos períodos que participa el sector privado tanto en los '90 como a partir del 2003 se dan ciertas características en común: estabilidad macroeconómica en cuanto a los niveles de inflación y al tipo de cambio, crecimiento del producto y del nivel de ingresos de la población, incremento de depósitos en el sistema financiero y un nicho de mercado no atendido por el BHU. Por lo tanto vemos que estas son las condiciones necesarias para el desarrollo del mercado hipotecario. Sin embargo las mismas no son suficientes ya que se requiere de otros instrumentos financieros que permitan un mejor manejo de los riesgos de plazos y monedas y un desarrollo del mercado secundario que signifique una alternativa de fondeo para los préstamos hipotecarios de largo plazo.

4. El Caso de Estados Unidos

4.1. Breve Reseña Histórica

En los EEUU se fueron dando a lo largo del siglo XX y XXI, cambios regulatorios, desarrollo de instrumentos financieros y reformas impositivas, que permitieron que ese país sea el líder mundial en el desarrollo de nuevos instrumentos de crédito hipotecario. Sin embargo en la actualidad se encuentra sumido en una crisis en ese sector. En el caso de estudio de este país hablaremos del desarrollo de algunos de los instrumentos financieros que consideramos clave, de las políticas impositivas, del marco regulatorio y del diseño institucional del sistema.

Uno de los cambios más importantes en la década de los '80, en el financiamiento hipotecario de los Estados Unidos, se debió principalmente a la desregulación y a la eliminación de los topes a las tasas de interés, lo que produjo un aumento en las opciones de financiamiento y por lo tanto un aumento en la oferta de créditos para la compra de viviendas. Esta desregulación incrementó la competencia entre los bancos comerciales y otras instituciones financieras, provocando una consecuente caída de las tasas de interés.

También en este período se introdujo en el mercado la tasa de interés ajustable para los créditos hipotecarios (ARMs), lo cual permitió facilitar el acceso al crédito a los deudores, debido a que, como dijimos en el capítulo 1, reduce la tasa de interés inicial que afronta el prestatario.

Las ARMs surgieron para solucionar un problema que generaban los préstamos hipotecarios a los Bancos: el riesgo de tasas de interés. Los Bancos obtienen fondos a través de depósitos a plazo fijo que son a corto plazo, de uno, dos o tres años, mientras que los préstamos hipotecarios son a largo plazo de 20 a 25 años. Al prestar a largo plazo a una tasa de interés fija asumían el riesgo de que las tasas de mercado subieran. Si esto sucedía, el Banco tenía que pagar una tasa de interés mayor para atraer nuevos depositantes, mientras que la tasa a la que otorgó el préstamo hipotecario se encontraba fija, por lo tanto se reduce la ganancia que obtenían los Bancos.

Este tipo de instrumento dinamizó la oferta del crédito hipotecario, al pasarle una parte del riesgo del préstamo a largo plazo, al demandante. También a través de este tipo de tasas de interés el deudor se asegura de estar pagando siempre la tasa de interés de mercado.

Es por estas razones que tuvieron éxito los ARMs y fue uno de los instrumentos que sirvió para desarrollar el crédito hipotecario en EEUU.

Otro tema de vital importancia es que el Estado en 1937, desarrolla el seguro hipotecario a través de la creación de una agencia estatal, The Federal Housing Administration (FHA) que asegura préstamos hipotecarios con el fin de minimizar el riesgo para los Bancos y reducir el desembolso inicial que tienen que realizar los tomadores de préstamos para acceder a dicho crédito.

Por este medio se reduce el riesgo para los Bancos de otorgar préstamos con ratios deuda/valor de la hipoteca muy altos (LTV Ratio), permitiéndoles financiar un mayor porcentaje de los préstamos a personas con bajos ingresos.

En términos de logros, la FHA desde sus inicios en 1934 hasta la actualidad logró asegurar a más de 34 millones de préstamos hipotecarios con destino a la vivienda en los Estados Unidos. Si bien previo al desarrollo del seguro de crédito hipotecario, los Bancos otorgaban únicamente préstamos por hasta un 50% del valor del inmueble, por lo que solamente 4 de cada 10 estadounidenses eran propietarios, gracias a este instrumento dicho porcentaje logró elevarse considerablemente y más personas a su vez lograron acceder a un préstamo hipotecario. En conclusión esta agencia a través de los seguros sobre préstamos hipotecarios contribuyó a desarrollar en forma importante el mercado hipotecario de ese país.

Un instrumento financiero que jugó un rol fundamental en el desarrollo del crédito hipotecario en los Estados Unidos fue la securitización. Con esta se han creado cambios fundamentales en el rol que juegan las instituciones financieras al momento de financiar los negocios inmobiliarios. Los inicios de lo que más adelante llevaría a la securitización datan de 1938, cuando se crea Fannie Mae, que era una corporación del Gobierno que tenía como objetivo el crear un mercado secundario de hipotecas en este país. La función de Fannie Mae era comprar las hipotecas a los originadores, brindándoles liquidez a esas instituciones. Al comprar las hipotecas pasaba a asumir los riesgos emergentes de una hipoteca. De todos modos esta institución estaba en mejor situación que cualquier Banco, al poder pedir prestado a largo plazo de forma de no tener el riesgo de descalce de plazos de los Bancos. Esto es debido a que Fannie Mae era del gobierno y por lo tanto podía fondearse a largo plazo a través de la emisión de bonos del tesoro, y de esta manera machear el plazo de su activo, con el de su pasivo.

Fannie Mae compraba hipotecas que cumplían con determinados estándares, lo que más adelante fue sinónimo de hipotecas Prime. En 1968 se reorganiza el mercado de hipotecas esponsorado por el Gobierno y se crea Ginnie Mae y se privatiza Fannie Mae. A pesar de la privatización de Fannie Mae, esta cuenta con el apoyo del gobierno debido al importante rol que cumplen en el mercado de hipoteca, por lo que tanto Fannie Mae como Ginnie Mae, se nuclean dentro de lo que se conoce como empresas esponsoradas por el estado (Government Sponsored Enterprise o GSEs) y tienen un tratamiento diferencial respecto de la Banca Comercial.

En 1970 Ginnie Mae crea la securitización respaldada con hipotecas. Esto sirvió a los efectos del mercado hipotecario para darle mayor liquidez a los originadores y permitir que más gente pueda acceder al crédito a través de tasas de interés más bajas. En 1970 el Estado crea Freddie Mac que securitizaba préstamos hipotecarios y era competencia directa de Fannie Mae, que para ese entonces era privada¹. Estas corporaciones garantizaban los préstamos, con lo que el riesgo crediticio seguía siendo absorbido por ellas. La securitización de los préstamos hipotecarios que comenzó en la década del 70, aceleró la desintermediación de las instituciones de ahorro y préstamo.

Se pueden identificar en el caso de Estados Unidos, tres condiciones que permitieron el desarrollo y el crecimiento del mercado de Mortgage Backed Securities (MBS). Cambios en las leyes sobre securitización y en el poder legal de las inversiones de las instituciones, cambios en la tecnología informática y un mayor entendimiento por parte de los inversores acerca de la securitización².

Desde el punto de vista de las leyes se permitió, aunque con ciertas restricciones, que los fondos de pensión pudieran invertir en la compra de MBS.

Los avances en la tecnología y la inversión en capacitación, sirvieron para desarrollar programas y herramientas técnicas que permitieron el manejo más rápido y eficiente del portafolio de inversiones, lo que repercutió en un incremento muy importante de los negocios financieros.

¹ Subprime: tentacles of a crisis; Randall Dodd; A quarterly magazine of the IMF; December 2007.

² The Role of Pension Funds and Other Investors in Securitized Debt Markets; Laurance D. Fink.; 2000.

El tercer elemento en el proceso de desarrollo fue la educación y el conocimiento brindado a los inversores acerca las características de los MBS, lo que permitió mejorar decisiones relativas al monto a invertir, los plazos y la exposición a distintos niveles de riesgo. La transparencia de la información hacia los inversores es un elemento clave, ya que cuanto más claro sea el conocimiento que tienen los compradores sobre un producto como lo es la securtización, menor será la incertidumbre y por lo tanto mayor será el precio al que se pueda vender. Uno de los principales responsables e interesados en brindar información sobre los productos a lo largo de la vida útil de los activos son las agencias securitizadoras.

Previo al desarrollo de la securitización en los Estados Unidos, los préstamos hipotecarios se financiaban con depósitos los cuales mayormente son de mediano y corto plazo. Gracias al desarrollo del mercado secundario, no solo los bancos comerciales incrementaron sus préstamos hipotecarios sino que otras instituciones como compañías de seguros, fondos de pensión, organizaciones de ahorro mutuo e incluso capitales extranjeros se han convertido en fuertes inversores en MBS.

La gran ventaja de la securitización es que reduce fuertemente los costos de intermediación financiera. Por esta razón a lo largo del tiempo el número y el tipo de activos securitizados han tenido un fuerte crecimiento. *“En el año 1993 el 60% de los préstamos hipotecarios habían sido securitizados por instituciones como Freddie Mac, Fannie Mae y Ginnie Mae”*³. El éxito de la securitización se debe a que por medio de esta se le brinda a cualquier tomador de un préstamo hipotecario en Estados Unidos la tasa de interés más competitiva posible. Esto se debe a que la securitización como instrumento le permite a un prestatario acceder al mercado internacional de capitales.

Otro elemento a destacar de la securitización es que permite al inversor, diversificar el riesgo crediticio debido a que a través de este instrumento es mucho más fácil acceder a carteras hipotecarias de todo el país en lugar de concentrarse en una región o una ciudad.

Tanto Freddie Mac como Fannie Mae han realizado grandes esfuerzos para atender a las necesidades de la demanda, diseñando MBS que tengan un flujo de fondo apropiado para determinados inversores institucionales como son los Fondos de Pensión y las empresas aseguradoras.

³ A Primer on Securitization; Kendall Leon T and Michael J. Fishman, Eds; Cambridge, Mass MIT Press 2000.

Este mercado de securitización impulsado por las GSE, fue muy exitoso, por lo que atrajo a grandes firmas de Wall Street a comenzar a emitir MBS.

En el 2003, la emisión de MBS con respaldo del gobierno representaba el 76% del total de las emisiones, por lo que la emisión de firmas privadas representaba únicamente el 24%. Para el 2006, el porcentaje emitido por las firmas esponsoradas por el Estado paso a ser de un 43% y el de las firmas privadas un 57%⁴. Aquí se puede observar un boom en la participación de la emisión de MBS respaldadas con hipotecas por parte de firmas privadas.

Este cambio en la participación privada, se dio en buena parte debido a que las firmas privadas participaban en la compra y emisión de MBS que no eran prime, como en el caso de las emisiones hechas por Freddie Mac y Ginnie Mae, sino que eran securitizaciones en base a prestamos hipotecarios Subprime y Alt A que son de mayor riesgo, por lo que dicho tipo de securitizaciones estaban dirigidas a otro tipo de inversores menos adversos al riesgo, quienes buscaban una mayor rentabilidad.

A continuación en el cuadro vemos como fue aumentando entre el 2003 y 2006 el porcentaje de emisiones de securities Alt A y Subprime con respecto a las emisiones prime.

Emisión de Securities Respaldados Con Hipotecas en EE.UU. Entre 2003 Y 2006				
TIPO DE HIPOTECA	2003		2006	
	BILLONES DE U\$S	PORCENTAJE	BILLONES DE U\$S	PORCENTAJE
PRIME	57,6	52	67,2	26
ALT A	37,4	34	114,3	44
SUBPRIME	15,8	14	76,5	30
TOTAL	110,8	100	258	100

Fuente: Inside Mortgage Finance.

Es en esta etapa en donde se comienza a gestar la crisis económica en la que se encuentra actualmente inmerso Estados Unidos. La participación privada en la emisión de MBS comenzó a aumentar significativamente a partir del 2003, con emisiones sobre hipotecas

⁴ Subprime: tentacles of a crisis; Randall Dodd; A quarterly magazine of the IMF; December 2007

Subprime y Alt A que las GSE no realizaban. Si consideramos que las emisiones privadas eran más riesgosas que las realizadas por las GSE, el riesgo del sistema aumentó a medida que aumentaba la participación relativa de los privados como agentes emisores.

Si bien había inversores que buscaban altos rendimientos, por lo que estaban dispuestos a aceptar mayores riesgos, su demanda era mucho menor que el monto de MBS Subprime que se vendieron tanto en el mercado local como en el resto del mundo. La explicación de cómo sucedió esto será expuesta al referirnos a la crisis actual que atraviesa Estados Unidos e identificaremos a través de un informe del departamento del Tesoro, los problemas regulatorios que permitieron que la actual crisis se desarrollara.

4.2. Marco Regulatorio

El marco regulatorio financiero americano tiene como principal agente a la Reserva Federal, el cual es independiente del resto de las instituciones. A su vez, la Reserva Federal esta compuesta por 12 Bancos regionales, cada uno de los cuales actual como Banco Central para su región⁵. En lo que respecta al marco regulatorio establece los requisitos de reserva que deben tener las instituciones depositarias, junto con la regulación de los Bancos Estatales y las actividades en los Estados Unidos de los Bancos extranjeros.

Refiriéndonos específicamente a la regulación a la que están sujetas las instituciones depositarias, estas deben obtener una licencia llamada Charter. Este tipo de licencias se pueden obtener para operar a nivel Federal o Estatal y a su vez para distintos tipos de rubros, pudiendo obtener licencia para operar como un simple Banco Comercial, o una institución de ahorro, o de crédito y por último de préstamos para la industria. De acuerdo a que tipo de licencia solicite la institución depositaria, es el tipo de regulación al que estará sujeta y el organismo regulador que la controle.

The Office of the Comptroller of the Currency (OCC) es el organismo estatal encargado de la regulación y supervisión de las actividades de los Bancos Comerciales nacionales. Establecen reglas y procedimientos que pueden seguir los Bancos Comerciales respecto de sus

⁵ The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure, Marzo 2008.

actividades, así como también un análisis de los procedimientos internos de los bancos y de la conformación de sus portafolios de inversión.

También existe regulación para el mercado de MBS. En este mercado en cada Estado existe una agencia reguladora que funciona como una comisión estatal independiente. Las leyes de MBS exigen que previo a la emisión, los mismos se deban registrar y además deben ser supervisadas y registradas las firmas securitizadoras y sus profesionales. A su vez los profesionales que operan en el mercado de MBS, ya sea en la intermediación o en el asesoramiento o que estén a cargo de firmas securitizadoras deben obtener una licencia para realizar dicha tarea en los distintos Estados. Los organismos que regulan el mercado de MBS son la SEC y la Exchange Act⁶.

Otro mercado que se encuentra regulado en los EEUU es el de los seguros. Al igual que en el caso de los MBS existe regulación de carácter estatal sobre las Compañías Aseguradoras. Si bien se pretende una regulación de carácter nacional esta aún no se ha alcanzado, la Agencia Federal que intenta unificar criterios a nivel regulatorio es The National Association of Insurance (NAIC). En lo referente al marco regulatorio del crédito hipotecario en particular podemos decir que hasta julio del 2008 existían dos agencias y una comisión de la House and Urban Development (HUD) las cuales estaban encargadas de supervisar y regular a las GSEs. Actualmente estas dos agencias y la mencionada comisión de la HUD forman parte de una nueva agencia en donde se centralizó la supervisión de las GSEs, esta última agencia es la Federal Housing Finance Agency (FHFA).

En Julio de 2009 entrará en vigencia la regulación expedida por la FHFA, mientras tanto se mantiene la regulación expedida por las dos agencias anteriores que forman parte de la FHFA. Estas dos agencias son la Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) y la Federal Housing Finance Board (FHFB).

La FHFB regula y supervisa los doce Federal Home Loans Banks (FHL Banks) de los cuales hablaremos mas adelante, y sus obligaciones son las de supervisar que los mismos operen de una manera segura. Esta debe enmarcar las reglas y condiciones mediante las cuales los doce Bancos pueden prestarles fondos a sus miembros, asegurarse que los mismos estén adecuadamente capitalizados y que presten de acuerdo al interés público. Para realizar

⁶ The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure, Marzo 2008.

correcciones en la operativa de los Bancos del sistema, esta agencia tiene la potestad de realizar acciones que pueden implicar desde órdenes para desistir en cierta operativa hasta el pagar multas.

La OFHEO se encarga de regular y supervisar a Fannie Mae y Freddie Mac, siendo sus funciones principales el de asegurar que ambas posean un adecuado nivel de capital y que sus operaciones financieras sean seguras. Para asegurarse que estas dos compañías posean un adecuado nivel de capital la OFHEO estableció una metodología para computar el riesgo del capital que poseen las mismas, siendo responsabilidad del directorio de cada empresa el mantener o superar los niveles mínimos exigidos. El nivel de capital exigido en función de los riesgos en que incurre cada empresa se computa sumando y ponderando el riesgo crediticio, el riesgo de tasa de interés, el riesgo de administración y el riesgo operativo.

4.3. Agentes Participantes

Además del Estado que como vimos y detallaremos mas adelante, tiene una fuerte presencia en el mercado hipotecario a través de sus distintos organismos, participan otros agentes cumpliendo la función de originadores de préstamos hipotecarios, que puede ser un Banco comercial o un Banco Hipotecario. Los Bancos Comerciales obtienen fondos a través de la captación de depósitos, así como de la venta de estos préstamos hipotecarios, con destino a ser securitizados. Los Bancos Hipotecarios son instituciones financieras especializadas en el otorgamiento de este tipo de préstamo, y obtienen sus fondos a través de la venta de los mismos. Ambos originadores se encargan en el proceso de securitización, de recolectar los pagos de los deudores y entregárselos a quien emite dichos MBS y por este servicio cobran honorarios.

Otro participante son las empresas aseguradoras que otorgan seguros hipotecarios. Como ya mencionamos existe una empresa aseguradora estatal de préstamos hipotecarios que es la FHA y luego encontramos las empresas aseguradoras privadas.

El seguro hipotecario a través de la FHA asegura préstamos que cumplan determinados requisitos, permitiendo un desembolso inicial menor, mayor flexibilidad en cuanto a los ingresos que deben tener los tomadores del préstamo y un mayor plazo de amortización. El costo del seguro ya esta incluido en la cuota que tienen que pagar los deudores por el préstamo hipotecario, es decir se paga una cuota mayor a la que se pagaría de

no existir seguro y una vez que la deuda disminuye al 78% del valor de la propiedad, disminuye el costo del seguro y por lo tanto disminuye la cuota a pagar⁷.

Generalmente se utiliza el seguro hipotecario cuando el préstamo en relación al valor del bien hipotecado es superior al 80%⁸. Si el deudor dejara de pagar la hipoteca y el valor de mercado del bien inmueble hipotecado disminuye, el Banco puede ejecutar la hipoteca, pero además al tener el seguro hipotecario por un determinado monto de dinero a su favor, puede reclamarlo y de esa manera cubrir la caída del valor del bien hipotecado. Así recupera el dinero prestado y evita pérdidas de capital debido a caídas en el valor de la garantía.

Uno de los requisitos básicos solicitados por la FHA para asegurar un préstamo hipotecario es que la hipoteca sea tradicional en el sentido de que el deudor pague intereses y amortizaciones en períodos iguales y consecutivos durante un plazo acordado⁹.

Lo interesante de esta agencia estatal es que se autofinancia, sin implicar costos para la sociedad. El costo del seguro lo paga el deudor, como ya mencionamos a través de la cuota que tiene que pagar al Banco y la parte extra de la cuota que va para la FHA, se deposita en una cuenta utilizada por la agencia para poder pagar los costos administrativos.

Las empresas aseguradoras privadas también otorgan seguros hipotecarios, con una operativa similar a la de la FHA. También participan en el mercado hipotecario a través del proceso de mejoramiento de la calidad de los MBS otorgando una garantía extra sobre el flujo de fondos, brindándoles por este medio una mayor seguridad a los inversores en relación a sus derechos y por lo tanto mayor garantía de cobro del flujo de fondos en el plazo acordado¹⁰.

Cuando comienza a desarrollarse el mercado secundario de hipotecas, las aseguradoras dejaron de confiar en el análisis crediticio de los originadores, debido a que

⁷ <http://www.hud.gov/offices/hsg/fhahistory.cfm>

⁸ Mortgage and Mortgage back securities markets; Frank J. Fabozzi and Franco Modigliani; Harvard Business School Press; enero 1992.

⁹ Mortgage and Mortgage back securities markets; Frank J. Fabozzi and Franco Modigliani; Harvard Business School Press; enero 1992.

¹⁰ A Primer on Securitization; Kendall Leon T and Michael J. Fishman, eds; Cambridge, Mass MIT Press 2000.

estos otorgaban préstamos con el fin de venderlos en el mercado secundario y por lo tanto bajaron el estándar exigido para prestar e incluso no brindan toda la información necesaria a los inversores y aseguradoras. Por esta razón, el análisis crediticio de los originadores de préstamos hipotecarios dejó de ser fiable y para solucionarlo las aseguradoras pasaron a realizar por sí mismas, el análisis crediticio.

En el proceso de securitización como vimos, existe una cadena de agentes participantes. Los primeros son los originadores, quienes fueron mencionados previamente. En segundo lugar se encuentran los Conductos Hipotecarios y aquí se distinguen dos tipos: Los privados y los públicos.

Los públicos son las GSEs, como Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac. En el caso de Ginnie Mae, esta permite que personas de bajos ingresos puedan acceder a un préstamo, fondeando a los originadores de préstamos hipotecarios por medio de los mercados de capitales a nivel global. La función de Ginnie Mae es garantizar a los inversores el pago a través del tiempo del principal y los intereses de los MBS respaldados con préstamos asegurados principalmente por la FHA o garantizados por el Departamento de Veteranos (Department of Veterans Affairs, VA).

Los MBS de Ginnie Mae son los únicos que cuentan con la garantía del gobierno. Son creados en base a préstamos hipotecarios que cumplen los requisitos establecidos por ellos como el de un seguro o garantía de la FHA, posteriormente son agrupados en paquetes por los emisores autorizados por Ginnie Mae y finalmente son securitizados por los mismos. Al garantizar únicamente MBS que tienen como colateral préstamos destinados a personas de bajos ingresos, Ginnie Mae tiene una clara función de fomento del crédito a los sectores con recursos escasos.

En lo referente tanto a Fannie Mae como a Freddie Mac, estas se encargan de proveer de liquidez a los originadores de hipotecas de dos formas: Por un lado compran paquetes de préstamos hipotecarios a los originadores. Para financiar dicha compra emiten MBS y los venden a través de agentes especializados. La otra manera de proveer de liquidez a los originadores, es actuando como emisores de los MBS a cambio de la provisión de un paquete de préstamos hipotecarios. Al ser emisores de los MBS, son garante de dicha emisión, es decir garantizan el pago del principal e intereses de los mismos. El ser emisor y garante de un paquete de préstamos hipotecarios de un originador, beneficia al mismo, al poder vender rápidamente dichos MBS y obtener un mejor precio.

Cabe destacar que Fannie Mae, tanto para comprar préstamos hipotecarios y luego emitirlos, como para dar únicamente el servicio de emitir, establece ciertos requisitos que deben cumplir los préstamos hipotecarios que se usan como colateral. De esta manera establece un estándar de calidad de los MBS emitidos por ellos.

Los conductos hipotecarios privados (bancos de segundo piso) están afiliados a grandes Bancos, ya sea comerciales o hipotecarios. Lo que hacen es comprar préstamos hipotecarios a los originadores, crear un fideicomiso financiero que agrupe un conjunto de préstamos hipotecarios para luego emitir MBS, que generalmente son vendidos a Bancos de Inversión. A su vez, los conductos hipotecarios privados se dedican principalmente a la compra de préstamos hipotecarios que no adquieren las agencias estatales, por lo que adquieren préstamos hipotecarios de menor calidad y que otorgan una mayor rentabilidad¹¹.

Previo a emitir los MBS, aparece otro agente que son las calificadoras de riesgo, que se ocupan de evaluar el riesgo que absorben dichos títulos. En esta cadena aparecen los Bancos de Inversión, quienes se encargan de comercializar los MBS en el mercado secundario dado que ya tienen cartera de clientes y tratan con los inversores institucionales, por lo tanto saben cuales son las necesidades de dichos inversores y aconsejan a los grandes Bancos emisores en cuanto a que buscan los inversores.

En este mismo proceso aparecen las empresas Aseguradoras que pueden participar asegurando dicho MBS de forma de mejorar la calificación.

Por último en este proceso aparecen los inversores que son quienes compran estos activos y su capital es el que los originadores utilizan para fondearse. Dentro de los inversores encontramos a agentes institucionales como ser fondos de pensión y aseguradoras, inversores minoristas, los Fondos de Inversión y por último los Hedge Funds, que son Fondos de Inversión que buscan altas rentabilidades y están dispuestos a asumir altos riesgos.

También existe otra GSE, además de las tres ya mencionadas previamente. Esta es la Federal Home Loans Banks (FHLBanks), la cual provee de fondos a sus miembros por medio de una red de 12 Bancos situados en diferentes regiones de Estados Unidos. Es capitalizada a través de sus 8100 miembros y su rol es brindar liquidez a sus miembros a través de estos 12

¹¹ The Workings of Private Mortgage Bankers and Securitization Conduits; Mark L.Korell.

Bancos. Los miembros son instituciones financieras originadoras de préstamos a personas de bajos y moderados ingresos para adquirir una vivienda y para cubrir necesidades económicas.

La mencionada red de 12 Bancos provee de fondos a los miembros por medio de lo que se denomina adelantos y a través de programas de hipotecas. El sistema denominado de adelantos consiste en préstamos a bajo costo que otorgan los 12 Bancos a sus miembros, asegurándoles los fondos necesarios para poder otorgar préstamos hipotecarios. Los Federal Home Loans Banks obtienen los fondos para el sistema de adelantos, emitiendo títulos de deuda en el mercado secundario, que al ser deuda con alta calificación, puede ser vendida a los agentes institucionales.

Agentes Participantes	Función o Rol que Cumplen
Bancos Comerciales y Bancos Hipotecarios	Ofrecer créditos hipotecarios para la compra de viviendas.
Bancos de Segundo Piso	Comprar los créditos hipotecarios a los originadores para mantenerlos como inversión o para securitizarlos
Empresas Esponsoradas por el Estado (GSE)	Diseñar la estructura de los Securities a emitir; Brindar información a los inversores sobre los distintos productos; Asegurar la emisión destinada a sectores de bajos ingresos.
Aseguradoras	Otorgar seguro de vida e incendio al deudor hipotecario y asegurar parcialmente el préstamo hipotecario al originador; Brindar seguro en el mercado secundario de hipotecas
Administración Hipotecaria Federal (FHA)	Otorgar seguros hipotecarios al deudor
Calificadoras de Riesgo	Evaluar la calidad crediticia de los Originadores y de los Conductos Hipotecarios; Calificar los activos a securitizar.
Bancos de Inversión	Comprar los securities para luego vendérselo a los inversores a través del mercado secundario
Inversores Institucionales o Particulares	Invertir en securities de acuerdo a su exposición al riesgo e inyectar liquidez al sistema

El otro sistema a través del cual los FHL Banks proveen de liquidez a sus miembros es el de programas de hipotecas, el cual consiste en que dichos miembros puedan vender los préstamos hipotecarios a los FHLBank, haciéndose así de liquidez. Luego los Bancos del FHL Bank pueden securitizar y vender esos préstamos en el mercado secundario. Es de gran

utilidad este sistema, especialmente para los originadores pequeños, que debido a su escala, no pueden acceder a fondearse en el mercado secundario y de esta manera se benefician de los menores costos de obtener fondos en el mercado de capitales. También es beneficioso para los miembros en general, ya que no tienen que asegurar los préstamos, ya que al venderlo a esta agencia, la cual cuenta con el respaldo del gobierno, cuentan con la buena calificación de los títulos emitidos. Cabe destacar que los préstamos hipotecarios vendidos por los miembros, siguen siendo servidos por ellos, y asimismo mantienen el riesgo crediticio, mientras que el riesgo de tasa de interés y de prepago es asumido por los FHL Bank.

4.4. El Rol del Estado

En Estados Unidos el Estado es el principal participante en el mercado hipotecario, ya que es el regulador y también es el que se encarga de desarrollar la mayoría de instrumentos y políticas que permiten un mayor desarrollo del mismo.

Un agente importante a través del cual cumple su rol el Estado es el Housing and Urban Development (HUD). Se encarga de planificar las políticas con destino a la vivienda y es el encargado de realizar los planes estratégicos de vivienda para períodos de seis años, y también desarrolla programas de asistencia para las personas sin hogar, programas para que los grupos poblacionales de bajos recursos puedan acceder a una vivienda y a través de la FHA otorga seguros hipotecarios.

LA HUD se encarga de vender inmuebles que hayan sido ejecutados por la FHA debido al no pago del préstamo hipotecario. Hasta el 30 de julio del 2008, también se encargaba de regular a Freddie Mac y Fannie Mae¹².

Otro elemento a considerar en el desarrollo del crédito hipotecario en los Estados Unidos fue la política impositiva en donde se llevó a cabo una serie de exoneraciones con el fin de estimular el desarrollo del mercado de bienes raíces y crédito hipotecario. Por ejemplo, se puede deducir del pago del impuesto a la renta, los intereses pagados por el préstamo hipotecario y los impuestos a pagar sobre la propiedad adquirida¹³. Esto estimula a la inversión

¹² <http://www.hud.gov/>

¹³ Journal of Housing Research –Volume 3, Issue 1; Douglas B.Diamond, Jr., and Michael J. Lea; Office of Housing Policy Research, Fannie Mae; 1992.

en bienes raíces, a través de la adquisición de un préstamo hipotecario al poder deducir del préstamo los intereses.

Existe también una exoneración impositiva sobre las ganancias de capital que puedan surgir de la venta de una casa, si la casa vendida es en la que vive el propietario y si en los próximos dos años este propietario compra otra vivienda con ese dinero¹⁴. Esto también lleva a que las personas puedan ir mejorando su nivel de vida, sin verse enfrentados a costos altos al mudarse a una nueva vivienda.

Otro tipo de estímulo impositivo es la exoneración de impuestos sobre la ganancia de capital de la venta de una vivienda, a personas mayores de 55 años, por ganancias no mayores a 125.000 dólares. Esta exoneración beneficia a la persona que esta próxima a jubilarse, de forma de que pueda contar con dinero extra para su vejez en caso de obtener una ganancia de capital de la venta de su casa.

Como vimos anteriormente, fue también el Estado el encargado de desarrollar las securitizaciones de préstamos hipotecarios a través de la creación a lo largo de los años de agencias estatales como ser Fannie Mae, Ginnie Mae y Freddie Mac. En la actualidad todas estas corporaciones cuentan con el respaldo y garantía del gobierno norteamericano.

Dicho desarrollo en el mercado hipotecario fue acompañado por reformas en la legislación, como la desregulación por la cual se les permitía a los fondos de pensión y a las empresas aseguradoras invertir en MBS.

El Estado también participa en el mercado hipotecario a través del Departamento de Tesoro de los EEUU que actualmente, debido a la crisis financiera, esta proponiendo nuevas regulaciones en el sector hipotecario y financiero.

Por último el Estado juega un rol fundamental a través de la Reserva Federal, determinando tasas de interés y actualmente inyectando dinero para rescatar instituciones financieras.

¹⁴ Journal of Housing Research –Volume 3, Issue 1; Douglas B.Diamond, Jr., **and Michael J. Lea**; Office of Housing Policy Research, Fannie Mae; 1992.

Por lo tanto vemos que el Estado norteamericano tiene un rol activo y dinámico en el mercado hipotecario, tanto a través del desarrollo de instrumentos financieros como de agente regulador y de generador de políticas de estímulo destinadas a desarrollar el mercado.

En el siguiente cuadro se exponen las características principales del rol del Estado en el mercado hipotecario.

Rol del Estado		
¿Cómo Participa?	¿A través de quien?	¿Con que objetivo?
Desarrollando Instrumentos de crédito hipotecario	FED; Departamento de Tesoro	Reducir los costos de financiamiento y darle mayor dinamismo al sistema.
Creando instituciones de propósito específico.	Empresas Esponsoradas por el Estado (GSE)	Desarrollar el mercado secundario de hipotecas; Mejorar el acceso a la vivienda de los sectores de bajos ingresos.
Desarrollando, revisando, actualizando el Marco Regulatorio y Supervisando a las Instituciones.	Distintas instituciones regulatorias locales y federales	Asegurar la estabilidad y el funcionamiento de las instituciones y del sistema.
Otorgando beneficios fiscales y exoneraciones impositivas.	Departamento de Tesoro	Reducir los costos de financiamiento y abaratar el acceso al crédito para la compra de vivienda.

4.5. Crisis actual en los EEUU

Actualmente Estados Unidos se encuentra en una crisis económica originada en el sector de créditos hipotecarios de baja calidad, llamados Subprime. Debido al sistema de securitización, una buena parte de los originadores de créditos hipotecarios, otorgaban préstamos hipotecarios con el fin de ser vendidos en el mercado secundario y eso llevó a bajar los requisitos para la concesión de créditos a la vivienda, ya que el originador del préstamo no tenía intenciones de mantener ese préstamo en su portafolio y por lo tanto el riesgo no era asumido por este, sino que por los inversores a través del mercado secundario. Este es un claro ejemplo de los problemas de Riesgo Moral existentes en el mercado financiero.

Este tipo de préstamos más riesgoso que luego se securitizaban, es lo que se llamó Subprime. Existen MBS de préstamos hipotecarios denominados Prime, Subprime y Alt A. Los Prime son lo que tienen grado de inversión. Pueden ser adquiridos por inversores institucionales y otros inversores que sean más adversos al riesgo, que se encuentran regulados por la FED y no se les permite invertir en activos por debajo del grado de inversión. Los Subprime eran adquiridos por quienes buscaban una mayor rentabilidad asumiendo un mayor riesgo. El problema se desencadenó cuando el paquete de préstamos hipotecarios Subprime se dividió en franjas. Por ejemplo, un paquete de préstamos hipotecarios Subprime por 100 millones de dólares se lo divide en tres franjas: uno por 20 millones de dólares que se le llama Senior, otro por 50, que es el Mezanine y un último por 30 que es el Equity. Luego se venden esos subpaquetes y se securitiza en base a estos. La particularidad que tiene este método, es que si de esos 100 millones de préstamos hipotecarios Subprime, empieza a haber morosos, los primeros que absorben el default, son los inversores que adquirieron MBS emitidos por 30 millones de dólares, es decir los de la franja llamada Equity. Si el aumento en la morosidad continua en ese paquete de 100 millones y se pasa a una morosidad mayor a los 30 millones de dólares, ya no sólo no cobran los inversores que compraron MBS en la franja Equity, sino que ahora tampoco cobran los de la franja del medio, es decir en la Mezanine, y por último si la morosidad sobrepasara los 80 millones de dólares, dejan de cobrar los inversores que compraron MBS en la franja Senior.

Por esta razón, cada franja esta atada a un tipo de riesgo, siendo la Equity la más riesgosa al ser a la primera a la que se le deja de pagar, la Mezanine, la segunda y la menos riesgosa dentro de este paquete Subprime es la Senior. Así es como los inversores con MBS Equity reciben mayores rentabilidades, y los Senior, tasas de rentabilidad menor. Cada uno de estos MBS, que surgen de hipotecas Subprime fragmentadas, pueden ser vendidas por separado¹⁵.

De esta forma, los inversores institucionales pasaron a comprar hipotecas Subprime Senior, mientras que los Hedge Funds y otros inversores que buscaban altas tasa de rentabilidad empezaron a comprar Subprime, de la franja Equity, o sea la más riesgosa.

Este tipo de inversores, los Hedge Funds, no son regulados y son los que pasaron a ser importantes compradores de Subprime, por lo que los Bancos, al ver que los préstamos

¹⁵ Subprime: tentacles of a crisis; Randall Dodd; A quarterly magazine of the IMF; December 2007.

hipotecarios de baja calidad los podían vender en el mercado secundario a los Hedge Funds y ganar dinero por esto, comenzaron a otorgar en proporciones importantes este tipo de préstamos riesgosos.

Al subir las tasas de interés de corto plazo y caer el valor de las propiedades, las hipotecas Suprime, sobre todo las que tenían tasa de interés ajustada son las que pasan a ser morosas, por lo que los inversores que habían comprado MBS de préstamos Subprime Equity dejaron de cobrar y sus activos pasaron a ser ilíquidos, es decir no podían ser vendidos.

A su vez los Bancos que habían generado préstamos hipotecarios Subprime, no podían seguir vendiéndolos, por lo que se vieron enfrentados a una cartera de préstamos hipotecarios Subprime y con restricciones de liquidez al no poder fondearse en el mercado secundario.

En esta situación, los originadores de préstamos hipotecarios dejaron de prestar al menos a personas con alto riesgo e incluso algunos dieron bancarrota. Al saberse que los activos subyacentes de los MBS comerciales, eran los Senior de los Subprime, los inversores dejaron de comprar estos también. Por efecto contagio, los inversores adversos al riesgo que antes compraban MBS con grado de inversión, al no saber si esos MBS eran de buena o mala calidad (Prime o Subprime), dejaron de comprar MBS en el mercado OTC¹⁶ y esto llevó a una restricción de liquidez para los Bancos al no poder fondearse y por lo tanto restricción del crédito con destino a la vivienda.

A su vez los emisores de dichos MBS tenían que cumplir con sus obligaciones y algunos no podían hacerle frente a este tipo de deudas, por lo que la FED tuvo que salir a rescatar a varias instituciones.

Los Hedge Funds jugaron un rol fundamental en la venta de este tipo de MBS en el exterior, por lo que la crisis que comenzó siendo únicamente en Estados Unidos se trasladó a otros países donde había Bancos que adquirieron este tipo de activos en proporciones importantes.

¹⁶ Over the counter: es un contrato bilateral en el cual las dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento. Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados formales.

Identificando donde se dieron las fallas de mercado que llevaron a esta crisis actual se distinguen cuatro aspectos importantes ¹⁷ :

- Los tramos de los MBS con deuda Suprime fue donde se inicio la crisis y los principales compradores de estos eran los Hedge Funds. El problema se dió en el excesivo riesgo al que estaban expuestos los Hedge Funds al tratar de obtener rentabilidades importantes. Estos se podían exponer a un riesgo muy alto al no estar regulados por la FED y no tener requerimientos de capital. O sea que un primer problema fue la falta de regulación sobre ese tipo de instituciones.

- Un segundo problema está en las instituciones financieras que no estaban reguladas ni capitalizadas y que compraban este tipo de activos en el mercado OTC. Una vez que el mercado de MBS empezó a presentar problemas debido a la morosidad, este tipo de instituciones dejó de comprar estos activos con deuda suprime y el mercado OTC dejó de funcionar.

- También contribuyeron a la actual crisis los originadores de préstamos hipotecarios Subprime, que tenían poco capital y no estaban regulados por la FED. Se financiaban con deuda de corto plazo, de forma que con ese dinero podrían dar préstamos hipotecarios Subprime para venderlos rápidamente a quienes compraban paquetes de préstamos hipotecarios. Este mecanismo de otorgamiento de créditos es conocido en la literatura financiera como apalancamiento. Al entrar en default los MBS de préstamos Subprime los bancos mayoristas dejaron de comprar estos paquetes. Por lo tanto los originadores de prestamos Subprime, que tenían un alto grado de apalancamiento no pudieron cancelar la deuda generada a corto plazo y como consecuencia, quebraron.

4.6. Conclusiones

En los Estados Unidos el rol del Estado fue fundamental para desarrollar el crédito hipotecario al permitir que sectores de la población de moderados y bajos ingresos accedan al financiamiento. Esta política la llevó adelante de manera indirecta, no ofreciendo créditos a la población, sino a través de la generación de estímulos para que el sector privado incremente la oferta crediticia destinada a ese sector.

¹⁷ Subprime: tentacles of a crisis; Randall Dodd; A quarterly magazine of the IMF; December 2007.

El hecho de aprovechar el beneficio que significa contar con un fácil acceso al mercado secundario y a un bajo costo, le permitió utilizar estas ventajas para poder otorgarle liquidez a los originadores de préstamos hipotecarios que destinen los mismos al sector de moderados y bajos ingresos por medio de la compra de dichos préstamos hipotecarios, para luego ser vendidos a través de las GSEs en el mercado secundario en la forma de MBS. Mediante este mecanismo de securitización, las GSEs absorben el riesgo crediticio, convirtiendo así el préstamo hipotecario, en un negocio muy atractivo para los originadores privados. Es importante destacar que los préstamos a ese sector de la población cumplen determinados requisitos, pero lo interesante es como por medio de un estímulo el Estado genera que el sector privado incremente la oferta crediticia a la población objetivo, logrando así atacar un problema como lo es el acceso al financiamiento de largo plazo de los sectores de bajos ingresos.

Debido al hecho de garantizar esos préstamos hipotecarios a través del Seguro Hipotecario el Estado logra incrementar aun más la oferta crediticia destinada a ese sector de la población solucionando una falla de mercado como es la incertidumbre que le genera al oferente otorgar créditos teniendo una garantía donde su valor esta sujeto a fluctuaciones del mercado. Desde el punto de vista del demandante, la existencia del Seguro Hipotecario le permite mitigar el problema que genera la necesidad de acumular un importante ahorro previo para acceder al crédito.

En una segunda etapa el Estado, al ver que la securitización como mecanismo de fondeo es exitosa, lo extiende a través de Fannie Mae y Freddie Mac al resto de la población como alternativa de captación de fondos para los préstamos hipotecarios. Esto genera una expansión del crédito muy importante, al estimular a los privados a incrementar la oferta crediticia y abaratar los costos de financiamiento.

Luego en una tercer etapa, la securitización se amplía aun más, incursionando los privados en la emisión de dicho instrumento financiero. Por lo tanto se puede ver, como un instrumento financiero creado por el Estado para un fin específico se extendió a todo el sistema financiero, incrementando la oferta crediticia de manera significativa.

Finalmente consideramos que si bien el desarrollo de los MBS ha sido un elemento dinamizador del sector en el sentido de aumentar la liquidez para el otorgamiento de préstamos no siendo necesario para originar hipotecas el poseer el capital para prestar, esta separación de funciones entre el originador del préstamo y quien otorga los fondos para el

mismo tiene los consecuentes problemas de riesgo moral que posteriormente se observarán en el desempeño de dicho mercado. Es necesario para que dicho instrumento funcione adecuadamente, reducir los actuales problemas de asimetría en la información entre el originador y quien invierte sus fondos para otorgar dicho crédito. Mediante un adecuado sistema de información los inversores pueden entender cabalmente cual es la exposición al riesgo en el que incurren y por ende la oferta y demanda de MBS se encontraran en un precio el cual incorpore las expectativas reales en cuanto al riesgo de este tipo de activo financiero.

5. El Caso de Reino Unido

5.1. Breve Reseña Histórica

El mercado hipotecario de Reino Unido fue históricamente dominado por Sociedades Constructoras, las cuales se fondeaban mayoritariamente por medio de sus socios, a través de distintos tipos de cuentas de ahorro. Además poseen las ventajas de una estructura de operaciones de bajo costo debido a que todos sus accionistas son internos, a diferencia de otro tipo de empresa que cotiza en la bolsa de valores y puede tener accionistas externos los cuales pueden retirar dividendos.

Las Sociedades Constructoras son un fenómeno que se mantiene hasta la actualidad, pero su posición dominante se vio menguada en las últimas décadas principalmente por el traspaso de muchas de las mismas al régimen de Banco Comercial.

En una revisión histórica realizada por Douglas B. Diamond, Jr. y Michael J. Lea, la cual alcanza hasta el año 1992 se pueden diferenciar varias etapas en la evolución del mercado hipotecario Británico.

Con anterioridad a 1980, en el Reino Unido las Sociedades Constructoras abarcaban el 75% de los préstamos hipotecarios otorgados mientras que las autoridades locales (las cuales otorgaban financiamiento a la población de bajos ingresos) y las aseguradoras tenían cerca del 20% del mercado. Los Bancos se enfocaban más en préstamos comerciales y abarcaban solo entre un 5% y 6% de los préstamos hipotecarios destinados a vivienda residencial¹.

Las Sociedades Constructoras eran en un comienzo, un mercado muy atomizado, pero debido a las sucesivas crisis durante el siglo pasado y a las conocidas economías de escala del sector financiero, se fue dando progresivamente un proceso de fusiones que redujo de manera muy significativa la competencia. En el año 1900 eran unas 2100 empresas, y se han ido reduciendo hasta llegar a 55². A eso se suma el hecho que las tres sociedades más grandes poseen el 50% de los activos, y el 90% de los préstamos de las Sociedades Constructoras era con destino a la vivienda. Se puede decir que operó un proceso de concentración muy importante.

¹ Journal of Housing Research, vol 3 Issue 1; Douglas B. Diamond, Jr. y Michael J. Lea; 1992.

² <http://www.bsa.org.uk/keystats/index.htm>

La segunda etapa (1980-84) comenzó con el levantamiento de los controles crediticios sobre los Bancos Comerciales. Estos empezaron a participar de manera agresiva en el mercado hipotecario residencial, pasando de una participación del 8% al 36%. Mientras los Bancos competían con las Sociedades Constructoras por otorgar la mayor cantidad de préstamos, el mercado de valores empezó a proveer una fuente de recursos alternativa.

La dinamización y alta competencia del sector llevó al interés de la Bolsa de Valores en este mercado y en un aumento del financiamiento que brindaba al mismo.

En esta segunda etapa de la historia hipotecaria británica, también se puede observar una caída en las tasas de ahorro, lo que redujo los depósitos afectando la principal fuente por medio de la cual otorgaban préstamos las Sociedades Constructoras.

Durante la tercer fase (1984-87), a Las Sociedades Constructoras se les incrementó sus potestades en lo que refiere a la tenencia de activos, la provisión de servicios, y el permiso para convertirse en Bancos Comerciales, por lo que comenzaron a obtener más fondos del mercado de valores.

Según el autor citado con anterioridad, a mediados de la década de los '80 se dieron en Europa en general, y en el Reino Unido en particular, un conjunto de condiciones favorables para el desarrollo del mercado de securitización: gran demanda de activos debido a los adecuados niveles de capital en circulación, manejo de instrumentos de liquidez, existencia de activos con niveles adecuados de calidad y rentabilidad y oportunidades de negocios en Wall Street. Así mismo se establecieron ciertos parámetros a escala mundial en cuanto a calificación de riesgo de activos, lo que sirvió a los Bancos y otras instituciones financieras para estandarizar y unificar criterios a nivel mundial.

En Reino Unido en los '80 se generó un rápido crecimiento en el mercado hipotecario por lo cual se vieron atraídos a participar en dicho mercado Empresas Aseguradoras, Bancos Internacionales y Prestamistas Centralizados. El rápido crecimiento del mercado hipotecario se ve reflejado en el ratio de los préstamos sobre el total del PBI, pasando de un 41% en 1982 a 67% en 1990³. Esto se debió al fuerte crecimiento de la economía, mayor competencia y liberalización en el mercado hipotecario.

³ Securitization and Rate setting in the UK Mortgage Market; Amelia Pais; Department of Commerce, Massey University, New Zealand 2008.

En 1985 en Reino Unido, el mercado de créditos hipotecarios era de 400 billones de dólares⁴, por lo cual según especialistas financieros de la época, existían las condiciones necesarias para que los Bancos alcancen las economías de escala para realizar emisiones de securities respaldadas con hipotecas, es decir, Mortgage Back Securities (MBS). A su vez estos especialistas interpretaban que una señal de que existía una demanda potencial por nuevos instrumentos financieros por parte de inversionistas, era el hecho de que en el mercado prácticamente la única deuda en Libras Esterlinas que era emitida, eran las notas a tasa variable de Las Sociedades de Construcción y aunque estas notas no estaban debidamente ranqueadas por lo cual eran inseguras, los inversores las demandaban. Por lo tanto, si se emitía otro instrumento financiero debidamente ranqueado en libras esterlinas, los inversores las demandarían.

Es bajo estas condiciones que se establecen en Reino Unido los Prestamistas Centralizados⁵. Al tener en cuenta las condiciones de mercado y la demanda potencial que existía por nuevos instrumentos financieros, es que comienzan a emitir MBS, siendo estos, los primeros en realizar este tipo de emisión en Reino Unido. En 1985 y 1986 se establecieron tres prestamistas centralizados: National Home Loans Corporation que fue el primero en emitir MBS en Reino Unido, se establece también The Household Mortgage Corporation y The Mortgage Corporation.

Estos tenían un peso importante en la securitización, dado que el mercado de MBS alcanzó a una emisión de 11.6 billones de libras esterlinas para 1992 de los cuales The Mortgage Corporation, National Home Loans y Household Mortgage Corporation emitieron el 68% de las mismas a Marzo de 1991.

La securitización fue utilizada a partir de los '90 como instrumento de fondeo por otros agentes como los Bancos Comerciales y luego también por las Sociedades de Construcción.

Después de la desregulación de 1986, las Sociedades Constructoras pasaron a tener un porcentaje considerable de las agencias inmobiliarias y también desarrollaron alianzas estratégicas con aseguradoras. Teniendo los puntos más importantes de venta, reforzaron su posición ya dominante en el mercado.

⁴ A Primer on Securitization; Kendall Leon T. and Michael J. Fishman, eds.; Cambridge, Mass. MIT Press 2000.

⁵ Son instituciones financieras que otorgan préstamos hipotecarios y obtienen los fondos a través del mercado secundario dado que no captan depósitos del público.

En la década de los noventa varias de las más grandes Sociedades de Construcción cambian de status a Banco Comercial o son compradas por Bancos Comerciales. Esto ocurre principalmente debido a las limitaciones en cuanto a los activos que pueden obtener y el tipo de servicios y préstamos que pueden otorgar. A consecuencia de esto en 1997 el Gobierno le da mayor flexibilidad para operar a las Sociedades de Construcción⁶ ya que existía interés por parte del Estado, que estas continuaran operando debido a que atendían a buena parte de la demanda de crédito de sectores de ingreso medio y bajo.

En el año 2000, la securitización en el Reino Unido alcanzaba los 20 mil millones de dólares y cubre no sólo el mercado de crédito hipotecario sino también préstamos para la compra de autos, créditos al consumo, etc⁷.

Un tema de vital importancia en la historia reciente del crédito hipotecario británico es la creación de Financial Service Authority (FSA), la cual es una Agencia independiente del Banco de Inglaterra y del Tesoro. Esta se encarga de regular y supervisar el sistema financiero en su conjunto.

En la actualidad, la crisis por la cual atraviesa el sistema financiero británico, llevó al debilitamiento e incluso quiebre de Bancos Comerciales debido a la pérdida de confianza provocando un importante retiro depósitos, los cuales fueron volcados a las Sociedades de Construcción.

5.2. Marco Regulatorio

The Building Societies Act 1986, le da un marco jurídico completamente nuevo a Las Sociedades de Construcción, el cual no había sido modificado desde que se legisló a este respecto en 1874. El mismo describe los poderes que tienen asignados las Sociedades de Construcción y la forma en que podían ser ejercidos. Una de las reformas más significativas fue la creación del Building Societies Commission como la autoridad supervisora sobre las Sociedades de Construcción y la potestad del Tesoro para impulsar futuras enmiendas a nivel regulatorio.

⁶ www.bsa.org.uk

⁷ A Primer on Securitization; Kendall Leon T. and Michael J. Fishman, eds.; Cambridge, Mass. MIT Press 2000.

En 1997 se realizan una serie de enmiendas al 1986 Act., siendo la más relevante el que aumenta las potestades comerciales de Las Sociedades de Construcción las cuales pueden brindar una mayor gama de servicios financieros, mejorando sus condiciones frente a los Bancos Comerciales.

En 1997 el gobierno anuncia su intención para introducir una reforma sustancial al sistema regulatorio financiero, incluyendo la consolidación de la regulación y supervisión bancaria, la cual incluye a Las Sociedades de Construcción, Bancos Comerciales, Aseguradoras, etc. Esta es finalmente aprobada en el año 2000 por medio del Financial Services and Markets Act (FSA). En lo que respecta específicamente a las Sociedades de Construcción se transfieren casi todas las potestades de la Comisión de Sociedades de Construcción a la FSA.

Como lo establece el 1986 Act., el propósito fundamental de Las Sociedades de Construcción es otorgar préstamos que estén garantizados por una vivienda. La diferencia principal entre las potestades que tenían en el pasado en lo referente a créditos hipotecarios y las potestades que tienen estas Sociedades a partir de 1997 es que se les habilita a otorgar el denominado préstamo “Buy to Let”, el cual es un crédito dirigido a inversores que compran una vivienda con la finalidad de alquilarla. Este será explicado en detalle más adelante.

Por medio de la enmienda de 1997 se establece el procedimiento por medio del cual una Sociedad de Construcción puede pasarse al régimen de Banco Comercial o ser comprada o fusionada con un Banco Comercial.

Las fallas de Mercado existentes en los mercados financieros en general pueden poner en riesgo la estabilidad financiera. Manejar este tipo de riesgos es una parte fundamental del trabajo del Tesoro en conjunto con la FSA y el Banco de Inglaterra.

El Tesoro es responsable por las políticas financieras y el diseño de la regulación financiera junto con el trabajo legislativo para que esta tome carácter de ley, en particular The Financial Services and Markets Act (FSMA) y sus correspondientes enmiendas, la cual le da la potestad a la FSA para implementar y supervisar al sistema financiero⁸.

La FSA se constituye en el año 2000, siendo este un organismo independiente del Banco de Inglaterra y del Estado en general. Posee objetivos estatutarios que buscan respetar

⁸ www.hm-treasury.gov.uk

los “Principios de una buena Regulación”⁹ siendo sus objetivos estratégicos los de promover la eficiencia, proteger a los consumidores y mejorar su efectividad como supervisor.

Actualmente la FSA es el encargado de regular y supervisar a la casi totalidad del sistema financiero. En caso de no respetarse dicha regulación es quien realizara las sanciones correspondientes.

La supervisión de la FSA se basa en dos principios o en una mezcla de ambos para lidiar con el riesgo de la manera más eficiente posible:

- LA SUPERVISION VERTICAL: cuando se controla el riesgo de los activos a nivel de firma individual.
- LA SUPERVISION HORIZONTAL: cuando se controla el riesgo de los activos de empresas que están vinculadas o cuando se supervisa el riesgo de la totalidad del sistema financiero.

Para lidiar con los costos de dicha supervisión, se separa a las empresas financieras como de alto, mediano, y bajo impacto teniendo un vínculo mucho más estrecho con las empresas de alto y mediano impacto a la hora de supervisarlas y pidiéndole tan solo informes semestrales a las firmas financieras de bajo impacto y realizando inspecciones al azar. La FSA es consciente que las empresas de bajo impacto como grupo tienen un peso potencial importantísimo. Es por este motivo que dichas empresas no son descartadas de la supervisión.

⁹ Los “Principios de una buena Regulación” son según la FSA los siguientes:

- Eficiencia y Economía: La necesidad por utilizar los recursos para la regulación de una manera eficiente y económica.
- El Rol del directorio: Se responsabiliza al directorio de cada empresa financiera por alcanzar las metas regulatorias fijadas por la FSA.
- Proporcionalidad: Las restricciones que impone la FSA deben ser proporcionales a los beneficios que se obtienen por dichas restricciones.
- Innovación: No restringir innecesariamente que los participantes brinden nuevos servicios o productos financieros.
- Carácter Internacional: Esto implica cooperación entre los reguladores de diferentes países para fijar estándares internacionales y monitorear a las firmas que están establecidas en varios países.
- Competencia: Se regula realizando un análisis costo-beneficio de la regulación aplicada, para así reducir las barreras a la entrada o la expansión a nuevos negocios que la regulación puede implicar. Buscando que exista la mayor competencia posible.

La FSA pone un alto grado de confianza en la responsabilidad del Directorio por lo que con posterioridad a la determinación del riesgo de la firma, se busca que esta alcance la cantidad de capital que la FSA le determina.

The ARROW II Risk Model, es el modelo en base al que la FSA determina el riesgo de cada firma o conglomerado de firmas. También es por medio del mismo, que establece procedimientos para mitigar el riesgo, los cuales son enviados directamente a la firma o grupo de firmas para que el Directorio pueda proceder a mitigar dichos riesgos¹⁰.

Es de relevancia observar que en el Reino Unido fue creada la figura del Ombudsman Financiero, el cual está diseñado específicamente para defender los derechos del consumidor de productos financieros e intentar disminuir las asimetrías en la información entre el prestatario de servicios financieros y el consumidor de estos¹¹. Este puede dictar una resolución dentro de un conflicto entre un consumidor y una compañía financiera regulada y en caso de considerarlo necesario puede exigir una compensación monetaria para el consumidor pagada por la institución financiera.

Finalmente, otra de las contribuciones de la FSA fue la creación The Financial Services Compensation Scheme, el cual es pensado para compensar a los consumidores que se ven afectados por el no pago de los pasivos de instituciones financieras reguladas por la FSA. Esta institución solo cubre hasta un determinado monto, actualmente 35.000 Libras Esterlinas en depósitos, incluyendo las acciones de las Sociedades de Construcción.

5.3. Agentes Participantes

A continuación nos centraremos en la estructura del mercado hipotecario en el Reino Unido, la cual está constituida en forma mayoritaria por Sociedades de Construcción y Bancos Comerciales¹². En las últimas décadas parte importante de las Sociedades de Construcción han pasado al estatus de Banco Comercial¹³ como ya hemos mencionado.

¹⁰ Financial Services Authority. The FSA's risk assessment framework 2006.

¹¹ www.financial-ombudsman.org.uk/faq/mortgage.htm

¹² En 1990 el 75% de los créditos otorgados correspondían a las Sociedades de Construcción, el 19.5% a los Bancos Comerciales y el 5.5% restante a los Prestamistas Centralizados según de Journal of Housing Research; Volume 3, Issue 1; Douglas B. Diamond Jr. y Michael J. Lea 1992.

¹³ www.bsa.org.uk

Las Sociedades de Construcción son instituciones mutuales y por lo tanto la mayoría de personas que tienen una cuenta de ahorro o un préstamo originado por una Sociedad de Construcción son miembros y tienen derecho a voto en las reuniones que se realicen para tomar decisiones. Cada miembro tiene derecho a un voto sin importar la cantidad de cuentas de ahorro que tenga, el dinero invertido, o la deuda que mantenga con la Sociedad de Construcción.

La junta de Directores esta compuesta por accionistas y a diferencia de un Banco, no tienen accionistas externos a la Sociedad, por lo que no tienen retiro de dividendos. Por lo tanto pueden funcionar con menores costos que los Bancos y pueden ofrecer hipotecas a menor costo.

Estas actualmente ofrecen todo tipo de servicio financiero y no se restringen únicamente al crédito hipotecario a pesar de ser el que tiene mayor importancia en el total de créditos otorgados. La particularidad de dichas sociedades, es que sus accionistas son miembros depositantes o deudores y no tenedores de una acción.

Los fondos de las Sociedades de Construcción son captados a través de depósitos y de la venta de activos financieros en el mercado secundario. En 1997 se limita a que como mínimo, el 50% de los fondos debe ser obtenido por medio de captación de depósitos de miembros de la Sociedad de Construcción. Con respecto a la obtención de fondos en el mercado secundario en promedio obtienen el 30%.

Con respecto a las tasas de interés fijadas, las Sociedades de Construcción son prácticamente un cartel, siendo fijadas sobre la base de consultas entre las distintas Sociedades, lo que le da el carácter de reajustables. Sin embargo cabe destacar que ofrecen tasas de interés fijas por al menos parte de el plazo del préstamo.

Por lo tanto, los movimientos de la tasa de interés cobrada por las Sociedades de construcción no necesariamente siguen a los movimientos del resto de las tasas de interés, al menos no en el corto plazo. Por lo que cuando el resto de las tasas de interés suben, la tasa ofrecida por las Sociedades de Construcción se mantiene constante, ganando de esta manera un porcentaje elevado del mercado, mientras que cuando las tasas caen, ocurre lo contrario¹⁴.

Las Sociedades Constructoras ingresan en forma tardía al mercado de MBS en relación al resto de los originadores de crédito y mientras tanto utilizaban otro instrumento para

¹⁴ Journal of Housing Research .Volume 3, Issue 1; Douglas B. Diamond Jr. y Michael J Lea 1992.

acceder al mercado de valores: las Notas de Crédito. La tasa de interés de las notas emitidas estaba diseñada para flotar a la par de la de los préstamos hipotecarios. En caso de que estas últimas evolucionaran de manera distinta a la de las notas, el déficit que se generaría momentáneamente debería ser financiado por medio de los fondos de reserva para de esta manera seguir pagando a los inversores que hayan adquirido dichas notas.

Un agente a destacar por su participación como emisor de securities son los Prestamistas Centralizados. Estos no son Bancos y por lo tanto no están sujetos a la regulación bancaria. Al no tener estatus de Banco, no captan depósitos y por lo tanto obtienen sus fondos principalmente a través de la securitización de hipotecas. Obtienen y venden préstamos hipotecarios a través de acuerdos con empresas aseguradoras y de bienes raíces. También se encargan de cobrar los préstamos hipotecarios otorgados de otras instituciones y actúan como intermediarios en la venta de hipotecas. Las tasas de interés a las que prestan, están más atadas a las de mercado que las de los originadores que se fondean con depósitos del público. Debido a los incentivos que genera la securitización, al no mantener los préstamos en su cartera, otorgaban préstamos a personas riesgosas, lo que en épocas de crisis como la vivida en la actualidad, les generó pérdidas.

Con respecto a los Bancos Comerciales, estos entraron a participar originando hipotecas a mediados de la década de los '80 cuando se desreguló el mercado. Estos se fondean mayoritariamente en el mercado secundario, en donde los fondos se adquieren a la LIBOR más un spread, lo que tiene un costo mayor al fondeo con depósitos de corto plazo, pero reduce el descalce de fondos que puede ser perjudicial.

Tanto los Prestamistas Centralizados como los Bancos Comerciales utilizan como una de sus principales fuentes de fondeo a las securitizaciones, por lo que el flujo de fondos de estas instituciones se vio afectado en determinados periodos por el prepago.

En lo referente a las Empresas de Seguro, estas han tenido un papel protagónico en el desarrollo del mercado hipotecario británico, sobre todo en las décadas de los '80 y '90 no sólo por ofrecer el seguro de crédito hipotecario, sino también por tener un rol fundamental en los endowment mortgages, un tipo de crédito que está constituido por dos contratos diferentes: un contrato entre el deudor y el originador del préstamo, en el cual el deudor paga intereses mensualmente y un segundo contrato entre el deudor y una empresa aseguradora, en la cual la empresa aseguradora realiza una póliza llamada endowment a favor del originador del crédito. En este segundo acuerdo, el deudor realiza pagos a la empresa aseguradora y esta invierte el dinero con el objetivo de que genere rendimientos positivos y pueda pagar la

amortización al originador una vez vencido el plazo del préstamo y que quede un remanente de ganancia para el deudor. Esta póliza también incluye un seguro de vida.

Hasta 1984 este tipo de préstamo tenía la ventaja de que si la inversión realizada en la póliza endowment generaba ganancias, estas estaban exoneradas de impuestos. Este tipo de préstamo dejó de utilizarse en Reino Unido debido a que la inversión en las empresas aseguradoras dejaron de ser lucrativas y no alcanzaban para pagar la amortización del préstamo al final del plazo.

En lo que respecta al seguro de créditos hipotecarios debemos separar los seguros que cubren al Banco de los que cubren al deudor. En primer lugar, las aseguradoras brindan un seguro hipotecario para el Banco tanto en el mercado primario como en el secundario. El supervisor exige que se tome un seguro en caso de prestar por encima de un LTV del 75%. En segundo lugar se ofrece un seguro que cubre al deudor¹⁵, el cual se activa sólo en caso de accidentes, enfermedad o desempleo involuntario. Este seguro le paga al usuario una suma mensual para cubrir las cuotas del crédito hipotecario¹⁶.

En cuanto a los créditos hipotecarios durante los años ochenta y noventa el más popular en Reino Unido fue el ya mencionado reviewable-rate endowment, el cual dejó de ser de gran aceptación debido a la caída en la rentabilidad de las inversiones y la eliminación de un impuesto que con anterioridad lo beneficiaba.

Con anterioridad a la actual crisis financiera internacional y durante toda la década del 2000 los tomadores de créditos hipotecarios se volcaron en su mayoría a un repayment mortgage, en donde una parte de sus pagos mensuales van directamente a repagar el principal sin apostar únicamente a los rendimientos futuros de su inversión, como era el caso de un reviewable endowment mortgage. El nuevo sistema también permite convertir un crédito tipo endowment en uno de tipo repayment mortgage, de manera total o parcial, pagando cargos adicionales al Banco¹⁷.

En el próximo cuadro se resumen las características de los agentes participantes en el mercado hipotecario Británico.

¹⁵ Mortgage Protection Insurance o Payment Protection Insurance utilizado para el caso específico del pago de un crédito hipotecario.

¹⁶ Fuente: Financial Services Authority.

¹⁷ The Montley Fool Mortgage Guide. www.fool.co.uk/mortgages.

Agentes Participantes	Función o Rol que Cumplen
Bancos Comerciales, Bancos Hipotecarios y Sociedades de ahorro mutual	Ofrecer créditos hipotecarios; Emitir MBS
Prestamistas Centralizados	Ofrecer créditos hipotecarios; Emitir MBS (No captan depósitos del público).
Aseguradoras	Otorgar seguro de vida e incendio al deudor hipotecario y asegurar parcialmente el préstamo hipotecario al originador.
Calificadoras de Riesgo	Evaluar la calidad crediticia de los Originadores; Calificar los activos a securitizar.
Bancos de Inversión	Comprar los securities para luego vendérselo a los inversores a través del mercado secundario
Inversores Institucionales o Particulares	Invertir en securities de acuerdo a su exposición al riesgo e inyectar liquidez al sistema

A continuación enumeramos los distintos tipos de Créditos Hipotecarios, que son utilizados por cualquiera de las compañías financieras actualmente existentes en Reino Unido, debiendo empezar por distinguir si el crédito es para la compra de un inmueble para residir o para alquilar.

En el caso de ser un inmueble para alquilar (Buy to Let), el crédito hipotecario al cual accede el tomador del crédito no es regulado por la FSA, debido a que consideran que no se está tomando un préstamo para vivienda sino que se está realizando una inversión y quien toma este tipo de decisiones es un empresario el cual toma sus riesgos y debe estar correctamente informado. Por otra parte los Bancos toman en cuenta los ingresos del deudor más un 50% de los ingresos esperados por el alquiler del inmueble. Esto favorece al deudor ya que le permite obtener un préstamo por un mayor importe.

Ahora, si el crédito es tomado por alguien que lo compra con destino a vivienda propia las opciones crediticias son las siguientes:

- **Repayment Mortgage:** el cual es un tipo de crédito en el que se paga una cuota al Banco para amortizar deuda y para pagar intereses.
- **Interest only-mortgage:** En este tipo de crédito hipotecario solo se le pagan los intereses al Banco y se acuerda repagar el principal por medio de un plan de ahorros o inversión. Dentro de este tipo de créditos el más usado fue el endowment, que es

cuando el plan de inversión es por medio de una Aseguradora, pero también se pueden utilizar otros mecanismos de ahorro o inversión como son las cuentas de ahorro ofrecidas por los Bancos y las Sociedades de Construcción entre otras.

En este tipo de crédito siempre se debe estar pendiente de la eventualidad de que la inversión no alcance para pagar el principal.

5.4. Rol del Estado

Una serie de medidas impulsadas desde el gobierno del Reino Unido han permitido el desarrollo del sector hipotecario.

Primero, el crecimiento económico estimula el ingreso real, que a su vez era estimulado por una baja del impuesto a la renta en 1988, en un claro esfuerzo fiscal del Estado por incrementar el ingreso privado.

Segundo, la desregulación del mercado hipotecario, en donde los Bancos Comerciales competían directamente con las Sociedades de Construcción, llevó a una competencia agresiva y a un aumento en la oferta del crédito.

Tercero, el gobierno intenta estimular tanto a la demanda como a la oferta de créditos hipotecarios por medio de Mortgage Interest Relief at Source (MIRAS), el cual consiste en una deducción de impuestos sobre el pago de intereses de los préstamos hipotecarios.

El gobierno asimismo, aplicó políticas de privatizaciones de empresas públicas como British Telecom, con el propósito de profundizar el mercado de valores junto con la expansión en la oferta de créditos hipotecarios. De esta forma se brindó un marco para el desarrollo de la securitización.

En el año 1999 dentro de una serie de reformas impositivas impulsadas por el Tesoro se resuelve la abolición de MIRAS¹⁸, lo que cambia el esquema impositivo a la hora de tomar un crédito hipotecario y por ende los incentivos a tomar uno u otro tipo de crédito hipotecario.

El próximo cuadro resume los aspectos principales de la participación del Estado en el mercado de crédito hipotecario Británico.

¹⁸ Budget 1999. www.hm-treasury.gov.uk

Rol del Estado		
¿Cómo Participa?	¿A través de quien?	¿Con que objetivo?
Regulando y Supervisando a las Instituciones de Intermediación Financiera.	Ministerio de Economía (FSA)	Asegurar la estabilidad del sistema financiero.
Otorgando beneficios fiscales y exoneraciones impositivas.	Ministerio de Economía	Reducir el costo de financiamiento
Protegiendo a los Consumidores	Financial Ombudsman Service	Disminuir las asimetrías en la información al consumidor.

En lo que respecta al subsidio al crédito hipotecario este está dirigido a los inquilinos de bajos ingresos. A los mismos se le permite financiar parcialmente la propiedad, tomando los pagos por concepto de alquiler como pagos por amortización e intereses de un préstamo. Los dueños de las propiedades que se encuentran incluidas dentro del mencionado sistema de subsidios son el propio gobierno o un Banco Comercial.

Finalmente, se puede decir que el Estado por medio del Tesoro durante prolongados períodos aplica políticas sobre el mercado del crédito hipotecario para así fomentar el desarrollo del mismo. Una vez alcanzado un cierto desarrollo comenzó a retraerse en sus intervenciones y mantuvo una posición de supervisor y regulador. Esto se puede observar mediante la creación de la FSA, la cual busca respetar los “Principios de una buena Regulación”, siendo sus objetivos los de promover la eficiencia y mejorar su efectividad como supervisor. Esta política no intervencionista, cambia abruptamente ante la volatilidad de los mercados internacionales y los recientes problemas dentro del sector bancario en el ámbito interno.

5.5. Conclusiones

Es importante destacar que en el caso de Reino Unido el Estado se ha mantenido prácticamente ausente como agente participante tanto en el mercado primario de hipotecas, como en el secundario. Ha sido el sector privado a través de las Sociedades de Construcción quien ha tenido mayor participación en el desarrollo del mercado hipotecario.

En base a el texto The Effect of UK Building Society conversion on pricing behaviour de Shelagh Heffernan, se desprende que el éxito de ellas se debe a que los encargados de

establecer las tasas de interés de una hipoteca en las Sociedades de Construcción responden a los intereses de los accionistas, que son los propios consumidores y por lo tanto tienen interés de beneficiarse en obtener un préstamo a una tasa de interés más baja, mientras que los encargados de establecer las tasas de interés de las hipotecas en los Bancos responden a el interés de los accionistas, que no son los consumidores y en este caso el interés de los accionistas es el de obtener la mayor rentabilidad posible.

Lo más sorprendente dentro de la operativa de estas instituciones es que se fondean en una proporción importante con depósitos de corto plazo y prestan a largo plazo, lo que implica un descalce significativo. Pero dicha desventaja operativa se ve parcialmente atenuada por el bajo costo de la obtención de los fondos y por el hecho de no quedar atadas a la evolución de la Libor, como sucede en el resto de la Banca. Tomando en cuenta que este tipo de institución financiera presta a una tasa de interés reajutable unilateralmente, en los períodos en que sube la tasa Libor, les da una ventaja relativa a la hora de fijar la tasa de interés de los créditos hipotecarios ya otorgados y los próximos a otorgar.

Desde el punto de vista estatal las sociedades de ahorro mutual como son las Sociedades de Construcción son un *“bien meritorio”* debido a que baja la tasa de interés de los préstamos hipotecarios, generando una expansión de la oferta, por lo cual se han impulsado estímulos para que estas sigan operando y no sean absorbidas por la Banca Comercial.

Podemos notar que la asimetría de la información que existe en todo mercado financiero, en el presente caso de estudio, es reducida por medio de la reputación con las que cuentan las Sociedades de construcción. Prueba de ellos es que en la presente crisis los depósitos en las sociedades de construcción han crecido de forma significativa¹⁹.

En el presente caso de estudio se observan modalidades de crédito hipotecario las cuales obtienen una financiación a un menor costo para el tomador de crédito como lo es el caso de *only pay interest*. Permite obtener un mayor crédito con un menor desembolso debido a que parte de la amortización se realiza vía rentabilidad de los fondos invertidos. Si bien este parece ser un buen instrumento en la medida que abarata el préstamo, también genera mayor incertidumbre al prestatario.

El otro tipo de crédito que contribuyó a generar una mayor oferta, fue el préstamo con destino a ofrecer la vivienda adquirida en alquiler. Al tomar el Banco no solo los ingresos

¹⁹ Building Societies Annual Report 2007; Building Societies Association 2007.

que percibe actualmente el solicitante, sino que tomando en cuenta el 50% de ingresos futuros que percibirá por renta al alquilar la propiedad que adquiera, puede acceder a un monto mayor de crédito.

Finalmente cabe destacar que la experiencia del Reino Unido en cuanto al proceso de securitización del mercado hipotecario ha sido novedosa debido a la activa participación de los Bancos privados en el desarrollo del mismo, en particular Bancos internacionales que tenían la experiencia extraída de otros países en materia de securitización y poseían todas las instituciones necesarias para securitizar, como son los Bancos de Seguros, conductos hipotecarios, etc., sin necesidad de crear ningún tipo de agencia estatal para impulsar este mercado. Fueron las propias instituciones privadas quienes impulsaron la securitización, mediante el diseño institucional y la regulación por parte del Estado.

También se puede decir que la securitización incrementó la oferta de crédito hipotecario al ser una fuente por medio de la cual se fondeaban nuevos originadores. Sin este mecanismo no hubieran podido entrar en el mercado. Este es el caso de los Prestamistas Centralizados que al fondearse mediante la securitización, obtenían fondos para otorgar créditos hipotecarios y también, debido a que no mantenían el crédito en su balance, podían asumir mayores riesgos otorgando así préstamos a personas que accedían a este mediante Bancos o Sociedades de Construcción, principalmente personas que compraban por primera vez una vivienda.

También la securitización, permitió a los Bancos incrementar su participación en el mercado hipotecario que prácticamente, como ya mencionamos, era acaparado por las Sociedades de Construcción, lo cual repercutió una vez más, en el incremento de la oferta de crédito con destino a la vivienda.

6. El Caso de México

6.1. Breve Reseña Histórica

El financiamiento de la vivienda en México ha tenido históricamente, muchas dificultades para su desarrollo debido principalmente a los altos niveles de inflación registrados en su economía, lo cual restringió la oferta de préstamos de largo plazo. A esto se suma el hecho de que, en general, los niveles de ingreso de la población han limitado sus posibilidades de acceso al crédito, con lo cual el mercado formal de préstamos hipotecarios ha financiado un porcentaje particularmente bajo de las viviendas.

El problema en el mercado de crédito a la vivienda se daba debido a que en general los prestamistas no podían afrontar el ofrecer créditos a tasa fija, mientras que los prestatarios no podían afrontar el riesgo de tomar un préstamo a tasa ajustable, por lo cual no había incentivos de ninguna de las dos partes en llevar a cabo dicha operación. Esto llevó a que el crédito estuviera caracterizado por un bajo nivel de deuda/valor de la hipoteca (LTV), altos niveles de tasa de interés, un plazo relativamente corto y por lo tanto, dirigido al segmento de población de altos ingresos.

A la insuficiencia del crédito con destino a la vivienda, ocasionada por la inestabilidad macroeconómica, y a la poca capacidad de repago por parte de los deudores, se suma el hecho de un fuerte crecimiento demográfico que incrementó las necesidades de vivienda de la población, por lo cual el Estado elaboró a través del Banco Nacional de México (Banamex), un instrumento financiero (DIM) para fomentar el desarrollo del crédito. Este, como vimos en el Capítulo 1, consistente en indexar la tasa de interés del préstamo, a la tasa de interés de corto plazo del mercado y los pagos mensuales de la amortización, al salario mínimo o a la inflación, y se constituyó prácticamente como la única modalidad de préstamos hipotecarios.

Durante los '70 se crearon otras instituciones estatales con el fin de disminuir ese déficit habitacional tan importante que tiene México. Estas instituciones se concentraban en sus inicios en subsidiar y facilitar el crédito hipotecario al sector de ingresos bajos, que es el que presenta el mayor déficit habitacional.

Al mismo tiempo se desarrolló una forma forzada de generar ahorros destinados a la adquisición de una vivienda. Por ley a partir de entonces las empresas deben realizar aportes patronales sobre el 5% de los salarios diarios de sus trabajadores los cuales son ahorrados en

una subcuenta individual de cada asalariado, en una institución estatal y estos ahorros deben ser destinados a la adquisición de una vivienda. Este mecanismo se generó en el sector privado a través del Instituto del Fondo Nacional de Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT). En el sector público también se comenzó a utilizar este mecanismo de ahorro forzoso con destino a la vivienda a través del Fondo de Vivienda para los trabajadores al Servicio del Estado (FOVISSSTE). Ambos organismos estatales fueron creados en 1972.

Luego de la crisis de 1982, los Bancos Comerciales fueron nacionalizados y el gobierno al poco tiempo los obligó a indexar los préstamos hipotecarios al salario mínimo y no a la inflación.

Posteriormente, en 1991 cuando los Bancos fueron reprivatizados se continuó realizando préstamos indexados al salario mínimo, pero con un subsidio realizado por el Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (FOVI). El nuevo sistema de indexación de los préstamos basado en el salario mínimo, logró reducir la tasa de morosidad debido a que el salario mínimo en esta época era decreciente. Sin embargo, simultáneamente a la caída del salario mínimo, la tasa de interés y la inflación crecían, lo cual generaba una amortización negativa que no permitía el repago del préstamo en el período legal establecido y por esa razón el Estado, a través del FOVI subsidió durante este período, la pérdida incurrida por los Bancos Comerciales.

La regulación por la cual no se le permitía a los Bancos Comerciales otorgar préstamos hipotecarios indexados a la inflación se eliminó en 1992 y por lo tanto a partir de esa fecha el otorgamiento de préstamos hipotecarios, si bien continuó siendo bajo la modalidad DIM, este ya no se ajustaba al salario mínimo sino a la inflación.

En 1994, debido a la crisis económica, el peso se devaluó fuertemente y para evitar una escalada de precios, se realizó un ajuste vía contracción de la demanda a través de un aumento de la tasa de interés y de los impuestos. Los pagos nominales de los créditos hipotecarios se duplicaron o triplicaron en un año y como este aumento era por un margen muy considerable por sobre el incremento en los salarios, un número muy importante de estos créditos dejó de pagarse provocando que un número muy elevado de los Bancos se encontraron en una situación de insolvencia. De esta forma los créditos otorgados en DIM no pudieron ser repagados debido a que acumulaban sistemáticamente, amortizaciones negativas ya que mientras que los pagos iniciales se fijaron en montos pequeños, el reajuste provocado por la suba de la tasa de interés y de la inflación no solo hizo imposible el cancelar el préstamo en el período establecido sino que la deuda se acumulaba sistemáticamente.

En 1995, se establece la UDI¹ como parámetro de ajuste entre otras medidas para intentar salvar al sistema financiero del colapso. Asimismo, el Gobierno también intervino mediante la compra a los Bancos, de los préstamos hipotecarios otorgados en DIM, pagándoles con certificados de deuda del Tesoro Mexicano. De esta forma los Bancos eliminaron el riesgo crediticio de su balance, teniendo únicamente el riesgo soberano, que es mucho menor al de prestar al público. El gobierno transformó los préstamos adquiridos en DIM a UDI, bajó la tasa de interés a la que deberían pagar los deudores y también extendió el plazo del préstamo, de forma de disminuir la amortización a pagar. Dichas medidas provocaron una disminución en la cuota que tenían que pagar los deudores, permitiéndoles continuar afrontando sus obligaciones

Al introducir la UDI, no solo se evitó un colapso del sistema financiero, sino que también se comienza a perfilar un cambio importante en el mercado hipotecario. El establecimiento de la UDI como unidad de cuenta es el primer paso para lograr desarrollar el mercado secundario de hipotecas. A los inversores institucionales les era más atractivo comprar deuda en UDI, que en DIM ya que como dijimos, este último instrumento tiene una baja probabilidad de amortizar el préstamo en el período establecido².

Además, el sistema mexicano permite a los Bancos captar depósitos en UDI, con lo cual podían fondearse en la misma unidad de cuenta en la que prestaban, matcheando oferta con demanda.

La segunda reforma importante para transformar el mercado hipotecario mexicano se dio en 1996 con el sistema de seguridad social, a través de la cual se pasa de un sistema de reparto a un sistema de capitalización individual. Con esta reforma se determinó quién se encargaría de administrar dichos fondos y en qué se podrían invertir. Es así que se crean instituciones financieras que son Administradoras de Fondos de Ahorro para el Retiro (AFORES), que invierten los recursos de los trabajadores en las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES).

Si bien esta reforma no se realizó con el fin específico de desarrollar el mercado secundario de hipotecas, fue un factor importante debido a que uno de los principales demandantes de los securities respaldados con hipotecas son los fondos de pensión y las

¹ Es un sistema de ajuste de la cuota que utiliza como parámetro únicamente a la inflación diaria.

² La ventaja de la UDI respecto del DIM se desprende de un estudio realizado en el Paper: Journal of Housing Research, Volume 10, issue 2; Fanie Mae Fundation; 1999.

aseguradoras, los cuales surgen a partir de esta reforma. Al pasar de un sistema de reparto a uno de capitalización, se crean los fondos de pensión los cuales cuentan con un capital importante como para convertirse en uno de los principales tenedores de este instrumento y de esta forma darle un dinamismo a este mercado.

En el 2001, el Estado crea la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), un organismo estatal que tiene el cometido de desarrollar el mercado primario y secundario de hipotecas a través de la emisión de MBS y del otorgamiento de garantías para facilitar el acceso al financiamiento de la vivienda. Esta Sociedad Hipotecaria fue la primer institución bancaria mexicana en emitir Certificados Bursátiles y lo hizo en el 2003. A partir de ésta fecha es que se inicia una nueva forma de fondeo para los agentes financieros.

Al año siguiente el INFONAVIT, el cual es un organismo estatal, comienza también a fondearse emitiendo certificados bursátiles respaldados con hipotecas originadas directamente por este organismo a través de los créditos hipotecarios otorgados a personas de bajos ingresos. A esa emisión realizada por el INFONAVIT le siguieron emisiones del sector privado, lo cual se constituyó en una herramienta útil para el financiamiento del crédito hipotecario.

En el 2006 se crea un tipo de MBS respaldado con hipotecas (BORHIS FUNGIBLE) que permite que los originadores con bajo monto de crédito hipotecario otorgado, puedan acceder al financiamiento a través del mercado secundario de hipotecas.

Actualmente el sector público otorga créditos directamente a la población de bajos ingresos y participa en conjunto con los privados en el financiamiento al sector de ingresos medios y medios bajos. El sector privado además de otorgar créditos en conjunto con el sector público, se concentran en el mercado de poder adquisitivo medio y alto.

6.2. Marco Regulatorio

El sistema financiero mexicano es coordinado por la Secretaria de Hacienda y Crédito Público y por el Banco de México. Sus funciones son las de supervisar y regular las actividades de las instituciones que integran el sistema financiero. El Banco de México, regula además, a las sociedades de información crediticia, instituciones encargadas de brindar información a los inversores a cerca de las empresas emisoras y de la calidad de los títulos emitidos.

En lo referente a la regulación del crédito hipotecario en particular, debemos subrayar que el Banco de México, a través de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores regula por separado a las que denomina como instituciones de Banca de Desarrollo y por otro lado a las que denomina como Instituciones de Banca Múltiple.

Las instituciones de Banca de Desarrollo pertenecen a la Administración Pública Federal y tienen como fin, el fomento del crédito a las actividades del sector productivo entre las que se destaca desde el punto de vista del mercado hipotecario, la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF). La actividad de la banca de Desarrollo no se limita al otorgamiento de créditos y garantías, sino que incluye servicios de asistencia técnica, capacitación y promoción.

Las entidades de la Banca Múltiple son instituciones Privadas facultadas para realizar actividades de captación de recursos y otorgamiento de préstamos en general. *“Se permitió a las instituciones de banca múltiple, actuando por cuenta propia o bien como fiduciarias, emitir títulos de crédito denominados certificados bursátiles”.....“La Asociación de Banqueros de México, A.C., ha propuesto la utilización de certificados bursátiles para obtener financiamiento destinado al mercado hipotecario, facilitando asimismo el desarrollo de un mercado secundario de hipoteca³”.*

La Banca Múltiple está compuesta por una amplia gama de sectores entre los cuales se encuentra la del crédito hipotecario. Existe diferente regulación para los distintos tipos de originadores de crédito hipotecario. Por un lado se distinguen las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOL). El principal objetivo de las SOFOL es otorgar crédito para actividades específicas como es el caso del crédito hipotecario. Las SOFOL se encuentran supervisadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), quienes se encargan de vigilar que cumplan con su papel como intermediario financiero entre un inversionista y un proyecto

Por otro lado se encuentran los Bancos Comerciales los cuales también otorgan préstamos hipotecarios. La principal diferencia con un Banco es que una SOFOL no está autorizada a recibir depósitos sino que su fondeo lo obtiene de instituciones financieras (públicas y privadas) o por colocaciones de bonos en el mercado de capitales.

Otro organismo importante en la regulación es la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR). Este se encarga de regular a las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro, delimitando en que activos financieros pueden invertir

³ www.banxico.org.mx/tipo/disposiciones/Circular2019/38-2002.html.

los fondos de ahorro previsional, expedir disposiciones para supervisar el funcionamiento del mismo, otorgar, modificar y revocar autorizaciones, e imponer multas y sanciones cuando no se cumpla con lo dispuesto en la normativa vigente⁴.

6.3. Agentes Participantes

En México actualmente existe un gran número de instituciones que otorgan préstamos en el mercado primario de hipotecas como los Bancos Hipotecarios (SOFOL), y la Banca Comercial, mientras que también se han desarrollado recientemente otros agentes que participan directa o indirectamente en el mercado secundario de hipotecas como las aseguradoras y los Fondos de Pensión.

En primer lugar se encuentra la Banca Comercial tradicional, que se fondea captando depósitos y emitiendo activos financieros en moneda nacional o extranjera para su colocación en el mercado secundario. Esta a su vez otorga créditos, dentro de los cuales se encuentran los préstamos hipotecarios. La ley le otorga a estas instituciones, amplia libertad para determinar las características de los títulos a emitir en cuanto a plazo y tasa de interés, a la vez que está contemplada la posibilidad de prepago de los mismos: *“La emisora podrá determinar libremente los rendimientos de los bonos y de los certificados bursátiles bancarios que emita”.....“el plazo de los bonos y de los certificados bursátiles bancarios será determinado libremente por la emisora.”*⁵

Otro agente destacado en el crédito hipotecario, como ya hemos mencionado, son las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOL). Son instituciones financieras especializadas en otorgar créditos para fines específicos. Su éxito se debe al grado de especialización con el que operan, permitiéndoles atacar nichos de mercado operando de esta forma con economías de escala favorables que les permiten reducir los costos fijos relacionados al otorgamiento de créditos. Se clasifican de acuerdo a su mercado objetivo: hipotecarias, automotrices, bienes de capital y de transporte, bienes de consumo y crédito personales, pequeñas y medianas empresas, etc.

Nos centraremos en los Bancos Hipotecarios, que son los que se encargan de otorgar créditos con destino a la adquisición, mejoramiento y ampliación de viviendas. Sus créditos

⁴ Revista Mexicana de Seguridad Social (2003) N°53

⁵ <http://www.banxico.org.mx/tipo/disposiciones/Circular2019/38-2002.html>

están destinados a todos los sectores de la población. Al sector de ingresos medio-bajo a través del cofinanciamiento con organismos estatales y al sector medio y residencial directamente con créditos enteramente propios. No utilizan la captación de depósitos del público como forma de fondeo, en cambio obtienen fondos a través de préstamos de Bancos en el país y en el exterior, también con préstamos de organismos estatales y por último en la actualidad lo hacen también a través de la emisión de bonos respaldados con hipotecas, (BORHIS).

Dentro de la securitización de préstamos hipotecarios en México (BORHIS), existe una modalidad llamada BORHIS FUNGIBLE, que consiste en mantener hasta un 20% de los recursos de la colocación inicial en un Fondo de Adquisición para Créditos Hipotecarios por un plazo determinado, que sirve para originar y comprar nuevos créditos. Posteriormente pueden realizar Reapertura de la emisión, emitiendo Certificados Bursátiles adicionales que tendrán las mismas características que la colocación inicial (términos y plazo). El beneficio fundamental de este tipo de emisión es que permite a las SOFOLES pequeñas y medianas participar en el mercado de BORHIS lo que trae como consecuencia, bajas en las tasas de interés de los créditos otorgados al disminuir su costo de financiamiento⁶, y al mismo tiempo le da continuidad al mercado de securitización, al realizarse nuevas emisiones de MBS a partir de otras emisiones realizadas previamente.

Otro agente financiero participante del mercado hipotecario son las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMES), que surgen a partir del 2006. *“La función de las sofomes es la de otorgar crédito de cualquier tipo y hacer operaciones de arrendamiento, factoraje y de fideicomisos de garantía”*⁷.

Estas instituciones se fondean con préstamos de la Banca Comercial, Banca de Desarrollo y también a través del mercado de valores emitiendo deuda respaldada con hipotecas. La gran diferencia con las SOFOLES, es que las SOFOMES no están reguladas ni supervisadas por el gobierno. No es necesario que lo estén, dado que no son captadoras de depósitos y además sus acreedores, ya están regulados y supervisados.

A partir de la apertura al sector de seguros para otorgar garantías para créditos a la vivienda, es que las SOFOLES cuentan con más opciones para bursatilizar sus créditos, ya que

⁶ Departamento de Análisis de Deuda Privada de Ixe Grupo Financiero; reporte trimestral del segundo trimestre del 2006; México.

⁷ Departamento de Análisis de Deuda Privada de Ixe Grupo Financiero, reporte trimestral del segundo trimestre del 2006, México.

anteriormente sólo se contaba con garantías de pago oportuno⁸ e incumplimiento provistas por la SHF. Las aseguradoras participan en el mercado hipotecario, otorgando seguros de crédito a la vivienda y seguros financieros. Estos últimos aseguran la emisión de BORHIS⁹. El seguro de crédito a la vivienda sirve para que en caso de incumplimiento del deudor, la aseguradora le cubra al originador del crédito un porcentaje del préstamo. También provee del seguro de pago oportuno, el cual consiste en cubrir al prestatario de una cantidad determinada de cuotas del préstamo en caso de que este pierda su empleo de manera involuntaria. Dicho seguro es pagado por el prestatario a través de un plus en la tasa de interés que debería pagar por la financiación hipotecaria. A su vez las aseguradoras participan como tenedores de Borhis demandando dicho instrumento financiero en el mercado de valores.

Dentro del mercado hipotecario vemos una institución privada que tiene un rol importante en el crédito hipotecario. Esta es el Buro de Crédito y lo que hace es otorgar información sobre el historial crediticio de cada persona, para que de esta manera los originadores, cuenten con la mayor información disponible y pueden así realizar mejores evaluaciones crediticias sobre el solicitante.

Otro participante importante en el financiamiento del crédito hipotecario son las Sociedades de Inversión (SIEFORES), al ser uno de los principales tenedores de BORHIS. Son sociedades especializadas en inversión, reguladas por el Banco de México, que invierten los recursos de los trabajadores, aportados a través de las Administradoras de Ahorro Previsional.

Desde el punto de vista de las características del préstamo hipotecario, este puede ser en UDI o directamente en pesos sin ningún índice de ajuste, a la vez que la tasa de interés se puede acordar tanto fija como variable. Debido a las características de inestabilidad de la economía mexicana, generalmente los préstamos se acuerdan en pesos y con tasa fija de forma de dar certeza al deudor de cual es su situación en cuanto a la deuda que mantiene, eliminando de esta forma la incertidumbre que ocasiona una tasa de interés variable.

Aparte de las instituciones privadas encargadas de otorgar créditos hipotecarios, el Estado cumple un rol activo mediante un conjunto de instituciones que utilizan una gama de instrumentos muy variada y que intentaremos resumir a continuación.

⁸ La garantía de pago oportuno garantiza el pago de los intermediarios financieros, a los Bancos que prestaron fondos a éstas para el otorgamiento del crédito.

⁹ Esto significa que la SHF es garante de los flujos de fondos de los MBS.

Comenzaremos hablando del Instituto del Fondo Nacional de Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), una institución de Fomento la cual se convirtió en el principal originador de préstamos hipotecarios en México. Se creó en 1972 con el fin de otorgar financiamiento a los trabajadores con destino a la compra de una vivienda.

Comenzó financiándose únicamente a través de los aportes que los patrones están obligados por ley a realizar por cada empleado que tengan. Dicho aporte es del 5% sobre el salario diario¹⁰. A partir del año 2004, complementaron el financiamiento de aportes salariales con fondeo en el mercado secundario, a través de la emisión de certificados respaldados con préstamos hipotecarios (MBS) originados por el mismo organismo.

El encargado de cobrar y servir la deuda es el propio INFONAVIT, contratado por el fideicomiso emisor. Al ser el instrumento financiero, un certificado respaldado por préstamos hipotecarios relativamente seguros por lo que expondremos más adelante, dichos certificados tienen una calificación de riesgo que les permite ser adquiridos por todo tipo de inversores, siendo de vital importancia los inversores institucionales como ser Fondos de Pensión y empresas de seguros.

En caso de que el trabajador decida tomar un préstamo financiado a través del INFONAVIT, la empresa para la cual trabaja está obligada a descontarle de su sueldo la cuota mensual a abonar a INFONAVIT. El no cumplir con esta obligación le convierte a la empresa en responsable solidario del trabajador, por lo que los adeudos le serán cobrados a la empresa.

Los beneficios que otorga un crédito de dicha institución es, en primer lugar, contar automáticamente con un seguro de vida, un seguro de protección de pagos¹¹ y un seguro contra daños. En segundo lugar, el trabajador puede utilizar el saldo acumulado de su subcuenta de vivienda como parte de préstamo. En tercer lugar las aportaciones patronales subsecuentes al otorgamiento del préstamo, son utilizadas para amortizar el propio préstamo.

Lo interesante de los programas de INFONAVIT es que permiten un cofinanciamiento entre el sector público y el privado en donde una parte del préstamo es amortizada por los aportes del trabajador mientras que el saldo del mismo es financiado por un Banco Hipotecario, lo cual amplía los fondos disponibles con destino a la compra de vivienda reduciendo riesgos e incrementado la oferta del sector privado.

¹⁰ www.infonavit.org.mx

¹¹ Este protege el pago del crédito en caso de que el deudor pierda su empleo.

Para los trabajadores del sector público también existe un programa similar: El Fondo de Vivienda para los Trabajadores al Servicio del Estado (FOVISSSTE), la cual es otra institución de Fomento. Sus recursos en sus inicios provenían únicamente de las aportaciones del 5% del salario base del empleado público. A partir de 1993, dichos aportes son depositados en la subcuenta de vivienda del SAR por el organismo donde trabaje o haya trabajado. El 100% de los aportes acumulados en la subcuenta de vivienda del funcionario son descontados del crédito a solicitar por este a FOVISSSTE¹². Es importante explicar que es el SAR, previo a profundizar en los tipos de créditos del FOVISSSTE. El SAR¹³, es una prestación complementaria del Sistema de Pensiones. Mediante éste, el trabajador va creando un fondo que aumenta sus recursos para el retiro. Por lo tanto la cuenta SAR, es una cuenta individual a nombre de cada trabajador público y tiene dos subcuentas, la de ahorro para el retiro y la del Fondo de la Vivienda. No afecta el salario, ya que son aportes realizados por las propias entidades públicas y tiene la particularidad de que el funcionario puede designar beneficiarios en caso de fallecimiento.

Volviendo nuevamente al las modalidades de crédito del FOVISSSTE, este tiene varias modalidades de créditos y el monto máximo a otorgar esta topeado, por lo que dicho crédito esta destinado a funcionarios con bajos ingresos. En el programa de cuota tradicional, la tasa de interés esta subsidiada de acuerdo a franjas salariales, correspondiendo la tasa de interés más baja a la franja menor de salarios. Una vez otorgado el crédito, el descuento máximo que se realiza del salario del funcionario para el pago de su crédito es de un 30%.

Finalmente, otro actor de importancia en la estructura del crédito hipotecario mexicano es la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF). Esta es una institución financiera (Banco de Segundo Piso) perteneciente a la Banca de Desarrollo creada por el Estado con el objetivo de desarrollar e impulsar el mercado primario y secundario de hipotecas mediante el otorgamiento de garantías sobre los créditos hipotecarios, de forma que las instituciones financieras asuman un menor riesgo al otorgar los préstamos.

La SHF, básicamente otorga cuatro tipos de garantías¹⁴:

Garantía de pago oportuno: Garantizar el pago de los intermediarios financieros a los Bancos que les prestaron dinero para financiar el otorgamiento de créditos, y a los tenedores

¹² www.fovissste.gob.mx

¹³ Sistema de Ahorro para el Retiro.

¹⁴ www.shf.gob.mx

de los valores emitidos por dichos intermediarios. El costo de dicho seguro es pagado por el intermediario financiero mediante una comisión mensual que debe abonar a la SHF. Este tipo de garantía, garantiza en primer lugar líneas de crédito y en segundo lugar emisiones de bonos estructurados.

Garantía de incumplimiento: El objetivo es el de brindar seguridad a los Intermediarios Financieros en la recuperación de los créditos para vivienda que otorguen a los acreditados finales. Cubre un porcentaje sobre la pérdida ocasionada por incumplimiento del acreditado final. El costo es asumido por el deudor a través de una mayor tasa de interés en el financiamiento.

Seguro de Crédito Hipotecario (GPI): La SHF brinda una cobertura individual a cada crédito originado por un intermediario financiero autorizado, basándose en el porcentaje del crédito respecto al valor de la vivienda (LTV) y en los niveles acordados con cada Institución Financiera.

SWAP Salario Mínimo – UDIs: Este tipo de garantía cubre posibles caídas extraordinarias o permanentes del salario mínimo en términos reales para permitir que los deudores paguen en términos de salarios mínimos una hipoteca denominada en UDIs. El costo es asumido por los tomadores del crédito a través del 5% del pago mensual en UDIs.

Cabe destacar que la SHF, se financia con recursos originalmente aportados por el FOVI, a lo que se le suman el fondeo de que esta realiza en el mercado secundario, emitiendo BORHIS y principalmente, los depósitos a plazo.

Agentes Participantes	Función o Rol que Cumplen
Bancos Comerciales y Bancos Hipotecarios	Ofrecer créditos hipotecarios; Emitir MBS (Borhis).
Instituciones de Fomento (Infonavit y Fovisste)	Otorgar créditos hipotecarios y subsidios; Recibir aportes patronales y salariales; Emitir MBS (Borhis).
Banco de Segundo Piso (SHF)	Otorga créditos a los Bancos Hipotecarios; Garantizar créditos hipotecarios; Emitir MBS (Borhis).
Aseguradoras	Otorgar seguro de vida e incendio al deudor hipotecario y asegurar parcialmente el préstamo hipotecario al originador; Brindar seguro en el mercado secundario de hipotecas
Calificadoras de Riesgo	Evaluar la calidad crediticia de los Originadores Hipotecarios; Calificar los MBS (Borhis)
Inversores Institucionales o Particulares	Invertir en MBS (Borhis).

6.4. Rol del Estado

El Estado participa en el mercado hipotecario a través de determinados organismos con el objetivo principal de eliminar el déficit habitacional que sufre, sobre todo en los sectores de bajos ingresos de la población. En este segmento de población, las posibilidades de acceso al financiamiento de vivienda son restringidas, ya sea porque no se cuenta con ingresos regulares para soportar el pago de del préstamo hipotecario, o bien porque teniendo ingresos fijos, éstos no son suficientes. Los programas de financiamiento a la vivienda se han orientado fundamentalmente a la población ubicada en el sector formal de la economía que son sujetos de crédito, lo que deja a un amplio sector que no ha sido considerado dentro de los esquemas tradicionales de financiamiento y es en este tramo de población que el Estado focaliza sus acciones a través de los programas de subsidios que hablaremos a continuación.

La institución gubernamental que tiene importancia como participante en el mercado hipotecario para los sectores de bajos recursos es el Fideicomiso Fondo Nacional de Habitaciones Populares (FONHAPO). Atiende la demanda nacional de vivienda de las familias de bajos recursos, operando un sistema de subsidios. Otorgan subsidios para la adquisición, mejoramiento y construcción de una vivienda para familias de bajos ingresos a través de diferentes programas. Los recursos federales se aplican otorgando a los Beneficiarios un apoyo económico complementario a su aportación.

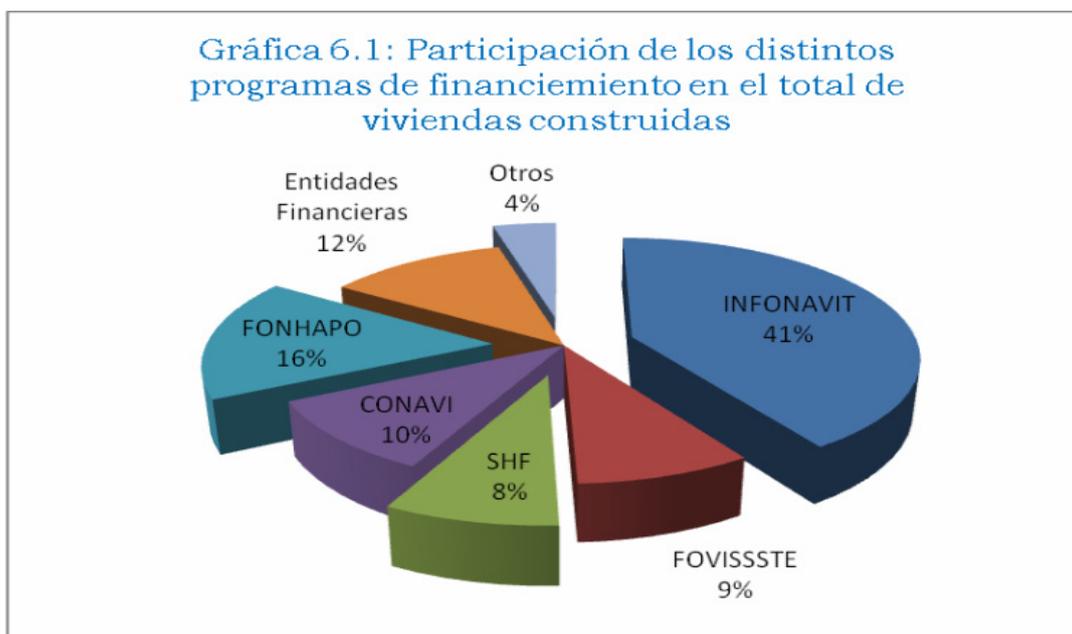
El Consejo Nacional de Vivienda (CONAVI), tiene como función proponer medidas para la planeación, formulación, instrumentación, ejecución y seguimiento de la Política Nacional de Vivienda¹⁵. Por lo tanto al tener una visión global de dicho mercado, se puede a través de políticas nacionales coordinar acciones hacia el mayor desarrollo del mercado de la vivienda.

Por último mencionaremos al FOVI, *El Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda*, el cual es un fideicomiso del Banco de México, creado en 1963, cuyo objetivo consiste en canalizar fondos a los bancos comerciales y a las sociedades financieras de objeto limitado, para vivienda de interés social. Sus recursos provienen de aportaciones del Gobierno Federal, recuperación de la cartera de créditos y crédito externo e interno.

Basándonos en información del Programa Nacional para el financiamiento a la vivienda meta 2008 (CONAVI), expondremos datos sobre el total de los financiamientos hipotecarios,

¹⁵ www.conavi.org.mx

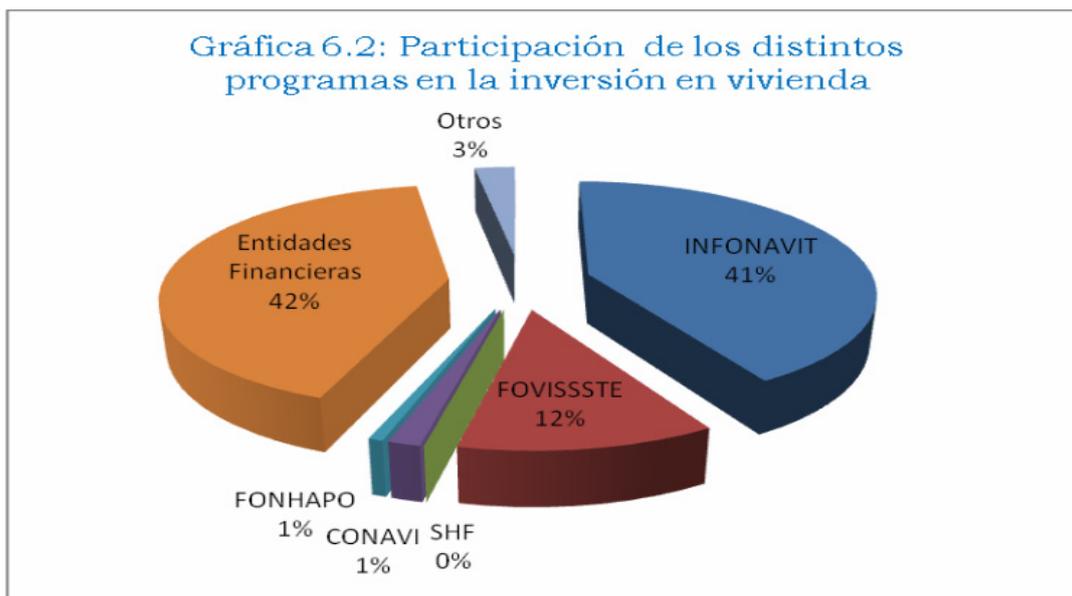
así como el equivalente a unidades de viviendas financiadas. De esta forma veremos como esta repartido el mercado de crédito hipotecario en México, observando la participación de los originadores de créditos hipotecarios en el total de préstamos otorgados y viviendas financiadas.



Aclaración: Entidades Financieras nuclea a las Sofoles y la Banca Comercial privada principalmente.
Fuente: <http://www.cmic.org/mnsectores/vivienda/2008/CONAVI/programa2008.htm>

En base al gráfico 6.1 se puede observar como la participación de las entidades financieras en el total de viviendas es baja, tan solo llegando a un 12%, mientras que el principal proveedor de viviendas es el INFONAVIT.

Sin embargo si observamos la participación de los distintos originadores comparando montos de crédito otorgado, las Entidades Financieras son las que han otorgado el mayor monto, seguidos por el INFONAVIT. Esto quiere decir que el destino de los créditos hipotecarios de las entidades financieras es hacia sectores de la población medios y altos, que demandan montos mayores, mientras que el destino de los créditos hipotecarios de INFONAVIT es al sector bajo principalmente, por lo cual el monto demandado por deudor es menor.



Fuente: <http://www.cmic.org/mnsectores/vivienda/2008/CONAVI/programa2008.htm>

Es decir FONAVIT da muchos créditos de bajo valor para construir viviendas y por eso aparece como principal proveedor de viviendas, mientras que las entidades financieras dan relativamente pocos créditos, pero de alto valor y por lo tanto con sus préstamos se construyen menor cantidad de viviendas, pero de mayor valor.

Otra función importante del Estado fue el desarrollo del mercado secundario de hipotecas, la cual fue posible gracias a la estabilidad económica alcanzada a partir de la segunda mitad de los noventa, junto con una reestructura del marco regulatorio e institucional que dio nacimiento a los inversores institucionales que fueron demandantes de instrumentos hipotecarios de largo plazo.

Por último el Estado permite la deducción de los intereses reales de los préstamos hipotecarios del impuesto a la renta, únicamente a las personas que hayan contraído el préstamo a través del sistema financiero para vivienda propia. Esto estimula el contraer un crédito hipotecario, a través de un abaratamiento en la financiación.

A continuación expondremos un cuadro con la estructura de tenedores de BORHIS, utilizando como fuente el análisis económico sectorial de México, realizado por Ixe grupo financiero, en Marzo del 2008.

Estructura de Tenedores de Borhis	
Tipo de inversor	% Sobre total de Borhis
Siefores	38%
Inversionistas Nacionales	15%
SHF	19%
Casas de Bolsa	20 %
Aseguradoras	7%
Extranjeros	1%

Se puede observar un patrón importante de comportamiento: el iniciador del desarrollo del mercado secundario es el sector público y también es el que asume los costos y riesgos iniciales. Una vez que el sector privado observa que esta forma alternativa de fondeo es de utilidad para el sector público, dado que tiene aceptación por los inversionistas, comienza a participar.

Finalmente expondremos el siguiente cuadro donde se resumen las características del Rol del Estado en el financiamiento a la vivienda:

Rol del Estado		
¿Cómo Participa?	¿A través de quien?	¿Con que objetivo?
Otorgando créditos hipotecarios	Instituciones de Fomento	Facilitar el acceso al financiamiento hipotecario.
Otorgando subsidios con destino a la vivienda	Instituciones de Fomento	Permitir el acceso a la vivienda a los sectores de más bajos ingresos.
Creando un sistemas de ahorro individual	Instituciones de Fomento (Infonavit y Fovissste)	Ahorrar para el desembolso inicial de un crédito o a modo de garantía del mismo.
Desarrollando instrumentos financieros	Banco de Segundo Piso, Banco Central	Reducir los costos de financiamiento, incrementar el acceso al crédito hipotecario y otorgar liquidez al sistema.
Regulando y Supervisando a las Instituciones Financieras.	Banco Central, Ministerio de Vivienda (CNBV)	Garantizar la estabilidad del Sistema.
Coparticipando con el sector privado	Instituciones de Fomento (Infonavit y Fovissste)	Disminuir los costos absorbidos por el Estado y aumentar la participación privada.

6.5. Conclusiones

El mercado de crédito hipotecario mexicano ha tenido un desarrollo tardío, debido a sucesivos problemas de carácter económico relacionados a la alta inflación, elevadas tasas de interés, y al bajo nivel de ingreso de la mayoría de la población, lo cual restringió la oferta de crédito para la vivienda a la mayor parte de la población.

Es recién en la década de los '90 que el Estado ensaya una serie de reformas dentro de la que se destaca la creación de la UDI como unidad de cuenta de los préstamos a largo plazo, y el fomento al desarrollo del mercado secundario de hipotecas, que finalmente logró canalizar fondos hacia el sector y abaratar los costos de la intermediación financiera.

Dado el vacío que generaba la escasa participación del sector privado en el financiamiento a la vivienda, principalmente hacia los sectores de ingresos medios y bajos, el Estado creó una serie de programas y organismos con el objetivo de solucionar el fuerte déficit habitacional que existía en el país.

En primer lugar el Estado desarrolló programas de cofinanciamiento con el sector privado, contribuyendo a que sectores que no tenían acceso al crédito por la vía tradicional lograran tenerlo a través de financiación parcial del crédito por parte del Estado y por un originador privado. Uno de estos programas consiste en que el Estado financia al deudor, el desembolso inicial para acceder a un crédito con una institución privada, así el deudor puede tomar un crédito, permitiendo que aquellos que no calificaban al préstamo al no tener ahorros suficientes, lo hagan en esta modalidad. De esta manera el Estado logra generar un aumento de la oferta del crédito hipotecario otorgado por el sector privado.

En segundo lugar, la creación por parte del Estado de un seguro hipotecario, contribuyó al desarrollo en dicho mercado al disminuir el desembolso inicial que debería hacer el solicitante del crédito para obtener financiación. Por medio de este tipo de seguro hipotecario, que comenzó siendo provisto por el Estado, y actualmente los proveen también aseguradoras privadas es que se logra disminuir el riesgo para el originador y de esa forma generar una mayor oferta crediticia por parte de los Bancos.

En tercer lugar la reforma previsional realizada por el Estado, permitió la creación de nuevos agentes participantes como los agentes institucionales, actualmente los principales demandantes de securities en México.

En cuarto lugar el desarrollo del mercado secundario de hipotecas, también incentivado por el Estado, benefició a los Bancos al contar con una fuente alternativa de recursos y de esa forma poder volcar más crédito hipotecario al mercado. También al ser los recursos obtenidos a un costo menor, se beneficiaban los demandantes al poder acceder a un financiamiento más económico.

En quinto lugar, un instrumento importante en el desarrollo del mercado secundario de hipotecas fueron los Borhis fungibles. Este fue un instrumento que permitió a los originadores pequeños poder financiarse en el mercado de capitales.

Se puede ver que el Estado en México trata de desarrollar el mercado hipotecario principalmente por el lado de la oferta, ya que la demanda existía, al haber un déficit habitacional importante. Por lo tanto lo que faltaba eran incentivos al sector privado para incrementar la oferta de crédito.

Que haya sido el Estado el que realizó dichas reformas y también el que comenzó utilizando estos instrumentos financieros, no es casualidad, dado que siempre el iniciador es el que asume los costos más altos y también los mayores riesgos. Dado que el sector privado es más reacio a asumir esos riesgos al menos en México, el único que se encontraba en condiciones de realizarlo era el Estado.

Por lo tanto observamos claramente que el Estado en un principio cumple la función de proveedor de crédito hipotecario, para luego en una segunda etapa en la que el mercado se haya desarrollado lo suficiente, pasar a ser el regulador y supervisor de los agentes que surgen a partir de las reformas.

7. El Caso de Chile

7.1. Breve Reseña Histórica

En el caso chileno, fue el Estado quien comenzó a fomentar y otorgar préstamos para financiar la compra de viviendas, y lo hizo a través de la creación de la primera ley habitacional chilena que establecía un instrumento de emisión de Bonos de la Caja de Crédito Popular. Sin embargo, también el sector privado tuvo una muy temprana aunque poco exitosa participación en el mercado, mostrando así el interés por parte de las autoridades de no monopolizar el mercado de créditos sino de buscar la articulación entre sector público y privado.

Esta modalidad de crédito a la vivienda basada en la emisión de bonos, prevaleció hasta la década de 1930, cuando los altos niveles de inflación la hicieron fracasar debido a que los bonos se emitían en moneda local y con una tasa fija.

A mediados de la década del '50 surge el Banco del Estado como fusión de algunas instituciones estatales, y se crea también la Corporación de la Vivienda (CORVI), la cual es una empresa autónoma del Estado y cuyo objetivo fue la participación en la ejecución de viviendas, la urbanización y la construcción de barrios a través del diseño de un Plan de Vivienda, destinado fundamentalmente a la solución de problemas habitacionales de la población de bajos ingresos. También existieron estímulos para que el sector privado tuviera una participación mas activa en el sector de préstamo y construcción¹.

La forma de financiamiento de este sistema fue la emisión de Bonos, pero esta vez, reajustables a un índice de salarios. Estos Bonos eran emitidos por el Banco del Estado, y los fondos recaudados serían utilizados por la CORVI para el financiamiento de sus planes habitacionales.

A pesar de estas medidas adoptadas, este plan de viviendas fracasó ya que se logró concretar un bajo porcentaje de las viviendas proyectadas a lo que se sumó el gran aumento

¹ Estas políticas de estímulo al sector privado consistieron básicamente en la creación del Bono Reajutable, la creación de un Seguro de Arriendos y Seguro de Créditos, deducciones fiscales y fomento del crédito.

en la demanda de viviendas producto del aumento de la población. El fracaso de este plan se atribuye principalmente a la poca articulación y coordinación de las políticas implementadas².

Se establecieron de esta forma, políticas de acción tendientes a estimular la participación del sector privado en la población de ingresos medios-altos, mientras que el sector público atendería la demanda de población de bajos ingresos.

Para la población de mayores ingresos se crea el Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo para la Vivienda (SINAP) el cual comenzó captando fondos del público y otorgando créditos mediante la emisión de instrumentos que otorgaban un tipo de ajuste mixto basado en Índices de Sueldos e Índices de Precios al Consumo, el cual constituyó la base para la creación de la Unidad de Fomento (UF) que incorporaría únicamente como variable de ajuste al índice de precios al consumo. Este fue un mecanismo que tuvo éxito como instrumento de ahorro ya que protegía a los ahorristas de la inflación, pero existía el problema de descalce de plazos ya que los ahorros eran a corto plazo y a la vista mientras que los préstamos eran de largo plazo.

En 1967 se creó la UF, la cual se convirtió en la unidad en la cual se otorgan los créditos por parte del SINAP, y que utiliza al índice de precios al consumo para el cálculo de su valor. Se comenzó de esta manera una nueva etapa en la modalidad de préstamos hipotecarios basada en un instrumento que permite la cobertura de los efectos provocados por la inflación a la vez que utiliza una tasa de interés real fija. Para ese entonces, era el Estado el único que tenía la potestad de utilizar este instrumento, por lo cual no existía crédito privado de largo plazo.

Este fue un instrumento exitoso para el SINAP no solo por lo que implica el mecanismo de indexación al IPC sino principalmente por ser la única institución que otorgaba esta posibilidad de financiamiento. Esto se vio evidenciado a comienzos de la década del '70 cuando, la liberalización financiera provocó la desmonopolización de este instrumento para lograr un desarrollo del mercado de capitales, y por lo tanto el SINAP tuvo que salir a competir en igualdad de condiciones con la Banca Privada. Sumado a esto, la liberalización financiera provocó un aumento en las tasas de interés de los Bancos ocasionada por la gran inflación esperada y por el incremento en la demanda de créditos, mientras que el SINAP continuó con restricciones en cuanto a los intereses pagados por los depósitos lo cual produjo una transferencia de recursos financieros hacia la Banca Privada.

² Para una mayor profundización leer "Tomando su sitio: El Movimiento de Pobladores de Santiago"; Mario Garcés; 2002.

Finalmente, debido a la pérdida de confianza en el sistema, a la inestabilidad política y a los altos niveles de inflación en SINAP no pudo sostenerse y terminó quebrando.

Para la población de menores ingresos se creó en 1965 el Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU), el cual dictaba políticas de acción para los sectores pobres de la población y otorgaba subsidios en base a las necesidades individuales de cada núcleo familiar y a su capacidad de ahorro y endeudamiento, canalizando hacia el sector privado el financiamiento suplementario.

Luego del fracaso del SINAP, el gobierno puso en marcha una reforma tendiente a dividir el mercado de vivienda entre el sector público y el privado, en el cual el primero atendería exclusivamente la demanda de los sectores pobres mediante el MINVU y el segundo quedaría a cargo tanto de la construcción como del financiamiento para los sectores medios-altos.

Bajo este nuevo sistema comenzó a generarse un desarrollo en el mercado de crédito hipotecario con activa participación del sector privado el cual comenzó a financiarse mediante la emisión letras de crédito hipotecarias y con el apoyo del sector público que actuaba como demandante de los mismos para lograr el desarrollo incipiente del mercado de capitales.

Esta reforma también dio nacimiento a la securitización, estableciéndose como un nuevo mecanismo de inversión y con el objetivo de disminuir el costo del financiamiento y ampliar las posibilidades de inversión tanto de los agentes institucionales como del público en general.

Este sistema de complementariedad entre sector público y privado es el que prevalece en la actualidad.

7.2. Marco Regulatorio

Al igual que en el resto de los países latinoamericanos, el sistema financiero chileno estuvo fuertemente regulado hasta la década de los 70 y con un alto grado de intervencionismo por parte del Estado estableciendo controles sobre el nivel de crédito y las tasas de Interés.

A partir del año 1974 se entra en un proceso gradual de apertura financiera en el cual se liberalizan las tasas de Interés, se eliminan los controles al crédito y se privatizan algunas

instituciones bancarias, la cual no fue acompañada de una adecuada modificación en el marco regulatorio existente, lo que desencadenó un crisis financiera con el quiebre de algunas instituciones privadas. *“Parece evidente que la legislación financiera vigente en Chile durante la segunda mitad de los 70 y comienzos de los 80 fue deficiente. Ello por cuanto el grado de conocimiento que tenían las autoridades de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras con respecto a la calidad de cartera de los Bancos era claramente insatisfactorio³”.*

A partir de entonces comienza una reestructura del sistema financiero con la promulgación de una nueva ley de Bancos la cual tuvo un impacto positivo para el desarrollo del sistema financiero chileno.

El nuevo marco regulatorio del sistema financiero establecía una serie de medidas tendientes a limitar la capacidad de los Bancos de otorgar préstamos que no estuvieran debidamente respaldados, esto es, mantener niveles de liquidez adecuados en función de los depósitos a la vista. También se establece la obligatoriedad de realizar informes sobre la situación económico-financiera de la institución, y una descripción de las actividades que las mismas pueden realizar.

La nueva ley de Bancos del año 86 tuvo, como dijimos, un efecto positivo en el desarrollo del sistema financiero chileno, logrando reducir los costos del financiamiento, así como el riesgo crediticio de la cartera de inversión de las instituciones, lo que derivó en una mejora del nivel de confianza en el sistema e incrementó los instrumentos de deuda de largo plazo.

Actualmente el sistema financiero chileno se organiza de acuerdo a tres grandes sectores clasificados de acuerdo al regulador encargado de su supervisión. En primer lugar, la actividad bancaria está regulada por el Banco Central de Chile (BCCH) y por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financiera, a través de la Ley General de Bancos la cual establece las normas que rigen en el sector financiero en general y de sector de créditos para vivienda en particular. En segundo lugar, las Administradoras de Fondos de Pensión son reguladas por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensión (SAFP) y finalmente, el Mercado de Valores y Seguros se regula de acuerdo a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

³ La transformación Económica de Chile; Felipe Larraín, Rodrigo Vergara; Cap. 9: Reforma Financiera en Chile.

El BCCH, a través de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, es la institución que regula las operaciones de crédito y la emisión de instrumentos de financiamiento de los créditos hipotecarios como las Letras Hipotecarias o los Mutuos Hipotecarios de los cuales hablaremos mas adelante.

El régimen regulatorio en cuanto a las AFPs establece la fiscalización de las inversiones realizadas con los recursos de los Fondos de Pensión, la composición de la cartera de inversiones, los límites en cuanto al capital de riesgo que pueden mantener, así como una lista explícita de los activos de riesgo en los cuales se les está permitido invertir. Para determinar la calificación de los activos de riesgo, el Estado creó la Comisión Clasificadora de Riesgos, institución encargada de dicho fin. Actualmente este papel lo cumplen las Agencias Calificadoras Privadas.

Los títulos emitidos para el financiamiento de una vivienda son, por su propia naturaleza, papeles de largo plazo, mientras que las prestaciones a que se obligan tanto las Administradoras de Fondos de Pensiones, así como las compañías de seguros son también de largo plazo, puesto que están diferidas hasta el momento en que el trabajador o sus beneficiarios puedan pensionarse. *“La capacidad de absorción de instrumentos de largo plazo por parte del mercado fue de tal magnitud que en cosa de pocos años el sistema de financiamiento habitacional con letras de créditos se volvió enteramente viable⁴”.*

La Superintendencia de Valores y Seguros tiene por finalidad la fiscalización de las actividades de las instituciones que participan en el mercado de Valores y de Seguros y dicta las disposiciones que rigen en dicho mercado.

7.3. Agentes Participantes

Actualmente en el mercado de crédito hipotecario chileno intervienen actores tanto privados como públicos pero mientras que el primero se focaliza en préstamos para la población con ingresos medios-altos y altos, el sector público (a excepción del Banco del Estado de Chile) actúa exclusivamente en programas de financiamiento para la población de ingresos bajos a través del Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU).

⁴ Nuevos Mecanismos de Financiamiento Habitacional en los Bancos Hipotecarios y de Vivienda; ALIDE; 1997.

Los programas del MINVU están dirigidos a sectores de la población con escasas posibilidades de acceder a un mecanismo tradicional de financiamiento, pero se toma en cuenta que en términos generales posean capacidad de ahorro y sean sujetos de crédito del sistema financiero, por lo que el MINVU se encarga de estructurar un subsidio parcial que se complementa con el ahorro previo y el financiamiento bancario (generalmente el Banco del Estado de Chile).

En cuanto a los instrumentos respecto al mercado de crédito hipotecario, existen actualmente dos modalidades: El crédito hipotecario con Letras de Crédito y el Mutuo Hipotecario ya sea endosable o no endosable.

El primero, es decir el crédito hipotecario con letras de crédito, es una modalidad de financiamiento empleado por los bancos que consiste en la emisión por parte de estos, de una Letra Hipotecaria la cual es transada en la Bolsa de Valores para obtener así el financiamiento para el otorgamiento del Crédito. El gran desarrollo alcanzado por el mercado de capitales chileno hizo posible esta modalidad ya que la reforma previsional del año 1981 fue un factor clave en el crecimiento del mercado de instrumentos hipotecarios.

La letra hipotecaria es un instrumento financiero al portador que se sirve con el pago de cupones que comprenden cuotas tanto de amortización como de interés. La letra es emitida por un banco, sólo con motivo del otorgamiento de un préstamo que necesariamente debe estar garantizado con primera hipoteca sobre un bien raíz.

El precio que se obtiene en la Bolsa de Valores por la venta de las letras puede diferir de su valor nominal. En la escritura de crédito hipotecario debe precisarse la parte contratante que se hará cargo de esta diferencia, que generalmente será el deudor.

“Las instituciones financieras pueden utilizar letras de crédito para vivienda solamente en el otorgamiento de préstamos para adquisición, construcción o ampliación de viviendas⁵”.

Las normas del Banco Central de Chile establecen que los préstamos que efectúen las instituciones financieras bajo esta modalidad, no podrán exceder del 75% del valor de tasación del inmueble ofrecido en garantía. En cuanto al plazo del préstamo, este deberá ser igual al

⁵ Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras – Chile; Recopilación de Normas Bancos y Finanzas; Cap. 9-1.

vencimiento de las letras de crédito, mientras que la tasa de interés podrá ser fija o variable, pero siempre idéntica a la que corresponde a las letras de crédito. De esta forma el banco tiene siempre cubierta su posición en cuanto a plazos, monedas y tasa de interés.

También deben ser coincidentes, los montos pagados en cada período: *“La suma de los dividendos del mutuo⁶, cualquiera sea la periodicidad en que deben ser pagados, debe ser coincidente, en lo que a cuota de capital e intereses se refiere, con la respectiva cuota de amortización de capital e intereses de las correspondientes letras de crédito emitidas⁷”*.

En cuanto a la garantía hipotecaria la misma deberá ser de “primer grado⁸”. Sin embargo, si dos instituciones financieras participan simultáneamente en el otorgamiento de un crédito podrán, de común acuerdo, fijar el orden de precedencia en cuanto a la garantía hipotecaria de primer y segundo grado.

El inmueble dispuesto en garantía deberá estar asegurado contra incendio por parte del deudor durante la totalidad del período que abarque el préstamo y por un monto no menor al préstamo otorgado. También deberá contar con seguro de desgravamen⁹.

Cave destacar que es posible cancelar anticipadamente (en forma total o parcial) la deuda contraída por el beneficiario del préstamo hipotecario ya sea mediante el pago en efectivo del saldo adeudado, como mediante letras hipotecarias de iguales características a las que originaron el préstamo.

Una disposición del BCCH que ayuda al desarrollo de este instrumento es la obligatoriedad de que las instituciones emisoras informen al público inversionista de las características principales de las letras de crédito emitidas, tales como monto de la emisión, tasa de interés, sistema de reajuste y amortización, así como también lo relativo a los antecedentes legales, sociales, financieros y administrativos de las mismas.

⁶ Se le denomina mutuo, al colateral de la letra de crédito emitida, es decir, al préstamo hipotecario.

⁷ Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras – Chile; Recopilación de Normas Bancos y Finanzas; Cap. 9-1.

⁸ Es aquella en la cual el acreedor tiene el primer derecho de recuperación del monto garantizado en la hipoteca, ante otros acreedores que tienen también garantía de pago sobre la misma propiedad.

⁹ Es un seguro obligatorio asociado a todos los créditos hipotecarios, que cubre el saldo insoluto de la deuda, en caso de fallecimiento del asegurado.

El otro mecanismo para el otorgamiento de préstamos es el Mutuo Hipotecario que consiste en un crédito otorgado por la institución financiera para la compra, construcción o refacción de un inmueble, y está garantizado por la hipoteca la cual deberá contar con seguro de desgravamen y un seguro de incendio por el valor de tasación del inmueble. En este caso el Banco financia el crédito con recursos propios y no se genera una diferencia en el valor del mismo como sucede con las Letras Hipotecarias.

Los requisitos en cuanto a la garantía son los mismos que en el caso de las Letras Hipotecarias, es decir, de primer grado y exclusivos para cancelar la obligación determinada.

Según lo que establecen las normas del Banco Central, los préstamos que se otorguen bajo esta modalidad, no podrán exceder del 80% del valor de tasación del inmueble ofrecido en garantía, los plazos para el repago del mismo no podrán ser mayores a 40 años, mientras que la tasa de interés puede ser tanto fija como variable.

Estos préstamos ofrecen la posibilidad de endoso, es decir que se puede vender el crédito adquirido a otra institución financiera o a un tercero lo cual implica el traspaso de las garantías, derechos y privilegios del acreedor, pero las condiciones del mismo en cuanto a plazos, tasas de interés y valor del bien en garantía permanecerán incambiadas hasta la finalización del mismo.

“La operación de préstamo hipotecario, da nacimiento a un título de crédito constituido por la escritura pública en que consta, con la precisa finalidad de que éste circule, para lo cual se permite que sea transferido mediante endoso, sin responsabilidad para la institución endosante¹⁰”.

La diferencia principal entre las letras de crédito y el mutuo hipotecario, es que en este caso el solicitante recibe el 100% del crédito que figura en el contrato del préstamo mientras que en el caso de las letras, éstas están sujetas a las fluctuaciones del mercado, lo que significa que podrá recibir un menor monto del que solicita originalmente. También hay que tener en cuenta que el Mutuo Hipotecario es generalmente más caro que la Letra Hipotecaria debido a que es el propio banco el que financia la operación mediante fondos propios que no están acotados a una única fuente de financiamiento, con lo cual corre mayores riesgos que en el caso de las Letras Hipotecarias.

¹⁰ Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Chile; Recopilación Actualizada de Normas; Cap. 8-4; Hoja 6.

Finalmente otro mecanismo que funciona en Chile para la adquisición de la vivienda es el Leasing Habitacional¹¹ que consiste no en un crédito para la compra de una vivienda, sino en cuotas que se pagan para la adquisición futura de la misma, lo cual permite transformar el gasto de alquiler mensual en un aporte que, a largo plazo, permite convertir a los arrendatarios en propietarios.

Con respecto a los agentes participantes del sector, el principal actor en el mercado primario de crédito hipotecario son los Bancos públicos, y lo hacen a través de algunos de los instrumentos descritos anteriormente. Dentro de la participación bancaria se destaca el Banco del Estado de Chile (BENCH) alcanzando en el año 1997, cerca del 40% del mercado tradicional y un 70% en los préstamos con subsidio¹².

La principal fuente de financiamiento del BENCH han sido las letras hipotecarias, mientras que los fondos propios han representado un porcentaje significativamente bajo del mismo.

También existen otras instituciones especializadas en el otorgamiento de crédito hipotecario: Las Administradoras de Mutuos Hipotecarios o Sociedades Mutuarias las cuales emiten créditos en base a este instrumento y están reguladas, al igual que el resto de la banca, por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

El resto del mercado primario de hipotecas lo completan los Bancos privados, significando este mercado, un porcentaje importante de los negocios de los mismos. Los principales instrumentos utilizados por los Bancos para el año 2007 son los Mutuos Hipotecarios No Endosables con un 67%, mientras que las Letras de Crédito ocupan un 23% y los Mutuos Hipotecarios Endosables apenas el 9%¹³.

La ley de Bancos permite también a las Compañías de Seguros, otorgar Mutuos Hipotecarios Endosables, los cuales serán administrados por las Administradoras de Mutuos Hipotecarios o por los Bancos Comerciales. La ley establece expresamente que “De

¹¹ Un leasing es un contrato mediante el cual una persona natural o jurídica traspasa a otra el derecho de usar un bien a cambio de alguna compensación, generalmente un pago periódico y por un tiempo determinado, al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien, renovar el contrato o devolver el bien.

¹² Nuevos Mecanismos de Financiamiento Habitacional en los Bancos Hipotecarios y de Vivienda; ALIDE; 1997.

¹³ Datos de MINVU, pagina Web.

conformidad con las disposiciones....., las compañías de seguros podrán otorgar, por intermedio de un agente administrador, mutuos hipotecarios endosables y adquirir aquellos otorgados por dichos agentes administradores”¹⁴.

Como mencionamos anteriormente, aparte del mercado primario de hipotecas, es decir, el que otorga créditos para compradores o usuarios de viviendas, existe un mercado secundario en el cual los originadores venden o transfieren dichos créditos principalmente a inversores institucionales que cuentan con fondeo a largo plazo como son las AFP o las compañías de seguros, los cuales han sido fundamentales para el desarrollo de nuevos instrumentos como la securitización.

Los inversores institucionales son Compañías de Seguros y las Administradoras de Fondos de Pensiones y Fondos de Inversión. Estos agentes han tenido un rol protagónico en la captación de instrumentos financieros de largo plazo como las letras hipotecarias. En efecto, mientras en 1985 las letras hipotecarias con plazos de entre 12 y 29 años alcanzaban a U\$S 2.700 millones (6% del PBI), a fines de 1997 el stock era de U\$S 10.700 millones (13% del PBI)¹⁵.

La securitización en Chile se realiza a través de las llamadas Sociedades Securitizadoras, entre las que se destaca Transa Securitizadora S.A. y Santander S.A. Sociedad Securitizadora y que consisten en una figura legal la cual adquiere el activo del originador que en general son Mutuos Hipotecarios, Letras de Crédito Hipotecario o contratos de Leasing Habitacional y lo utilizan como respaldo para la emisión de títulos de fácil colocación en el mercado secundario.

Los activos utilizados como colateral por parte de la sociedad securitizadora, es decir los prestamos hipotecarios que conforman el patrimonio separado, deben cumplir una serie de requisitos de forma de minimizar el riesgo crediticio: La contratación por parte del deudor de un seguro de desgravamen y un seguro de incendio, una relación máxima del 25% entre el valor de la cuota y los ingresos del núcleo familiar, una relación máxima entre la deuda y el valor del inmueble (LTV) del 80%, y otros requisitos relacionados con la actividad laboral del deudor como ser nivel de ingreso y años ininterrumpidos de actividad laboral.

¹⁴ Recopilación actualizada de normas; Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

¹⁵ La transformación Económica de Chile; Felipe Larraín, Rodrigo Vergara; Cap. 9: Reforma Financiera en Chile.

Las Agencias Calificadoras se encargan de establecer la evaluación crediticia de la cartera de préstamos que conforman el patrimonio separado, así como también la calificación de los bonos emitidos por las Sociedades Securitizadoras.

En el siguiente cuadro resumiremos los principales agentes participantes del mercado de crédito hipotecario chileno:

Agentes Participantes	Función o Rol que Cumplen
Bancos Comerciales	Emitir Letras Hipotecarias y Mutuos Hipotecarios; Administrar los Mutuos Hipotecarios emitidos por las Compañías Aseguradoras.
Banco del Estado de Chile	Emitir Letras Hipotecarias y Mutuos Hipotecarios; Facilitar el financiamiento a los sectores de ingresos bajos.
Administradoras de Mutuos Hipotecarios.	Originar Mutuos Hipotecarios Endosables; Administrar los Mutuos Hipotecarios emitidos por las Compañías Aseguradoras.
Entidades securitizadoras	Emitir MBS en base a Mutuos y Letras Hipotecarias.
Aseguradoras	Otorgar seguro de vida e incendio al deudor hipotecario; Emitir Mutuos Hipotecarios Endosables.
Inversores Institucionales o Particulares	Invertir en securities MBS o letras hipotecarias.
Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU)	Desarrollar políticas en materia de vivienda; Diseñar programas especiales para los sectores de bajos ingresos.

7.4. El Rol del Estado

El Estado chileno ha estado presente en el mercado de vivienda desde los comienzos, como dijimos previamente, ya sea cumpliendo el papel de agente financiero como el de regulador.

Sin embargo a diferencia de otros países, ha sido el sector privado el que ha permitido el gran dinamismo alcanzado recientemente mostrando una clara intención de las autoridades de transitar hacia la liberalización del mercado financiero en general e hipotecario en particular.

En la actualidad las acciones del Estado en materia de financiamiento habitacional han buscado una complementariedad entre sector público y sector privado limitando la acción del

primero a aquellas que no pueden ser efectuadas eficientemente por agentes privados debido por ejemplo al bajo monto de los préstamos, los cuales tienen costos fijos elevados, o a restricciones en el nivel de ingreso de los hogares que impiden afrontar un crédito en condiciones normales y que por lo tanto limita la oferta de los mismos hacia ese sector.

El Estado lleva adelante programas habitacionales a través del MINVU, identificando a los beneficiarios de los mismos y ofreciendo diferentes alternativas según las necesidades. Estos programas varían en su modalidad de acuerdo a las posibilidades económicas de los hogares y tiene en cuenta tres aspectos para la determinación del mismo.

En primer lugar se considera la capacidad de ahorro del postulante. Los beneficiarios que accedan al plan de subsidio deben firmar un contrato de ahorro con alguna institución financiera en el cual se especifique el monto total del ahorro, el saldo promedio a mantener y el plazo.

Este criterio tiene el objetivo de dar importancia a la generación de ahorro permitiendo el acceso a viviendas de mayor valor a quienes cumplan con un programa de ahorro más exigente. El otro componente a tener en cuenta es el monto del subsidio al que pueden acceder según las necesidades y posibilidades que estime el Ministerio. Dicho subsidio se recibe por única vez siempre que cumplan con los requisitos preestablecidos que implican no haber recibido ningún subsidio habitacional previo, no ser propietarios de viviendas y haber cumplido con el contrato de ahorro previo.

Finalmente, en caso de ser necesario para completar el monto solicitado, se accede al financiamiento por parte de alguna institución ya sea pública o privada. Esto quiere decir que el sector privado participa en el otorgamiento de préstamos aún en aquellos destinados a núcleos familiares de bajos ingresos pero que reciben apoyo financiero por parte del Estado que hace viable la operación desde el punto de vista económico.

Aparte de la política de subsidios destinados a un sector específico de la población, también se han creado estímulos fiscales genéricos que repercuten en una disminución del costo de financiamiento como lo es por ejemplo la posibilidad de descontar los intereses pagados por el crédito a la vivienda, a la declaración anual de ingresos que se utiliza como base para la liquidación del impuesto a la renta. Esto abarata el costo del financiamiento y permite que un mayor número de personas pueda acceder al mismo.

Sin embargo, uno de los logros mas importantes del Estado en materia de apoyo al crecimiento del sector consiste en el mantenimiento de un escenario de estabilidad macroeconómica que permitió el desarrollo de los nuevos instrumentos financieros. El control de las fluctuaciones de los precios relativos es un aspecto fundamental para el fomento de fuentes de financiamiento de largo plazo.

En el siguiente cuadro se resumen las características del Rol del Estado en el financiamiento a la vivienda:

Rol del Estado		
¿Cómo Participa?	¿A través de quien?	¿Con que objetivo?
Desarrollando y fomentando la unidad de cuenta apropiada.	Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (SINAP)	Permitir el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo
Elaborando y diseñando políticas de vivienda	Ministerio de Vivienda (MINVU)	Facilitar el acceso a la vivienda a la población de bajos ingresos.
Demandando letras hipotecarias.	Agentes Institucionales	Desarrollar y fomentar instrumentos de crédito hipotecario.
Estableciendo las condiciones adecuadas para el desarrollo del mercado secundario.	Banco Central de Chile (BCCH)	Disminuir el costo del financiamiento hipotecario.
Coparticipando con el sector privado.	Ministerio de Vivienda (MINVU)	Trasladar recursos del sistema financiero privado hacia los sectores de bajos ingresos.

7.5. Conclusiones

El éxito en el funcionamiento del mercado hipotecario Chileno se sostiene en tres aspectos fundamentalmente.

En primer lugar, la existencia de una unidad de cuenta que protege a los inversores de los prejuicios que ocasiona la inflación no esperada como es la UF, la cual logró una gran aceptación por parte del público, constituyéndose en la unidad en la cual se otorgan entre el 70 y el 80 por ciento de los instrumentos de renta fija de largo plazo¹⁶. Al mismo tiempo tuvo

¹⁶ Financiamiento de la vivienda en Uruguay; Universidad de la República; 2004.

un efecto positivo desde el punto de vista de los oferentes de crédito hipotecario, manteniendo el valor real de los préstamos otorgados. La estabilidad macroeconómica lograda a partir de la década de los noventa y el compromiso de las autoridades de mantener la inflación en niveles bajos, fue un factor determinante para el desarrollo de instrumentos como la letra de crédito hipotecaria.

De esta manera, la UF logró incrementar tanto la oferta de préstamos de largo plazo, como la demanda de instrumentos financieros utilizados para el fondeo de los mismos, lo cual repercutió en un incremento del crédito hipotecario.

El segundo aspecto tiene que ver con la existencia de un marco regulatorio adecuado que permitió, a raíz de la reforma del sistema financiero del año 86, el desarrollo de un mercado de capitales eficiente junto con la creación de instrumentos financieros de largo plazo logrando así una fluida interconexión entre oferentes y demandantes de fondos y eliminado de esta forma los problemas de la represión financiera. En este sentido fue muy importante la intervención de agentes institucionales que se constituyeron como los principales actores en cuanto a su participación en el mercado de capitales, aportando a través de éste, los recursos para la financiación del crédito hipotecario.

La apertura y liberalización del sistema financiero chileno tuvo sus dificultades al comienzo del mismo debido a los altos niveles de inflación de la economía y a los problemas de balanza de pagos en un contexto de aumento de la tasa de interés internacional. Sin embargo a partir de la nueva ley del sistema bancario, se realizó una revisión de las normas y regulaciones dispuestas de forma de no desarticular al sistema financiero, procurando una profundización del mismo y logrando generar confianza en los agentes. Este es el punto de inflexión a partir del cual se logró desarrollar el mercado de capitales y se configuró el actual escenario del crédito hipotecario chileno, conformado básicamente por un gran número de instituciones privadas dedicadas al otorgamiento de créditos, mediante la emisión de instrumentos financieros de largo plazo que tuvieron gran aceptación por parte de los inversores institucionales.

Finalmente, el rol del Estado fue otro factor que consideramos determinante ya que buscó no desplazar al sector privado y competir con este sino centrar sus políticas en los sectores de la población que no pueden acceder a la vivienda únicamente mediante el crédito privado.

La complementariedad entre sector Público y Privado se da mediante la generación de estímulos para que el sector privado invierta en aquellos nichos de mercado en los que no existen incentivos en condiciones de competencia perfecta ya que el nivel de riesgo asumido es superior para un mismo nivel de rentabilidad. Esta situación genera insuficiencia de oferta de crédito hipotecario destinado al sector de bajos ingresos. El Estado, mediante políticas coordinadas con el resto de la banca privada, genera los incentivos suficientes para que sector privado participe en el financiamiento de la vivienda de los sectores de ingresos medio-bajos logrando de esta forma incrementar la capacidad de pago de los deudores sujetos a los programas de subsidio del estado y estimulando al sistema financiero a explotar este segmento de mercado.

8. Análisis Comparativo de los Casos de Estudio

Del análisis de los casos de estudio desarrollados previamente se pueden extraer algunas conclusiones que consideramos útiles y que podrían ayudar al desarrollo del mercado de crédito hipotecario local.

Existe entre estos países un amplio número de instituciones tanto públicas como privadas que intervienen en el sector, así como una amplia gama de instrumentos financieros que han sido clave para el desarrollo alcanzado debido a que han permitido mitigar en buena forma los riesgos asociados a la operativa del crédito de largo plazo con el objetivo de hacer más accesible el financiamiento de la vivienda.

A continuación presentamos un cuadro que resume las características particulares de cada caso de estudio y que sirve para realizar un análisis comparativo de los mismos.

	Uruguay	EE.UU.	U.K.	México	Chile
Tipo de Originadores					
Bcos Comerciales	✓	✓	✓	✓	✓
Bcos de Fomento	✓	X	X	✓	X
Sociedades Mutuales	X	X	✓	X	X
Instrumentos de Fondeo					
Depósitos	✓	✓	✓	✓	✓
Letras Hipotecarias	X	X	X	X	✓
Securitización	X	✓	✓	✓	✓
Modalidades de Seguro					
Seguro Hipotecario	X	✓	✓	✓	X
Seguro de pago oportuno	X	X	✓	✓	X
Seguro sobre emisión de MBS	X	✓	✓	✓	X
Tipo de Préstamo					
Tasa fija	✓	✓	✓	✓	✓
Tasa variable	✓	✓	✓	✓	✓
Ajuste por Inflación	✓	X	X	✓	✓
Ajuste por Salario	✓	X	X	✓	X
Posibilidad de Prepago	✓	✓	✓	✓	✓
Rol del Estado					
Subsidio	✓	✓	✓	✓	✓
Exoneraciones impositivas	✓	✓	X	X	✓
Cofinanciamiento	X	X	X	✓	✓
Desarrollo de mercado secundario	X	✓	✓	✓	✓

8.1. Originadores de Préstamos Hipotecarios

Al analizar los diferentes casos de estudio, encontramos estructuras bastante disímiles en cuanto a la participación relativa de los distintos tipos de Bancos que originan créditos hipotecarios. Consideramos que esta estructura dispar responde en parte a las diferentes características de cada mercado hipotecario junto con las políticas de vivienda implementadas por cada país a lo largo de su historia.

Los principales originadores de crédito hipotecario en EE.UU. han sido los Bancos Comerciales. Estas instituciones han encontrado las condiciones necesarias para el fuerte desarrollo de los instrumentos financieros que aportaran liquidez al sistema a la vez que redujeron el costo de los fondos para el otorgamiento de préstamos hipotecarios.

El pilar fundamental sobre el que se estructuró el mercado de préstamos hipotecarios en las décadas previas a la actual crisis financiera fue la securitización de los préstamos donde por un lado, los originadores concedían los créditos realizando una evaluación crediticia del prestatario obteniendo sus fondos a través de la venta de los paquetes de préstamos, mientras que por otro lado, la banca de segundo piso, liderada por las Empresas esponsorizadas por el Estado (GSE) inyectaban la liquidez necesaria.

En Reino Unido, si bien existe este sistema, los principales originadores de préstamos hipotecarios no son los Bancos Comerciales sino las Sociedades Constructoras. El éxito de las mismas, como anteriormente hemos mencionado, radica en que al ser sociedades mutuales, no tienen retiro de utilidades, lo que es trasladado a una reducción en la tasa de interés de sus préstamos hipotecarios. Este sistema tiene dos virtudes importantes: por un lado como dijimos, permite un financiamiento más barato a través de una menor tasa de interés cobrada por los préstamos, y por otro lado, si bien el obtener los fondos mayoritariamente a través de depósitos no parece un mecanismo recomendable debido al descalce de plazos que genera, el hecho de que parte de las utilidades se vuelquen a una mayor rentabilidad en los depositantes, genera los estímulos necesarios para mantener los depósitos en la institución y mitigar dicho riesgo. Este hecho se vio reflejado en la actual crisis financiera en donde el retiro de depósitos de las Sociedades de Construcción fue el menos afectado¹.

¹ Building Society Association. Annual Report 2007.

El Desarrollo del Crédito Hipotecario en el Uruguay – Análisis Comparativo con los Casos de Estudio

En el caso chileno, al igual que en Estados Unidos, los principales originadores de préstamos hipotecarios son los Bancos Comerciales. Si bien en sus orígenes estas instituciones se mantuvieron al margen del otorgamiento de dichos préstamos debido principalmente a la falta de condiciones económicas para el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo, estos problemas fueron solucionados en la década de los '90 y el sector financiero privado creció fuertemente en este rubro. Si bien al igual que en Uruguay, el principal originador de préstamos hipotecarios es una institución pública, en aquel país el originador cumple una función estrictamente comercial y no de fomento como ha sido históricamente en el caso uruguayo. La inexistencia de una banca estatal que otorgara préstamos en condiciones ventajosas, le permitió a los Bancos Privados chilenos ingresar y desarrollarse en el mercado.

En México, el desarrollo del crédito hipotecario se ha tornado más dificultoso que en el caso chileno, país con el que comparte características similares en cuanto al déficit habitacional histórico a partir del cual se comienzan a desarrollar las políticas tendientes a solucionar este problema, al tiempo que también comparten similitudes en cuanto a los procesos de inestabilidad macroeconómica que implicaron sucesivos niveles de inflación. El principal originador de créditos hipotecarios en México ha sido el Infonavit, un Banco estatal con un claro perfil de fomento. Fue indispensable la creación de esta institución debido que la oferta generada en el sector privado era sumamente insuficiente para solucionar el profundo déficit habitacional mexicano de los sectores de ingreso moderado y bajo. A partir de fines de la década de los '90 se comienza a percibir un crecimiento sostenido del crédito hipotecario tanto por parte del Infonavit como del resto de la banca privada.

En Uruguay, las condiciones para el desarrollo del mercado hipotecario fueron similares a las de sus pares latinoamericanos, esto es, dificultades para el acceso al financiamiento de gran parte de la población debido a la falta de incentivos para que el sector privado mantuviera un rol protagónico, lo cual implicó que el sector público tomara la iniciativa en dicha materia. De esta forma el BHU se constituyó como el principal originador de préstamos hipotecarios supliendo la falta de instituciones que percibieran la actividad como un negocio rentable. A esto se le sumó el hecho de que existió por parte del gobierno, un interés particular porque dicha actividad fuera desarrollada por el Estado lo cual se vio reflejado en una normativa que era ampliamente favorable al BHU con respecto al resto de la banca (ejecución extrajudicial, financiación “en el pozo” y subsidio a la tasa de interés).

Pensamos que en Uruguay, dado que el BHU es un Banco Estatal con un fin social, podría operar en la misma modalidad que las Sociedades de Construcción en Reino Unido, es decir volcando las utilidades a disminuir la tasa de interés a la que otorgan créditos, beneficiando de esta manera al deudor. Este tipo de modalidad en caso de ser utilizada por el BHU, generaría una tendencia a la baja en la tasa de interés de mercado. Es importante destacar que para que esta modalidad tenga efectos a la baja sobre la tasa de interés, el BHU debe operar eficientemente, ya que si no tiene utilidades no podrá llevarla a cabo.

Otra diferencia de los originadores de los casos de estudio, con nuestro país es que en el resto de los casos, cumplen exclusivamente el rol de financiamiento, no participando en ningún caso, en la construcción del inmueble por lo que el riesgo de la operación se limita exclusivamente al riesgo financiero. Sin embargo en Uruguay el Rol de constructor fue llevado a cabo por el Estado a través del mismo agente que otorga créditos hipotecarios. El operar de esta manera le ha generando en algunos períodos dificultades a la institución debido a que el precio al que finalmente vendía el inmueble, muchas veces no cubría el costo de la construcción. A partir del año 2007 no se le permite mas al BHU actuar como constructor trasladando dicha potestad al Ministerio de Vivienda a través de la ANV.

8.2. Rol del Estado

En el caso de EE.UU. el rol del Estado en cuanto al financiamiento habitacional se estructuró a partir del mercado secundario. Si bien el Estado no participa directamente en el otorgamiento de créditos, sino que deja esa tarea a los Bancos Privados, tiene una función activa en el mercado a través del fomento del crédito hipotecario a sectores de moderados y bajos ingresos, fondeando a los Bancos que se dirijan a dichos segmentos de mercado a través de las GSEs, por medio de una baja tasa de interés que refleja la competencia en los mercados internacionales de capitales.

En Reino Unido, la participación del Estado estuvo mucho menos marcada que en el resto de los países incluso que en EE.UU. Tanto en el mercado primario como en el secundario, el Estado se mantuvo al margen de la intervención a excepción de ciertas políticas impositivas dirigidas al desarrollo de nuevas modalidades de préstamos que incentivaran el crédito hipotecario.

Donde sí hubo un rol activo del gobierno fue respecto al marco regulatorio y a la supervisión de la actividad financiera, separando la normativa que rige a la banca, de la de las

Sociedades de Construcción dado el especial interés porque estas sigan funcionando de forma que repercutan en un abaratamiento del crédito hipotecario.

Por lo tanto, aunque por diferentes mecanismos, tanto en EE.UU. como en Reino Unido el principal interés del gobierno radica en la estructuración de un escenario en el cual se reduzcan los costos del financiamiento por la vía de una menor tasa de interés, y a la vez, que sea el sector privado el que desarrolle el mercado primario de hipotecas.

En cierta medida, el rol cumplido por el Estado en Chile, se asemeja al caso de EE.UU. o U.K. en particular, más que al de México o Uruguay. Las políticas más significativas en materia de financiamiento hipotecario en el caso chileno apuntaron hacia el desarrollo del mercado de capitales que permitiera un eficiente flujo de instrumentos financieros, abaratando los costos de fondeo de las instituciones.

El rol del Estado en cuanto a generar las condiciones para el desarrollo del mercado de capitales que otorgara liquidez a las instituciones financieras y que facilitara el acceso al crédito hipotecario fue complementado con la elaboración de programas específicos para solucionar el déficit habitacional de los sectores de bajos ingresos enmarcados en las políticas y planes llevados adelante por el Ministerio de Vivienda.

Con respecto a políticas de estímulo fiscal tanto en Chile como en EE.UU. fue exitoso el sistema consistente en el descuento de los intereses pagados por el préstamo en la liquidación del impuesto a la renta. Este mecanismo puede ser aplicado al caso Uruguayo, ya que permite una fácil comprensión por parte del público. Esta desgravación generaría un mayor incentivo a la adquisición de una vivienda a través de un préstamo hipotecario, por medio de una disminución en su costo, potenciando así la demanda.

Observamos el Rol del Estado en el caso de México de particular interés, en cuanto a las políticas orientadas a los sectores de bajos ingresos. La solución que busco el Estado fue el desarrollar distintos programas de cofinanciamiento del crédito entre sector público y privado. Este sistema se basa en el ahorro forzoso del trabajador a través de aportes de su salario a una cuenta individual, la cual es utilizada luego en la cofinanciación, ya sea como parte del desembolso inicial o como garantía extra del préstamo. Mediante estos programas se generaron estímulos suficientes para que el sector privado participe en el financiamiento habitacional dirigido a segmentos de bajos y moderados ingresos de la población.

En Uruguay el sistema más similar fue el FNVyU, en donde los aportes de los trabajadores se utilizaban para financiar diferentes programas de subsidio habitacional dirigido a la población de bajos ingresos. La diferencia fundamental radica en que en México, los aportes eran destinados a una subcuenta individual con destino a la financiación hipotecaria, mientras que en Uruguay los aportes fueron destinados a una cuenta conjunta destinada a subsidiar la vivienda de la población objetivo del MVOTMA. Por lo tanto entendemos que con el anterior sistema, los aportes eran percibidos por los trabajadores y pensionistas como un impuesto, mientras que en México al existir una relación directa entre el aporte y la prestación, que es el permitir acceder a una financiación hipotecaria en mejores condiciones, perciben dicho aporte como beneficioso por lo que este mecanismo genera estímulos a utilizar financiamiento hipotecario.

Se observa que este tipo de financiamiento es útil, ya que permite que las personas que tengan bajos ingresos y no puedan acceder a un crédito en forma tradicional, a través de una participación pública - privada si lo hacen, ya que los Bancos minimizan su riesgo al no financiar totalmente el crédito o al tener garantizada una parte de la amortización a través de la utilización de los aportes patronales. De esta manera aumenta el número de personas que pueden acceder a un crédito, sin representar un costo para el Estado.

En Uruguay el Estado está considerando implementar un sistema de subsidios a la cuota y el capital. Esto va en línea con el sistema chileno, en el cual para otorgar financiamiento se toma en cuenta la capacidad de ahorro del deudor para establecer el monto del subsidio, mientras que el sector privado se encarga del financiamiento complementario. Este sistema lo que hace es potenciar la demanda, por medio de una baja en el costo de financiamiento, que le permite al deudor mantener un nivel de deuda acorde a su ingreso y de esta forma calificar para el acceso a un crédito hipotecario.

Finalmente, podemos decir que en cada uno de los casos de estudio, el Estado interviene en el sistema de créditos hipotecarios de diferentes maneras, pero siempre se dirige a resolver en esencia el mismo problema: generar las condiciones para suplir al mercado de una oferta estable de créditos tanto sea por medio del cofinanciamiento como en Chile y México, al impulsar un fondeo de más bajo costo como en el caso de Estados Unidos, protegiendo la banca de ahorro mutual como en Reino Unido, o supliendo directamente la oferta de créditos hipotecarios como en el caso de Uruguay.

8.3. Tipo de Préstamos

En los casos que hemos estudiado existen a grandes rasgos dos tipos de créditos, uno en el que se paga interés y amortización de manera periódica y otro en que se pagan intereses periódicamente y la amortización se paga al finalizar el plazo del préstamo como en el caso de Reino Unido. Este último instrumento incentiva a que los particulares busquen la mejor alternativa de inversión para sus fondos y genera incentivos a que continuamente se estén revisando las rentabilidades esperadas. Si bien implica mayores riesgos podría ser evaluado como un instrumento alternativo para quienes no son adversos al riesgo.

Un tercer tipo de préstamo hipotecario que es bastante utilizado en Reino Unido y que sería novedoso para el mercado uruguayo, debido a la demanda que existe de viviendas como activo de inversión, es el Buy to Let, el cual es un crédito hipotecario con destino a arrendar el inmueble, el cual sería de utilidad en nuestro país ya que le permitiría al inversor acceder a una financiación mayor a la que obtendría de ser un préstamo estándar. En este caso el Banco toma en cuenta el aumento esperado en el ingreso del deudor y al otorgar el crédito se considera el 50% de los ingresos a percibir por arrendar el inmueble. Esto quiere decir que la relación cuota ingreso esperado disminuiría, siendo este uno de los factores que toma en cuenta el Banco para decidir el monto a prestar. Por otro lado, este tipo de préstamo es más riesgoso, al tener el ingreso del deudor un factor de variabilidad importante, como lo es la renta a recibir por arrendar el inmueble y es por esta razón que la tasa de interés que se deberá cobrar será mayor a la del préstamo estándar. Por lo tanto este tipo de préstamo potencia la oferta de crédito, al permitirle al inversionista acceder a un préstamo hipotecario mayor.

Con respecto a las opciones de tasa fija o variable, en todos los casos de estudio existen ambas alternativas. Desde el punto de vista de los deudores, la tasa fija parece ser la alternativa más adecuada en los casos de México y Uruguay y en menor medida en Chile, debido a que, a pesar de significar a priori un mayor costo por la prima por riesgo, genera mayor estabilidad en cuanto a los pagos futuros y se elimina para el deudor, los efectos de las fluctuaciones de las tasas de interés que en las economías subdesarrolladas suelen ser importantes.

En cuanto a la unidad de cuenta vemos que tanto en Chile como en México y Uruguay existe una unidad de cuenta que se ajusta por la inflación. En Uruguay y México existe también

una unidad de cuenta ajustada por el salario. En Chile, la unidad de ajuste por inflación es la que predomina como unidad a la que se otorgan préstamos hipotecarios, y ha sido de buena aceptación por parte del público al igual que lo ha sido en Uruguay desde el 2003. En México en cambio, esta ha quedado en desuso dado lo elevado que han pasado a ser las cuotas lo cual generó que el prestatario no lograra repagar el préstamo, por lo que actualmente la modalidad en la que se otorgan la mayoría de los préstamos es en pesos corrientes, cubriéndose de la inflación a través de una tasa de interés ya sea fija o variable.

A diferencia de estos países, tanto en EE.UU. como en Reino Unido ni el tipo de tasa de interés ni la unidad de cuenta han sido determinante a la hora de diseñar las modalidades de préstamos hipotecarios. La estabilidad de los tipos de interés y los reducidos niveles de inflación característicos de estas economías previo a la actual crisis financiera propiciaron el desarrollo del crédito hipotecario independientemente de la unidad de cuenta en la que se otorgaron.

En lo referente al prepago este está permitido en todos los casos analizados y actualmente se está habilitando a realizar dicha operación en Uruguay. La ventaja del prepago es permitir a los deudores que en épocas de baja de tasas de interés ajusten su deuda a un interés menor. Este mecanismo tiene como contracara el que es considerado perjudicial para el flujo de fondos de las securitizaciones lo que se puede ver reflejado en un aumento de las tasas de interés cobradas por otorgar créditos hipotecarios.

En lo que respecta al mercado primario de hipotecas observamos que en la actualidad en EEUU, México y Reino Unido existe seguro hipotecario. En EEUU, el seguro hipotecario garantiza un monto fijo a cobrar por el originador del préstamo, en caso de que el deudor no pague. En el caso de México y Reino Unido el seguro hipotecario cubre un porcentaje del préstamo dependiendo del ratio LTV. En Uruguay aun no está implementado este tipo de instrumento, si bien esta en las funciones de la ANV, el proveer de seguro hipotecario. El beneficio que obtendrá el deudor es el mismo que en el de los casos de estudio, una mayor financiación, por lo tanto necesitará de un menor ahorro inicial para acceder al préstamo. Este seguro sería de vital importancia en Uruguay dado que uno de los problemas más importantes que percibimos es la falta de capacidad de ahorro, lo cual repercute en la restricción al acceso al crédito hipotecario.

Además en México y en Reino Unido existe un instrumento financiero llamado seguro de protección de pagos el cual es ofrecido por aseguradoras privadas. El mismo protege al

originador del crédito en caso de que el deudor pierda su trabajo o sufra de una enfermedad grave. En nuestra opinión este seguro sería de utilidad en nuestro país, dada la inestabilidad laboral que actualmente existe, brindándole una mayor certidumbre al Banco en la continuidad de los pagos del crédito y al propio deudor, pagando una tasa de interés mayor al Banco. Sería beneficioso para el originador, generando mayor seguridad en caso de pérdida del empleo, mientras dure la búsqueda laboral, no corriendo el riesgo de perder su vivienda y el dinero invertido en esta. Este seguro potenciaría tanto la oferta como la demanda de créditos.

Tanto en México, como en Estados Unidos y Reino Unido las aseguradoras brindan un seguro sobre las emisiones de activos en el mercado secundario lo cual sirve de garantía extra al inversor sobre su flujo de fondos. En el caso de EE.UU. por ejemplo, la venta en el mercado secundario, de activos como los MBS no fue un proceso inmediato sino que requirió de un período de adaptación y conocimiento por parte de los inversores, de las características de dicho instrumento. La existencia de una garantía explícita por parte de las aseguradoras, si bien significa un costo adicional, es fundamental para generar la confianza necesaria, por lo que en Uruguay vemos de gran utilidad para el desarrollo de la securitización y del mercado hipotecario, que se brinde este tipo de seguro.

8.4. Instrumentos de Fondeo

Otro aspecto a destacar que consideramos importante se refiere a las fuentes de financiamiento de los Bancos. En Uruguay, tanto los Bancos Comerciales como el Banco Hipotecario, tienen como principal fuente de recursos, la captación de depósitos, sin existir prácticamente otra alternativa. Esto contrasta con el resto de los casos de estudio en donde además de los depósitos, poseen como alternativa de fondeo la emisión de distintos tipos de activos como las letras hipotecarias y los Securities. Estos instrumentos logran reducir el descalce de plazos de una manera mucho más estable incluso que los propios depósitos en las Sociedades de ahorro mutual aplicado en Reino Unido.

En Uruguay, al no existir aún esta alternativa, podría ser también el Estado a través del BHU el encargado de impulsar la securitización, debido a que este instrumento permite reducir la tasa de interés de los créditos. Pensamos en el BHU debido a que cuenta con un volumen considerable de créditos hipotecarios otorgados que le permiten asumir los costos fijos que implica este tipo de emisión. Otra razón por la cual en Uruguay debería ser el Estado el encargado de desarrollar dicho instrumento, es debido a lo novedoso del mismo, lo que

provoca cierta incertidumbre en cuanto al precio a transar en el mercado, por lo que en un comienzo no será fácil de vender. Estos problemas de información asimétrica en el mercado de capitales requieren que para solucionarlos se deba dar señales a los inversores mediante la autofinanciación², es decir, que sea el propio Estado el que impulse la demanda de estos activos.

Por lo tanto una solución sería al igual en México y EEUU que quien comience a securitizar sea un Banco del Estado y quien compre dichos securities sean Agentes Institucionales del Estado. Para que esto ocurra debería existir un marco regulatorio que determine qué tipo de securities pueden comprar las AFAPs, para de esa manera proteger a quienes aportan al sistema de jubilaciones. Existen analistas que sostienen que una de las fallas por la cual EEUU entra en la crisis actual, es debido a que se permitió emitir securities respaldados con créditos de mala calidad. Por lo tanto, consideramos que en Uruguay el desarrollo del mercado de securities debería ser acompañado de una regulación que permita emitir securities a todos los agentes financieros, pero que cumplan determinados estándares de calidad de forma de limitar el riesgo al que se somete al mercado.

La principal limitante que enfrenta el mercado uruguayo se debe a la elevada inflación por la que atravesó nuestro país durante prolongados períodos en donde no existían las condiciones para que los inversores confiaran en un título de largo plazo y de esta manera las posibilidades de financiamiento hipotecario se vieron limitadas a la captación de depósitos. Consideramos que debido a la estabilización de la inflación de las últimas dos décadas en nuestro país, la securitización y la emisión de letras hipotecarias pueden ser instrumentos de fondeo de una potencial utilidad para los Bancos que otorgan créditos hipotecarios. Basándonos en una comparación entre los dos instrumentos antes mencionados podemos decir que mediante la securitización se puede obtener liquidez a partir de los préstamos ya otorgados, a diferencia de las letras hipotecarias, las cuales se utilizan para financiar nuevos préstamos.

Al mismo tiempo tomando como ejemplo el caso chileno donde se emiten letras hipotecarias reajustables a la inflación, vemos que se logra machear los préstamos hipotecarios con las letras hipotecarias y por lo tanto el riesgo de descalce disminuye. Es de

² Para un mejor entendimiento de este problema leer: Un modelo básico de los mercados de capitales con selección adversa. Libro Economía Bancaria (1997) Freixas X. y Rochet J. (Pág. 29).

destacar que el sistema financiero chileno continúa el proceso de profundización del mercado de capitales que ha permitido atraer capitales de países fuera de la región, a lo que se suma en los últimos años, la gran demanda de instrumentos por parte de los agentes institucionales los cuales se han constituido como los principales demandantes de activos de largo plazo como las letras hipotecarias.

Este último instrumento se podría utilizar en Uruguay. Los Bancos podrían emitir estas letras hipotecarias en UI, venderlas en el mercado de valores, ya sea a agentes institucionales como a inversores particulares y en base a lo que se recaude por dicha venta, otorgar créditos hipotecarios. Sin embargo, para el caso del BHU, debido a la mala reputación generada por un historial de malas gestiones administrativas, observamos que podría ser necesario que el Estado garantice la emisión tanto de letras como de securities de dicha institución, exigiendo a contraparte el cumplimiento de determinados estándares de calidad. En el caso de EEUU este sistema de garantía estatal funciona, siendo Ginnie Mae la agencia estatal que garantiza las emisiones de securities. Cabe destacar que garantiza MBS de préstamos hipotecarios que cumplen estándares de calidad fijados por esta Agencia.

Si bien debe existir un monto importante de préstamos hipotecarios para poder securitizar dado los altos costos fijos, una buena alternativa sería la de utilizar el mecanismo de Borhis fungibles de México. Este mecanismo permitiría que, dado que el BHU tiene en la actualidad un mayor monto de préstamos hipotecarios originados, este pueda emitir securities, y permitir que se le adhieran carteras de similares características de otros Bancos de plaza, de forma que no solo el BHU tenga la alternativa de obtener fondos en el mercado de capitales logrando también de esta forma, una mayor continuidad en el tiempo de las emisiones.

Finalmente cabe destacar que el desarrollo tanto de nuevos instrumentos de fondeo que aporten liquidez, como de nuevas modalidades de seguro que protejan a los Bancos sobre la probabilidad de incumplimiento por parte del deudor, requerirán previamente un importante trabajo de las autoridades en cuanto a mantener las condiciones de estabilidad necesarias no solo de la economía en su conjunto sino de cada una de las instituciones participantes. La actividad financiera esta sujeta a fuertes problemas de asimetría en la información lo cual genera problemas de selección adversa y riesgo moral que de no ser controlados adecuadamente pueden hacer colapsar el sistema. Esto requiere de una revisión del actual marco regulatorio y de un mayor monitoreo y supervisión de las instituciones, junto

El Desarrollo del Crédito Hipotecario en el Uruguay – Análisis Comparativo con los Casos de Estudio

con un regulador que apunte hacia una regulación global del sistema financiero que tome en cuenta la integración vertical del sistema. A esto se debe sumar el hecho de que en nuestro país, los sucesivos problemas macroeconómicos que han desembocado en crisis sistémicas y en el posterior rescate de las instituciones por parte del Estado ha generado en los agentes la idea de seguro estatal implícito que podría inducir a los agentes a tomar riesgos excesivos.

9. Conclusiones Finales

Desde nuestro punto de vista, el mercado de crédito hipotecario en nuestro país no ha alcanzado un nivel de desarrollo suficiente que permita el acceso al financiamiento de forma accesible para la mayor parte de la población sin que esto represente un costo para el Estado. La oferta de crédito hipotecario ha sido suministrada hasta la década de los '90 únicamente por el BHU, una institución gubernamental que persigue un fin social actuando como agente financiero del MVOTMA. Sin embargo, a raíz de los frecuentes problemas de carácter económico por los que ha atravesado el país, esta institución no ha sido capaz de mantener un sistema de crédito hipotecario sostenible a lo largo del tiempo y ha tenido que recurrir a sucesivas recapitalizaciones por parte del gobierno para poder continuar con sus funciones.

La ausencia del sector financiero privado como originador de préstamos hipotecarios muestra a nuestro entender, la inexistencia de un escenario propicio para el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo que mitiguen los problemas asociados al préstamo para la vivienda.

A partir de la identificación de este problema, surge nuestro interés por estudiar el mercado de crédito hipotecario tanto de países desarrollados como Estados Unidos o Reino Unido, con realidades claramente diferentes a la nuestra, como el de países latinoamericanos que presentan similitudes con el nuestro, en particular, México y Chile.

Nuestra metodología consistió en realizar una caracterización de cada uno de los casos de estudio tratando de identificar su diseño institucional principalmente en cuanto a los agentes participantes y al rol cumplido por el Estado, así como los instrumentos utilizados para solucionar o mitigar los problemas característicos derivados de los préstamos hipotecarios.

En una segunda etapa, realizamos una comparación de los casos de estudio analizados previamente, en cuanto a los factores que fueron determinantes para lograr un desarrollo del mercado y a partir de ahí, intentamos extraer conclusiones que aporten elementos para el mejoramiento del crédito hipotecario en nuestro país.

En primer lugar, respecto de los problemas identificados en el mercado hipotecario uruguayo, consideramos una limitante, la falta de oferta de crédito dirigida a sectores con baja capacidad de ahorro inicial debido a que su nivel de ingreso no les permite afrontar un desembolso inicial del orden del 30% del valor del inmueble como ocurre en la mayoría de

préstamos otorgados por los agentes privados. El alto desembolso inicial exigido en comparación con los otros casos de estudio, constituye una fuerte restricción al otorgamiento de crédito para gran parte de la población que si bien puede afrontar las cuotas derivadas del mismo, su nivel de ingreso no le permite generar un ahorro previo suficiente.

El instrumento financiero utilizado en los casos analizados como solución a este problema, consiste en el seguro de crédito hipotecario el cual es brindado tanto por aseguradoras privadas como por instituciones estatales que buscan hacer más accesible el financiamiento hipotecario. Este instrumento reduce el riesgo crediticio del originador hipotecario ya que en caso de que el deudor deje de pagar la hipoteca, el banco puede no solo recuperar el valor de mercado del inmueble sino que el seguro le cubrirá un monto fijo que disminuya la posible pérdida ocasionada por la reducción del valor del inmueble al momento de la ejecución. Este seguro por tanto repercute en un aumento del porcentaje del valor del inmueble financiado por los originadores reduciendo de esta forma la necesidad de generación de ahorro previo.

Por otro lado, si bien las ventajas de la existencia de seguro hipotecario son claras en este sentido, genera problemas de riesgo moral por parte de las instituciones financieras las cuales se ven incentivadas a otorgar préstamos a personas con una capacidad crediticia menor a la deseada como fue el caso del Reino Unido, generando pérdidas importantes para las aseguradoras. Es por lo tanto necesario que este instrumento sea acompañado de un marco regulatorio que tenga en cuenta estos incentivos y que limite la disposición de los Bancos a tomar riesgos excesivos. Las propias aseguradoras, deberían establecer requisitos mínimos que deban cumplir los préstamos que aseguran.

Asimismo, si bien este instrumento puede mejorar la oferta de crédito a aquellas personas con ingresos suficientes para afrontar las cuotas de un préstamo hipotecario, se requieren otras medidas dirigidas específicamente a los sectores de bajo poder adquisitivo que en las condiciones actuales, no tiene la capacidad de afrontar el pago de una cuota que signifique una proporción significativa de su ingreso, lo cual implica un rol activo por parte del Estado generando las condiciones para que el sector financiero privado amplíe la oferta de crédito a los sectores de ingreso medio y medio-bajo.

Partiendo del análisis de los diferentes casos de estudio, especialmente Chile y México que presentan características similares a la nuestra, observamos que la mejor manera de estimular a la Banca Privada para que aumente su participación hacia estos sectores, es por medio de la cofinanciación. De esta manera, el Estado identifica a la población beneficiaria de

un subsidio, estimula la generación de ahorro propio, evalúa la cuota puede pagar a cada grupo familiar, y en base a esto, complementa el ingreso para que la familia pueda acceder a un crédito hipotecario. Si es necesario, dicho subsidio puede ir acompañado con financiamiento por parte del sector privado.

Otro aspecto que se presenta como una limitante al desarrollo del crédito hipotecario en nuestro país es la inexistencia de instrumentos de fondeo de largo plazo producto de la inestabilidad macroeconómica que provoca que dichos instrumentos no sean atractivos para los inversores lo cual reduce las posibilidades de financiamiento de los agentes tanto públicos como privados, exclusivamente a la captación de depósitos.

En este sentido, para el caso uruguayo el principal instrumento de fondeo fueron justamente los depósitos del público. Evaluamos que el sistema de puntos implementado por el BHU fue una medida tendiente a incentivar a que sus depósitos sean más estables en el tiempo y reducir así el descalce de plazos. Entendemos que esta medida fue razonable en períodos con alta inflación en donde el BHU no podía emitir títulos en el mercado secundario debido a que los mismos no eran demandados por la pérdida que generaban al inversor en términos de poder de compra. La actual política monetaria que tiene como principal objetivo el control de la inflación, permite repensar los instrumentos de fondeo dirigidos a otorgar crédito hipotecario.

Es indispensable generar un entorno adecuado para el desarrollo de un mercado secundario que permita una eficiente colocación de instrumentos de fondeo de largo plazo y al mismo tiempo, que permita acceder a una tasa de interés más competitiva. Como se observó en el caso de Estados Unidos, la existencia de instrumentos como la securitización permitió a los originadores fondearse a una tasa de interés relativamente baja.

En el caso de Chile, país que ha sufrido procesos inflacionarios similares al nuestro, la estabilidad macroeconómica lograda luego del proceso de liberalización financiera generó las condiciones adecuadas para el desarrollo de instrumentos de fondeo de largo plazo como las letras hipotecarias, que junto con la creación de una unidad de cuenta que se ajusta a la inflación, despertaron el interés de los inversores por estos títulos los cuales se constituyeron como uno de los principales instrumentos de fondeo de los préstamos hipotecarios. El mercado hipotecario uruguayo en la actualidad parece encaminarse en la misma dirección.

En lo que respecta a la unidad de cuenta actualmente utilizada para otorgar créditos hipotecarios y fondearse en el mercado primario así como potencial unidad de cuenta de

instrumentos de fondeo en el mercado secundario, si bien la UI ha demostrado ser de buena aceptación y ha estimulado el crecimiento de oferta de crédito hipotecario del sector privado, hay que destacar que no existirá unidad de cuenta ni instrumento financiero demandado por los inversores, si el país no permanece en la senda de bajos niveles de inflación y estabilidad macroeconómica que permita fijar un horizonte atractivo para inversiones de mediano y largo plazo.

En Estados Unidos, país que cuenta con un mercado de capitales altamente desarrollado y con una amplia variedad de instrumentos financieros sofisticados, el principal instrumento de fondeo para los préstamos hipotecarios previo a la crisis financiera sufrida por el país, fueron los Mortgage Backed Securities (MBS). Este instrumento posee a nuestro juicio, dos ventajas: por un lado, desde el punto de vista del oferente permite generar liquidez a partir de un paquete de préstamos ya otorgados; y por otro, desde el punto de vista del demandante de los títulos, la figura del fideicomiso le brinda una mayor seguridad de que percibirá el flujo de fondos pactado en el contrato lo cual lo hace mas atractivo.

Sin embargo es importante destacar que este instrumento tuvo una importante incidencia en la actual crisis hipotecaria sufrida por el país debido al fuerte componente de riesgo moral que genera, junto con un inadecuado marco regulatorio que no tuvo en cuenta esta situación.

Para lograr un desarrollo de este tipo de instrumentos en nuestro país (tanto letras hipotecarias como MBS) como ya hemos mencionado en el marco teórico, se deben resolver los problemas de información asimétrica en el mercado de capitales, mediante las señales por medio de la autofinanciación. O sea, que el Estado pague el costo de que un mercado comience a funcionar demandando este tipo de activos, y sea quien comience a operar en el mismo por medio de la emisión de este tipo de instrumentos. De esta manera el Estado, al comprar los mismos por medio de sus Agentes Institucionales como son el BSE y República Afap emitiría señales al mercado mostrando la calidad de los activos.

También pensamos que es una medida deseable para estimular la oferta de créditos hipotecarios, el crear un seguro en el mercado secundario, debido a que junto con la sobrecolateralización y los fondos de garantía permiten mejorar la calificación de los activos securitizados o de las letras hipotecarias, para así poder ser adquiridas por Agentes Institucionales.

Un problema adicional que presenta el caso uruguayo para el desarrollo de instrumentos como la securitización consiste en la reducida escala del mercado. Se requieren grandes volúmenes de préstamos otorgados para poder emitir MBS en base a ellos debido a los altos costos fijos que implican. Para reducir en cierta medida los problemas de escala antes mencionados, puede ser una medida recomendable el pensar un instrumento similar a los Bohris fungibles implementados en México, en donde a una emisión del BHU se pueden sumar los Bancos Privados mediante un fondo basado en un porcentaje de la liquidez obtenida por la propia securitización que los incentiva a la Banca Privada a fondearse de esta manera y le da mayor dinamismo al mercado.

Consideramos que si bien no existen limitaciones a la compra de securities por parte de los Agentes Institucionales, tampoco existe una regulación que fije estándares en cuanto a la calidad de los securities que pueden ser obtenidos por los mencionados agentes. Sin una clara regulación que impida el trasgredir las normas de calidad en cuanto al tipo de MBS que puede adquirir un determinado Agente, no existirá un desarrollo sostenible en el tiempo de este instrumento.

El hecho de implementar al igual que en Reino Unido, una supervisión global del sistema financiero a partir de la reforma de la carta orgánica del BCC, es un aspecto positivo para el desarrollo de este tipo de instrumentos debido a que en caso de comenzar a securitizar en nuestro país, esto incentivaría a las instituciones financieras hacia una mayor integración vertical como la observada en Reino Unido con posterioridad a la securitización.

En lo referente al diseño institucional del sistema consideramos que la decisión por parte de las autoridades de separar la Banca de Fomento de la Banca Comercial va en la dirección de una mayor dinámica de mercado. Esta separación incentiva a que el BHU se desempeñe sin desplazar a la Banca Privada y sin la implementación de subsidios generalizados que terminan muchas veces beneficiando a sectores de la población que no eran objetivo de subsidio por parte del Estado. La creación de la ANV como brazo ejecutor de las políticas de vivienda del MVOTMA permite que el Estado dirija sus recursos hacia la población objetivo y que el BHU se desempeñe como un Banco Comercial, lo que reducirá la indulgencia con la que operó el mismo, el subsecuente riesgo moral que genera en sus operaciones y los pasivos contingentes que implica para el Estado en los períodos contractivos del ciclo.

Por otro lado, consideramos que la presencia del BHU dentro del sistema ha permitido proveer al mercado de una oferta relativamente estable de créditos hipotecarios que de otra manera no sería provista por Bancos Privados, a consecuencia principalmente, de lo

prolongado de los períodos inflacionarios en nuestro país. Un BHU operando de manera eficiente en el mercado puede inducir a una baja de la tasa de interés de los créditos hipotecarios como la observada por Las Sociedades de Construcción, debido a que no tiene obligación de remitir utilidades a sus accionistas.

Este nuevo diseño institucional implementado por las autoridades pretende lograr un funcionamiento mas eficiente por medio de una clara delimitación de los roles y de los objetivos de las instituciones que componen el sistema, en donde el MVOTMA es el organismo central en materia de diseño, evaluación y monitoreo de las políticas de vivienda, la ANV es la encargada de ejecutar los programas del Ministerio así como de desarrollar los instrumentos financieros necesarios que repercutan en un abaratamiento del costo de financiamiento hipotecario y en una disminución de los riesgos existentes en este mercado, mientras que el BHU se constituye como un agente financiero público con el único objetivo de conceder créditos hipotecarios.

Finalmente, pensando en una perspectiva a mediano plazo, bajo el supuesto de que se desarrollen los instrumentos financieros comentados y exista una estabilidad macroeconómica prolongada, el crédito hipotecario será más accesible para la población, incrementado así la demanda de inmuebles. Dado que la demanda se ajusta más rápidamente que la oferta, esto traerá como consecuencia un alza importante en el precio de las propiedades, estimulando un incremento aun mayor de oferta crediticia por parte de los Bancos debido al aumento del valor del activo en garantía. Por lo tanto, si bien es importante el desarrollo y la instrumentación de nuevos mecanismos de fondeo para las instituciones prestamistas como de instrumentos de cobertura de los riesgos crediticios, es fundamental que sea acompañada por una regulación que tome en cuenta los efectos de el incremento del valor de los inmuebles sobre los incentivos de los bancos a otorgar nuevos créditos ya que de lo contrario se podría desembocar en una burbuja especulativa que lleve al colapso del sistema.

Bibliografía

- ALIDE (2003) Líneas ,Programas y Fondos Nacionales de apoyo al Financiamiento de la Vivienda e Infraestructura
- Alonso, A. (2008) Foro Nacional de Vivienda Económica. Deutsche Bank.
- Banda, A (1993) El fin de cuatro planes antiinflacionarios. Minio.
- Bergara, M. Licandro J. A. (S/D) Regulación Prudencial y Ciclos de Crédito: Un Enfoque Microeconómico. BCU.
- BHU (1997) Nuevos Mecanismos de Financiamiento Habitacional en los Bancos Hipotecarios y de Vivienda. ALIDE.
- Building Society Association (2007) Annual Report
- Comisión Nacional de Vivienda (2008) Programa Nacional de Vivienda 2007-2012 : Hacia un Desarrollo Nacional Sustentable
- D. of Treasury (2008) Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure
- Davison, L. (2005) Politics and Policy: The Creation of the Resolution Trust Corporation. FDIC.
- DI.NA.VI. Plan Quinquenal de Vivienda 2005-2009. MVOTMA.
- Diamond, D. B. Michael J. Lea, M. J. (1992) Housing Finance in Developed Countries. An International Comparison of Efficiency
- Dodd, R. (2007) Subprime: tentacles of a crisis. IMF.
- Fabozzi, J. F. Modigliani, F. (1992) Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets. Harvard Business School Press.
- Fink, L. D. (S/D). The Role of Pension Funds and Other Investors in Securitized Debt Markets. (S/D).
- Freixas X. Rochet J. (1997) Un modelo básico de los mercados de capitales con selección adversa. Libro de Economía Bancaria CC.EE.
- Gandelman, E. Gandelman N. (2003) Los Efectos del Sector Público en el Financiamiento de la Vivienda: El Mercado Hipotecario en el Uruguay. OTR.
- Garcés, M. (2002) Tomando su sitio: El Movimiento de Pobladores de Santiago

- Guenara, M. Hernández, S. Rovira, F. (2004) El Financiamiento de la Vivienda en el Uruguay. UDELAR.
- Heffernan, S. (2003) The Effect of UK Building Society Conversion in Pricing Behaviour. Cass Business School, London
- Hernández, L. Parro, F. (2004) Sistema Financiero y Crecimiento Económico en Chile. BCCH.
- HUD (2006) Hud Strategic Plan 2006-2011
- Kackzca, A. Rodríguez, M. G Temkin, G. (2004) Instrumentos Alternativos de Hipotecas y su Incidencia en la Morosidad del Mercado Hipotecario Uruguayo. UDELAR.
- Kendall T., L. Fishman J. (2007) Cambridge, Mass MIT Press.
- Korell, M. L. (S/D) The Workings of Private Mortgage Bankers and Securitization Conduits
- Larraín, F. Vergara R. (S/D) La transformación Económica de Chile. (S/D)
- Licandro, G. Licandro, J. (S/D) Una estrategia para enfrentar los prejuicios de la dolarización. (S/D)
- Lipscomb, J. Harvey J. T. Hunt, H. (2003) Exchange Rate Risk Mitigation with Price Level Adjusting Mortgages: The Case of the Mexican UDI.
- Lipscomb, J. Hunt, H. (1999) Mexican Mortgages: Structure and Default Incentives, Historical Simulation, 1982 to 1998. Journal of Housing Research Volume 10, Issue 2.
- M. Rellen, J. Sorensen, S. (2008) Measuring Monetary Policy Expectations From Financial Market Instruments
- Márquez, A. (2008) Hacia una nueva etapa en el sector de vivienda en México. BBVA.
- Martin, J. Batchvarov, A. (2007) European Structured Finance - CMBS
- Miles, D. Pillonca, V. (2007) Financial Innovation and European Housing and Mortgages Markets. Morgan Stanley
- Reinsten, A. Rosende, F. (S/D) Reforma Financiera en Chile. Centro de Estudios Públicos, Chile.
- Rex, S. (2003) The Building Societies Act 1986. Building Societies Association. Summary Fourth Edition
- SHCP (2008) Banca de Desarrollo: Boletín Estadístico. CNBV