



IMPACTO DE FACTORES MACRO Y MICROECONÓMICOS EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE HIPOTECAS

Reflexiones Basadas en Argentina, Chile y Uruguay

Miguel A. Kiguel y Edgardo Podjarny

Argentina
Brazil
Chile
Paraguay
Uruguay



Septiembre 2007

Banco Interamericano de Desarrollo

Este documento no es una publicación oficial del Banco Interamericano de Desarrollo. El propósito de la Serie de Estudios Económicos y Sociales es servir como base para la discusión de aspectos importantes relacionados al desarrollo de los países miembros del Departamento del Cono Sur. Las opiniones y conclusiones contenidas en estos estudios son responsabilidad de los autores y no coinciden necesariamente con las políticas y opiniones del BID, su Directorio, sus países miembros, ni las instituciones con las cuales los autores están afiliados.

Impacto de Factores Macro y Microeconómicos en el desarrollo del mercado de hipotecas:

Reflexiones basadas en Argentina, Chile y Uruguay

Miguel A. Kiguel

Universidad T. Di Tella y EconViews

Edgardo Podjarny

Universidad T. Di Tella

ÍNDICE GENERAL

Resumen Ejecutivo.....	5
Introducción	8
I Financiamiento del crédito de la vivienda	10
I.1 Generación del mercado primario hipotecario en los tres países	10
I.2 Los esquemas de financiamiento hipotecario.....	12
I.3 Evolución reciente de los créditos hipotecarios en los tres países	14
I.3.1 Argentina: un antes y un después de la crisis macroeconómica (2002).....	15
I.3.2 Chile evoluciona sin sobresaltos.....	20
I.3.3 Uruguay un mercado pequeño que no salió de la crisis (2002).	22
I.4 El mercado secundario de hipotecas	25
I.4.1 Chile.....	26
I.4.2 Argentina	30
I.4.3 Uruguay	34
II Los inversores institucionales y su aporte al mercado secundario:	34
III El entorno macroeconómico y el desarrollo del mercado hipotecario	37
IV. Impacto de las variables macroeconómicas en el desarrollo del mercado hipotecario	42
V. Un ejercicio probabilístico sobre la relación cuota / ingreso	46
Detalle de la Metodología de Simulación de la Proporción Cuota / Ingreso.....	46
Cuota ajustada por inflación.....	46
Cuota a tasa fija en USD	47
Simulación de créditos otorgados en moneda local ajustados por inflación	47
Simulación de créditos otorgados en dólares estadounidenses	49
VI Reflexiones finales e Implicancias para la Política Económica	51
Anexo I Los instrumentos de crédito y aspectos institucionales del mercado hipotecario	55
Características de los créditos en Argentina.....	55
Características de los instrumentos de crédito Chile	55
Características de los créditos en Uruguay.....	56
Legislación e instrumentos securitizables en los tres países objeto.....	56
Anexo II - Estadístico	60
Situación en argentina	60
Situación en Chile.....	64
Situación en Uruguay	65
Bibliografía.....	66

INDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 1 Características de los modelos de créditos utilizados en los tres países	12
Tabla 2 Perfil del tomador medio de préstamos hipotecarios – Argentina	19
Tabla 3 Demanda potencial de préstamos hipotecarios en Argentina para el año 2007	19
Tabla 4 Préstamos hipotecarios con destino a la vivienda - Uruguay	24
Tabla 5 Chile: Cantidad de emisiones de securitizaciones por moneda de denominación	27
Tabla 6 Chile: Total de emisiones por año de securitizaciones hipotecarias (1996 a set. 2006)	29
Tabla 7 Argentina: Emisión de securitizaciones (1996-2006)	30
Tabla 8 Argentina: Securitizaciones por originantes (Datos al 30/9/06)	31
Tabla 9 Argentina: Emisiones de securitizaciones por moneda - (al 30/09/06)	33
Tabla 10 Comparativo 1: Salarios Reales – Argentina – Chile – Uruguay	38
Tabla 11 Argentina –Inflación 1981 – 1006	40
Tabla 12 Comparativo 2: Variación del IPC 1980-2005 – Chile – Argentina – Uruguay	40
Tabla 13 Comparativo 3: Tasas de interés de corto plazo 1980 – 2006 - Chile – Argentina – Uruguay	41
Tabla 14 Simulación exceso al 40% de la relación cuota / ingreso - Créditos indexados por IPC	47
Tabla 15 Simulación exceso al 40% de la relación cuota / ingreso - Créditos otorgados en dólares estadounidenses	49
Tabla 16 Ejecución de garantías en Argentina	59
Gráfico 1 Evolución de los créditos hipotecario como proporción del PBI en Argentina, Chile y Uruguay	15
Gráfico 2 Evolución del stock de créditos hipotecarios como porcentaje del PBI - Argentina	16
Gráfico 3 Evolución del salario vs. variación de precio de los inmuebles (dic. 2001- ago. 2006)	17
Gráfico 4 Argentina: Actividad de la construcción	17
Gráfico 5 Argentina: Cantidad de escrituras	18
Gráfico 6 Argentina: Stock de créditos hipotecarios	18
Gráfico 7 Chile: Evolución de los créditos hipotecarios como porcentaje del PBI -	20
Gráfico 8 Chile: Evolución por tipo de instrumento en millones de U\$S	21
Gráfico 9 Chile: Evolución de las tasas de los MHE	24
Gráfico 10 Chile: Evolución de las tasas de las LCH	22

Gráfico 11 Emisión de securitizaciones hipotecarias en Argentina y Chile - (Datos al 30/9/2006- en miles de U\$S)	25
Gráfico 12 Chile: Evolución de las letras créditos	28
Gráfico 13 Chile: Flujo de créditos securitizados	28
Gráfico 14 Chile: Evolución de las emisiones de securitizaciones	29
Gráfico 15 Argentina: Emisión de securitizaciones hipotecarias por monedas	32
Gráfico 16 Argentina: Apertura de securitizaciones por tipo de tasa.....	34
Gráfico 17 Evolución de los FJP administrados en millones de dólares.....	35
Gráfico 18 Variación de los FJP 2000 - 2006	35
Gráfico 19 Participación de los FJP en el PBI (%)	36
Gráfico 20 Inversiones de los FJP.....	36
Gráfico 21 Índice de salario real promedio anual	38
Gráfico 22 Chile- Inflación 1981 – 2006	39
Gráfico 23 Uruguay – Inflación 1981 – 2006	40
Gráfico 24 Tipo de cambio 1980 – 2006.....	42
Gráfico 25 Distribuciones de frecuencias - Créditos ajustados por inflación	48
Gráfico 26 Probabilidad de excesos en la relación cuota / ingreso - Créditos ajustados por inflación	49
Gráfico 27 Distribuciones de frecuencia - Créditos en dólares estadounidenses.....	50
Gráfico 28 Probabilidad de excesos en la relación cuota / ingreso - Créditos otorgados en dólares estadounidenses.....	51

Resumen Ejecutivo

El objetivo de este trabajo es analizar la situación actual del mercado hipotecario en Argentina, Chile y Uruguay y explorar las razones que explican el mayor desarrollo en Chile en relación con los otros dos países.

Para ello se describen brevemente los esquemas de financiamiento al crédito hipotecario y el tamaño de los mercados de los tres países. Mientras que Chile aparece como un modelo exitoso, que ha logrado el acceso al crédito hipotecario posibilitando la generación de un mercado hipotecario primario y la consolidación de un mercado secundario de hipotecas, el esquema uruguayo no logró desarrollar un mercado primario sustentable y mucho menos avanzar en la creación de un mercado secundario de hipotecas. Entre ambos, Argentina avanzó en desarrollar un en un esquema de créditos hipotecarios otorgados a precios de mercado que en parte se financió en el mercado de capitales durante la década pasada, pero el mercado prácticamente desapareció en la crisis y en la actualidad es muy pequeño y está creciendo muy lentamente.

¿Qué factores explican la diferencia entre estas experiencias: las condiciones macroeconómicas, la situación financiera o el marco jurídico legal? ¿Cómo impacta la elección de una unidad de cuenta para ajustar el valor de las hipotecas, tales como la indexación o en una moneda dura como el dólar, sobre el desarrollo del mercado hipotecario en economías con una historia inflacionaria?

La comparación entre los tres países indica que si bien existen algunas diferencias en el marco jurídico con respecto a las características de los instrumentos financieros utilizados en los mercados primario y secundario, no parece ser ésta la principal explicación del dispar grado de desarrollo entre los tres países.

El desarrollo de un mercado hipotecario sustentable de largo plazo depende principalmente de tres factores: primero, se requiere que la economía cuente con una moneda estable que permita financiar a largo plazo a tasa fija o que en el caso de que haya tasas de inflación de dos dígitos o más de se utilice alguna unidad de cuenta indexada o monedas duras o algún otro mecanismo de ajuste que permita hacer contratos a largo plazo. No obstante, para que este requisito funcione bien en la práctica, es indispensable que la economía pueda mantener un cierto nivel de estabilidad macroeconómica, especialmente para el tipo de cambio, el nivel de precios y las tasas de interés.

El segundo requisito es la existencia de mecanismos de originación de hipotecas ágiles y estandarizados (el mercado primario), y de inversores institucionales que presten con un horizonte de largo plazo, pues éstos son los tenedores naturales de los créditos hipotecarios y que alimentan el mercado secundario. Por último, el tercer factor radica en que los tomadores de los créditos, especialmente los asalariados, puedan cumplir los requisitos crediticios para calificar como sujetos de crédito, siendo necesario para esto que la relación cuota - ingreso no supere el 30%, situación a veces es difícil de lograr en entornos en que la relación salario - precio de la vivienda es elevado o las tasas nominales de interés son altas.

No obstante, los aspectos determinantes para el éxito o fracaso del mercado hipotecario dependen fundamentalmente de la estabilidad macroeconómica y financiera, de la previsibilidad (baja volatilidad) con respecto a las tasas de inflación, entre otras variables financieras claves y de la existencia y del tamaño de los inversores institucionales que invierten con un horizonte de largo plazo. Estas razones son cruciales para entender por qué Chile tiene un esquema de financiamiento a la vivienda exitoso, en tanto Argentina y Uruguay no han logrado aún desarrollarlo en forma estable.

En base a un análisis estadístico efectuado para los tres países que mira a la evolución de las principales variables macroeconómicas surge que sólo en Chile existe una baja probabilidad de que la relación cuota/ingreso se mantenga dentro de niveles razonables con una alto nivel de probabilidad tanto para créditos ajustados por inflación como para aquellos otorgados en dólares estadounidenses mientras que en Argentina y en Uruguay ocurre todo lo contrario. Los resultados a simple vista pueden resultar paradójicos ya que, en la práctica, Chile no ha otorgado préstamos en dólares en tanto, y particularmente Argentina construyó su mercado primario de hipotecas en esa moneda y tuvo un largo período de estabilidad cambiaria. Pero la crisis macroeconómica del año 2002 dio por tierra un mercado que presumía de robusto.

Pese a que se pueden buscar soluciones mediante la construcción de una ingeniería financiera adecuada que sirva para cubrir los riesgos de la inflación, el mantenimiento de la estabilidad económica y el compromiso del gobierno a mantenerlas es la mejor fórmula para favorecer el crecimiento del mercado de crédito de largo plazo. De los tres países considerados en este trabajo se advierte que el éxito en Chile se debe principalmente al equilibrio macroeconómico mantenido por más de 20 años.

En este sentido no parece ser tan relevante si el país desarrolla el mercado de capitales de largo plazo sobre la base de adoptar ajustes ligados al nivel de precios (indexación), o al valor del dólar o de acuerdo a la evolución de la tasa de interés de corto plazo. La diferencia radica en que se eviten los saltos bruscos que impactan fuertemente en la capacidad de pago de los deudores y conlleva al incumplimiento del pago de las cuotas. El desarrollo del crédito hipotecario de largo plazo sólo se logra manteniendo la estabilidad macroeconómica.

En un entorno con niveles de inflación moderada (como ocurre en este momento en la Argentina y el Uruguay y como en su momento ocurrió en Chile) es posible desarrollar un mercado hipotecario, aunque debido a la incertidumbre con respecto a la evolución de los precios, la tasa de interés y el tipo de cambio podría resultar más apropiado el desarrollo de créditos ajustados por inflación, ya que es la forma más sencilla en la que los prestamistas se sienten cómodos con el resguardo del valor del capital prestado y en la que los tomadores tienen mayores chances de poder hacer frente a los pagos de las cuotas (respecto a otras alternativas como tomar créditos en monedas duras) pues sus ingresos tienden a acompañar los aumentos inflacionarios (a pesar de las pérdidas de poder adquisitivo del salario en la Argentina y Uruguay).

Si bien la estabilidad macroeconómica (entendida como ajustes suaves de las principales variables antes citadas) es una condición necesaria, puede resultar insuficiente si se pretende fomentar un mercado hipotecario en forma relativamente rápida o si se pretende que sea profundo.

Los niveles de salario relativamente bajos con relación al valor de los inmuebles que se observa en los países analizados, el temor al endeudamiento (que existe en Argentina y en Uruguay) y la incertidumbre de los valores que pueden tomar las cuotas a pagar respecto de sus ingresos o, incluso, la pérdida de ingresos por desempleo, así como las dificultades para que el mercado secundario alcance una escala suficiente para disminuir los costos de fondeo, dejan un lugar para que el Estado juegue un rol importante.

El Estado puede ayudar al desarrollo del mercado con el diseño de ciertas políticas económicas e institucionales. En principio hay que distinguir aquellas que están orientadas a mejorar la oferta de aquellas que ayudan a aumentar la demanda de crédito. Chile se destaca por las acciones desarrolladas para satisfacer a la demanda de crédito. En este sentido el otorgamiento de subsidios directos a la compra de viviendas, articulados con la obligación de realizar ahorros previos mediante un esquema predeterminado (según el caso lo exija), junto al otorgamiento de créditos hipotecarios, ha permitido ampliar la base de clientes desarrollando el mercado primario de hipotecas. Este tipo de acciones son muy importantes ya que atacan directamente al corazón de uno de los problemas más difíciles de resolver que es la relación entre el valor de los inmuebles y el valor del salario. Sólo bajo este mecanismo se logra disminuir hasta un 20% el valor de las cuotas de los préstamos. Por otra parte se consigue un efecto multiplicador, ya que con la misma cantidad de fondos públicos se puede multiplicar por 5 el número de viviendas adquiridas respecto de los típicos planes que subsidian las viviendas al 100% como es el caso de la Argentina.

Pero para disminuir aún más el valor de la cuota a pagar es necesario trabajar en la disminución de los riesgos crediticios, la vía más adecuada para disminuir la tasa de interés de los créditos. Aquí es donde la reciente experiencia mexicana con la creación del banco Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) siendo uno de sus objetivos el de promover el mercado primario, mientras que el otro es desarrollar un robusto mercado secundario, de forma tal que, tanto el sistema financiero considere al mercado secundario, como para que los inversionistas de largo plazo lo observen como la mejor alternativa del resguardo del capital.

La SHF es un banco de desarrollo de segundo piso, y opera para facilitar una mayor movilización de ahorros privados hacia el mercado hipotecario residencial. Promueve la estandarización de los créditos hipotecarios para que se puedan realizar securitizaciones de alta calidad crediticia. De esta forma las securitizaciones que cumplan con los estándares impuestos, la SHF les otorgará seguros de créditos hipotecarios (con costo) hasta

del 35% en primera pérdida; dará Seguro de Garantía Financiera parcial sobre los títulos securitizados y actuará como formador de mercado en estos ofreciendo cotizaciones diarias de compra y venta. La SHF no tiene como objetivo comprar créditos para securitizar; no estructura las securitizaciones y no ofrecer cobertura del 100% a las securitizaciones que garantiza. De este modo la SHF se instituye como un promotor del mercado y no un competidor. Al converger hacia una estructura estándar se reducen los costos de emisión y se promueve un mercado secundario más líquido. Esto ha permitido que desde que han comenzado a operar estas securitizaciones se ha reducido significativamente el diferencial de tasa entre estos títulos respecto a los Bonos gubernamentales. Todas estas acciones redundan en una disminución del costo del crédito hipotecario.

En este mismo sentido, otros aspectos que se deberían considerar es la introducción de coberturas financieras para los tomadores de créditos para generar confianza y mitigar el temor de no poder hacer frente al pago a las cuotas, producto de los desajustes que pueden producirse entre el modo en que se pactan los créditos y la evolución de sus ingresos corrientes. Algunos ejemplos de este tipo de políticas son los “swaps” entre tasa fija por un lado y los de tasa variable o los indexados por el otro. Estas coberturas financieras deberían ser alentadas pues cumplen con el doble propósito de alentar al tomador y aumentar la calidad de las securitizaciones, ya que se disminuye el riesgo de incumplimiento de la cartera de créditos (los activos subyacentes).

En consecuencia el desarrollo de un mercado de créditos hipotecarios de largo plazo requiere de una serie de prerequisites macroeconómicos y herramientas institucionales y financieras que favorezcan el crecimiento de un mercado exitoso. Todos estos elementos no siempre son fáciles de lograr en países emergentes con una historia de volatilidad macroeconómica y debilidades en el mercado de capitales. No obstante, en la medida que se trabaje para alcanzar cada uno de estos objetivos, será posible desarrollar y consolidar un mercado de crédito hipotecario.

Introducción

El desarrollo del mercado hipotecario es uno de los elementos fundamentales para facilitar el acceso a la vivienda de amplios segmentos de la población. Los mercados hipotecarios en Argentina, Chile y Uruguay han tenido diferentes grados de avance. Chile ha experimentado un crecimiento sostenido desde los años ochenta y ha logrado el desarrollo de un mercado que hoy lo podemos definir como maduro. En contraposición, el mercado hipotecario argentino experimentó un ciclo en el cual hubo un fuerte crecimiento durante la segunda mitad de los años noventa pero luego se contrajo como resultado de la crisis de principios de siglo. Uruguay no ha logrado desarrollar un mercado hipotecario basado en instrumentos de mercado, y en la actualidad enfrenta un gran desafío en esta área.

El desarrollo de un mercado hipotecario que tenga profundidad y que satisfaga las expectativas de la sociedad depende de un conjunto de factores. Por un lado, es fundamental contar con políticas macroeconómicas adecuadas que permitan el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo y precios relativos (entre los ingresos de los potenciales compradores y el precio de los inmuebles) que posibiliten el alineamiento de las cuotas de las hipotecas con la capacidad de pago de la población, pues en caso contrario, amplios sectores quedarían marginados del acceso a una vivienda.

Por otro lado también debe existir un marco institucional, financiero y legal que genere condiciones que beneficien la originación de hipotecas (o el mercado primario) por parte de bancos y de otros agentes financieros, que permita a estas entidades el acceso al fondeo de largo plazo, ya sea a través de la emisión de bonos o de la securitización (o titulización) de los préstamos. Además, se requiere un marco jurídico que haga cumplir los derechos de propiedad de los acreedores, permitiendo la ejecución judicial de las demandas que se entablen en defensa del crédito.

Chile ha sido exitoso en desarrollar tanto un mercado primario de hipotecas, donde los bancos han tenido un papel preponderante, como en generar un mercado secundario, que proveyó el financiamiento de largo plazo necesario para el crecimiento del mercado. El país cuenta desde la década del '80 con inversores institucionales que invierten con un horizonte de largo plazo gracias a la creación de los fondos de pensiones. Inicialmente el mercado secundario se desarrolló basado en las Letras Hipotecarias y, recientemente, mediante las securitizaciones de los préstamos y la colocación de los títulos resultantes en el mercado secundario.

Las políticas económicas fueron, sin duda, fundamentales al momento de explicar el crecimiento del mercado hipotecario en Chile. En particular, ayudó contar con políticas macroeconómicas previsibles que intentaron dar un horizonte de largo plazo para las decisiones económicas y financieras. A pesar que en los años ochenta el país tenía tasas de inflación que superaban el 20% anual, logró sortear ese obstáculo mediante la indexación de los contratos financieros que se calculaban utilizando un índice que tenía larga data: la Unidad de Fomento (UF).

El mercado hipotecario se favoreció por la adopción de una política de viviendas que se ha apoyado en subsidios estatales para la compra de viviendas, un mecanismo financiero de ahorro previo de las familias que ayuda a conocer crediticiamente a los deudores y por ende facilita el otorgamiento de créditos hipotecarios y un instrumento crediticio, la Letra Hipotecaria, que en Chile funcionó muy bien a efectos de una eventual securitización de los créditos.

Uruguay fue menos exitoso en desarrollar el mercado hipotecario, y aún no ha logrado la creación de un mercado secundario de créditos hipotecarios. El Estado apoyó el crecimiento de este tipo de préstamo a través de una entidad bancaria especializada (el Banco Hipotecario del Uruguay - BHU). Sin embargo su crecimiento se vio limitado ya que el fondeo con el que contaba el BHU era mayormente de corto y mediano plazo ya que Uruguay no ha conseguido desarrollar un mercado secundario, ni tampoco ha logrado que el mercado primario se extendiera a otros bancos o entidades originantes. Tampoco se ha desarrollado un mercado secundario pese a la existencia de inversores institucionales que surgieron gracias a la reciente creación de las administradoras de fondos de pensiones (las AFAPs).

El mayor obstáculo en Uruguay ha sido la inestabilidad macroeconómica sufrida durante los últimos 30 años. La crisis del 2002 llevó a la quiebra virtual del BHU y por lo tanto al modelo que prevalecía para el desarrollo de los créditos hipotecarios. Si bien Uruguay contaba con una cuasi-moneda desde finales de la década del '60, la Unidad Reajutable (UR) que se ajusta de acuerdo a la evolución de los salarios, a la que se le agregó una opción más, la Unidad Indexada (UI), éstas no han sido suficientes para sustentar el mercado, pues los ahorristas prefirieron tener sus inversiones en dólares.

En Argentina el Estado también jugó un papel importante en el pasado a través del Banco Hipotecario Nacional (BHN), y de líneas de financiamiento subsidiadas que se brindaban para viviendas económicas a través de los institutos provinciales de la Vivienda (IPVs). Sin embargo, la estrategia sufrió un duro revés como resultado de la hiperinflación de fines de los ochenta que generó la quiebra del BHN y la necesidad de un nuevo modelo para el desarrollo de los créditos hipotecarios.

El mercado hipotecario tuvo un impulso en la segunda mitad de los años noventa gracias a cambios en la normativa que ayudaron a la originación de créditos a través de los bancos y a la posterior securitización de dichos préstamos, favorecido también por la estabilidad de precios y cambiaria que permitió el desarrollo de préstamos a largo plazo en dólares. La adopción de un tipo de cambio fijo y de la convertibilidad de la moneda, fueron factores determinantes para el desarrollo de instrumentos crediticios a largo plazo en dólares y en particular de los créditos hipotecarios.

Así comenzaron a otorgarse créditos hipotecarios en dólares, observándose una gran expansión del mercado hipotecario. El grueso de este mercado estuvo impulsado por el sector privado, especialmente los bancos. Los préstamos fueron otorgados en condiciones de mercado y sin subsidios del Estado. La reconversión y privatización del Banco Hipotecario, que se recapitalizó y obtuvo el grueso de su fondeo en el mercado de capitales, y la sanción de normativas que permitieran las securitizaciones de los préstamos hipotecarios, favorecieron el crecimiento de este esquema de mercado.

Las hipotecas en dólares mostraron el mayor crecimiento, ya que tenían las tasas más bajas de interés, y los bancos los fondeaban con depósitos de corto y mediano plazo en dólares evitando así un descalce de monedas en su balance. Sin embargo, como en otras oportunidades, las condiciones macroeconómicas determinaron el destino del mercado hipotecario. La crisis de 2001-2002 fue un duro golpe para este mercado, pues al cambiar las reglas de juego como resultado de la fuerte devaluación del peso y la decisión de pesificar los préstamos hipotecarios (que aliviaron en ese momento a los deudores cuyos ingresos estaban denominados en pesos) se destruyó el financiamiento de largo plazo y desaparecieron las ofertas de nuevas hipotecas.

A partir de ese momento hubo algunos avances en la recuperación de un mercado primario, pero no se desarrolló un mercado secundario importante, pese a contar entre otros inversores institucionales, con los fondos de pensiones desde 1994. Actualmente se observa una incipiente reactivación del crédito hipotecario que comenzó a resurgir a partir de 2005 pero aún las condiciones macroeconómicas y la falta de políticas públicas en este sector limitan el crecimiento.

Existe un importante número de estudios recientes¹ que analizan en profundidad el desarrollo del mercado hipotecario, enfatizando en el análisis el impacto de los aspectos institucionales y normativos sobre el financiamiento hipotecario en cada uno de estos países. Estos estudios también analizan en detalle aspectos tales como el tipo de instrumento utilizado (como mutuo o letra hipotecaria), la facilidad de transferir esos instrumentos a fideicomisos financieros u otras formas jurídicas que permitan su securitización; la capacidad efectiva que tienen los acreedores de ejecutar la garantía en caso de incumplimiento y la importancia de algunos actores claves, por ejemplo los fondos de pensión privados, que podrían coadyuvar en el dinamismo del financiamiento a largo plazo.

¹ Serie de estudios de financiamiento hipotecario en América Latina del BID: Cristini, Marcela y Moya Ramiro, "Las instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina"; Morandé, Felipe y García Carlos, "Financiamiento de la vivienda en Chile" y Gandelman, Eduardo y Gandelman, Néstor: "Los efectos del sector público en el financiamiento de la vivienda: el mercado hipotecario del Uruguay"-2004, CEPAL 2002.

El objetivo de este trabajo es complementar los estudios anteriores combinando el análisis macroeconómico y financiero con los elementos macroeconómicos e institucionales. En particular, trataremos de contestar preguntas como las siguientes:

¿Son las variables macroeconómicas las que determinan el éxito o fracaso, o lo constituyen las herramientas jurídicas e institucionales con que se cuenta para generar los mercados? ¿Cuáles son los aspectos que permiten que uno de estos esquemas de financiamiento del crédito hipotecario haya sido exitoso, el caso de Chile y en qué se diferencia con los otros esquemas que han resultado en un cuasi éxito, como el caso argentino o en un fracaso como el uruguayo? ¿Qué elementos son los que han logrado que Chile avance hacia una articulación sustentable entre el acceso al crédito por parte de las familias, y la participación de inversores privados mediante el mercado de capitales en el financiamiento de la vivienda?

Las posibles respuestas a las preguntas mencionadas, se desarrollarán de la siguiente manera: primero, se describirán brevemente los esquemas de financiamiento al crédito hipotecario en los tres países; segundo, se describirá la situación actual del mercado hipotecario primario y secundario en los tres países; tercero, se intentarán identificar las principales dificultades que impiden un desarrollo adecuado tanto en Uruguay como en Argentina como así también los factores que han contribuido al éxito del modelo chileno, y por último, se explorarán alternativas a fin de coadyuvar al desarrollo sustentable y viable del crédito hipotecario.

I Financiamiento del crédito de la vivienda

I.1 Generación del mercado primario hipotecario en los tres países

En Chile, los bancos comerciales han sido tradicionalmente los principales originantes de los créditos hipotecarios, aunque muy recientemente comenzaron a aparecer agencias especializadas que también participan en la colocación primaria de hipotecas. Los bancos colocaban las Letras Hipotecarias con fondos propios y de acuerdo a sus necesidades financieras las mantenían en cartera o se las vendían a los fondos de pensión.

La mayor parte de las hipotecas se contratan en la unidad de indexación que se utiliza en Chile (la UF), con lo cual los bancos no incurren en un descalce de “monedas” ya que el grueso de los depósitos también están denominados en esa unidad. Más recientemente, y gracias a las muy bajas de tasas de inflación que Chile ha logrado mantener en la última década, comenzaron a desarrollarse instrumentos financieros de largo plazo a tasa fija, que ahora incluye también las hipotecas.

El otorgamiento de hipotecas en Chile se vio favorecido por la intervención del Estado, mediante el Ministerio de Vivienda y Urbanismo que otorga subsidios para la compra de viviendas en general. Además cuenta con programas específicos para apoyar el acceso a la vivienda para diferentes estratos sociales² con miras a cubrir a toda la población objetivo que necesita de la ayuda del Estado para la adquisición de viviendas.

Uruguay no ha logrado desarrollar un mercado primario profundo. El mercado hipotecario está dominado el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), que otorga préstamos de largo plazo y absorbe los riesgos financieros tanto en lo que hace a los descalces de plazos como de monedas. Los préstamos del BHU supuestamente se otorgaban en condiciones de mercado, aunque en realidad combinaba algunos préstamos que tenían carácter social con otros que se daban sin ningún tipo de subsidio explícito.

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

Definición de mercado primario y secundario

A manera de introducción repasaremos los conceptos que definen el mercado primario y secundario en materia hipotecaria y en qué consiste el mecanismo de la securitización.

Por mercado primario hipotecario se entiende aquel en el cual se otorgan los créditos hipotecarios a los compradores o usuarios de las viviendas. En algunos casos, como en Estados Unidos, las entidades participantes actúan como corredores o comerciantes en créditos hipotecarios (esto significa que generan las hipotecas para venderlas inmediatamente después a entidades del mercado secundario. En otros casos, como en el mercado europeo, las entidades participan como inversionistas, generando las hipotecas para mantenerlas en su balance como parte de su activo¹.

El mercado secundario es aquel en el cual los originantes de hipotecas venden los créditos, (ya sea a través de securitizaciones, también llamadas titulizaciones, u otros mecanismos similares) a inversores institucionales que cuentan con fondeo a largo plazo como los fondos de pensión o las compañías de seguros. En algunos casos el fondeo lo proveen entidades especializadas (como bancos de segundo piso que acumulan un paquete de hipotecas para luego securitizarlas), o entidades oficiales como en el caso de México la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) que le da financiamiento a las Sofoles (entidades especializadas en la colocación) para que originen hipotecas.

El fondeo de las hipotecas, en el caso de los bancos, puede obtenerse a través de depósitos de corto plazo, de cuentas de ahorro y préstamo (como era el caso de las Savings and Loans en Estados Unidos o como las que existieron en Argentina y aún existen en Chile y Uruguay) o a través de líneas de préstamos y de bonos de largo plazo. El fondeo con depósitos de corto plazo no es la manera adecuada de fondear hipotecas dado el riesgo que conlleva para los bancos de descalce de tasa o de plazo entre sus activos y sus pasivos, que más de una vez terminó en crisis.

El mercado secundario es relevante para aquellos originantes que venden los créditos y que no cuentan con una base de fondeo a largo plazo que les permita mantener las hipotecas en cartera. Generalmente se efectúa a través del proceso de securitización de las hipotecas en los mercados de capitales. Esta securitización puede ser indirecta, mediante la emisión de bonos (manteniendo las hipotecas en el balance del emisor o securitización en balance) o directa, mediante la venta de dichos activos hipotecarios a fideicomisos o vehículos especiales para la emisión de títulos valores representativos de esas hipotecas (securitización fuera de balance) y su posterior venta a los mercados de capitales.

El mercado secundario de hipotecas está constituido, por lo tanto, por aquellos inversionistas del mercado de capitales que compran los valores representativos de las hipotecas generadas en el mercado primario. Así, las entidades del mercado primario de hipotecas que venden sus activos en el mercado secundario, tienen acceso a una importante fuente de financiamiento para seguir generando hipotecas en el mercado primario o para otros fines.

Este modelo es diferente del modelo histórico en que los bancos originaban las hipotecas y luego las mantenían en su balance hasta el vencimiento. El modelo que se afianza en el mundo consiste en la originación y administración de las hipotecas por parte de los bancos pero la mayor parte de éstas se venden a inversores que tienen un horizonte de inversión a largo plazo.

¹Robert Van Order, The Structure and Evolution of American Secondary Mortgage Markets, with Some Implications for Developing Markets, Freddie Mac, Octubre 2000

El BHU dominó el mercado hipotecario de Uruguay dado que los bancos privados no estaban dispuestos a prestar a plazos largos y en unidades indexadas en pesos, pues su fondeo lo obtenían principalmente en dólares. El BHU otorgaba las hipotecas en unidades indexadas (ya sea en unidades indexadas a la inflación (UI) o en unidades indexadas de acuerdo a la evolución del salario, o sea la UR), pese a que su fondeo estaba denominado generalmente en dólares.

En Argentina a partir de los años noventa y luego de la transformación del viejo Banco Hipotecario Nacional en sociedad anónima, la originación de los créditos hipotecarios se concentró en los bancos privados, que operaban sin ningún tipo de subsidio. El grueso del crédito es otorgado por entidades financieras en condiciones de mercado y por lo general la hipoteca se otorga hasta un monto equivalente al 70 u 80% del valor de tasación de la vivienda. Durante la convertibilidad los créditos hipotecarios se otorgaban en dólares, pero en la actualidad son en pesos a tasa fija o variable.

1.2 Los esquemas de financiamiento hipotecario

Los esquemas para el desarrollo del financiamiento a través del crédito hipotecario difieren en la participación del Estado en el mercado, en el tipo de moneda o unidad de cuenta en la que se otorgan los créditos, en el marco institucional y jurídico en que se desenvuelve el mercado y en el momento que se introdujeron diferentes reformas a fin de facilitar el desarrollo de los modelos de financiamiento.

El cuadro siguiente resume las características de estos modelos, teniendo en cuenta fundamentalmente cuatro aspectos básicos: la participación del Estado, la moneda utilizada para otorgar los créditos, el tipo de entidad que lo brinda y la relación entre la moneda en que están nominados y aquella utilizada en el fondeo de los préstamos.

Tabla 1 Características de los modelos de créditos utilizados en los tres países

CONDICIONES	ARGENTINA	CHILE	URUGUAY
Intervención del estado	Si pero desvinculado del mercado	Si	Sí. Además la entidad bancaria especializada concentra el 99% de los créditos otorgados.
Programas	Sí	Si	Sí
Oferta de créditos fuera de programas	Si	Sí	Si
Subsidio a la demanda	No	Si dentro de programas	Sí
Scoring mediante ahorro previo	No. Los créditos otorgados por el sector privado tienen un límite de financiación y el tomador debe tener ahorro y demostrar que puede pagar la cuota, si bien recientemente el BCRA ha modificado las normas regulatorias permitiendo el otorgamiento por scoring.	Si	Sí
Tipo de entidad que concede el crédito (pública o privada)	En el caso de programas es sólo pública. El resto de créditos pueden ser otorgados tanto por bancos públicos como privados.	Puede ser bancos públicos o privados en ambos casos (con o sin programas)	Principalmente el Banco Hipotecario. La participación de privados en créditos directos ha sido muy escasa.

Regulaciones diferentes para públicos y privados en cuanto a la ejecución de la garantía	No	No	Si: la entidad pública tiene la posibilidad de ejecución de la garantía mediante vía ejecutiva. Los privados no.
Instrumentos específicos que sean posibles de transar en los mercados	No, si bien todos los mutuos son endosables ³	Existen los mutuos endosables e históricamente la Letra de crédito hipotecaria	No, si bien todos los mutuos son endosables ⁴
CONDICIONES	ARGENTINA	CHILE	URUGUAY
Tasa de interés subsidiada	Para los programas sí. El resto son a mercado	No. Pero existen topes.	Si para todo lo que es público. Para mercado se pacta directamente con la entidad con la que se solicita el crédito
Subsidio de costos fijo	No	Si para los programas. El resto es a mercado	No para ningún caso
Moneda de transacción	Principalmente Dólares hasta el 2002. Se intenta generar ahora un mercado en moneda local a partir de ese momento	Unidad de Fomento (UF) y más recientemente pesos a tasa fija	Unidad Reajutable (UR) ⁵ y desde 2002 Unidad Indexada (UI) ⁶
Principal fuente de fondeo	Fondos propios, securitizaciones a inversores institucionales, y en menor medida con bonos	Fondos propios y colocaciones de Letras hipotecarias a fondos de pensiones	El Banco Hipotecario con depósitos y letras en dólares
Relación entre el resto de la economía y la moneda	Si, durante toda la década del 90 existió un calce de monedas pues la economía estaba dolarizada y la mayoría de los créditos fueron en dólares. Ahora se calzan en pesos.	Absolutamente calzada en UF	Ninguna. Mientras que la economía se encontró dolarizada, la UR es una medida que mantenía la moneda local y lo mismo sucede con la UI.

Una rápida mirada muestra que la intervención del estado ha sido muy relevante en los casos de Chile y Uruguay impulsando el mercado mediante subsidios para la compra o a la tasa de interés. En cambio no ha sido determinante en Argentina ya que el grueso de los créditos hipotecarios es otorgado por bancos con fondeo propio utilizando criterios de mercado desarrollados especialmente a mediados de los años noventa.⁷

3 Desde 1995 en que la regulación permitió la creación de fideicomisos financieros y las regulaciones del BCRA evolucionaron al respecto.

4 Desde la sanción de la normativa que permite la securitización en 2003.

5 Unidad Reajutable: La UR se creó mediante la Ley No.13.728 (Plan Nacional de Viviendas) de 1968. En ella se establece que el valor de la UR al 1 de septiembre de 1968 fue de \$1.000 y que el Poder Ejecutivo lo ajustará anualmente de manera que refleje la evolución de un índice medio de salarios (IMS) que el Instituto Nacional de Estadísticas comenzó a elaborar a partir de lo establecido en esa misma Ley. El Plan Nacional de Viviendas establecía que todo préstamo de vivienda efectuado al amparo de esta Ley será documentado y valorizado en unidades reajustables. Esta ajusta por el índice promedio del salario mensualmente, mientras que la UI ajusta por el índice de precios al consumidor diariamente.

6 Unidad Indexada: La UI fue creada en 2002. Varía diariamente hasta acumular la misma variación que haya acumulado el IPC durante el mes inmediato anterior.

7 Para mayor información sobre los programas habitacionales sociales en Argentina Cristini Moya 2004 BID y el desarrollado por el Programa Federal de Construcción de Vivienda a partir de 2004 Presidencia de la Nación

Chile combinó la participación del estado con la financiación privada utilizando dos ejes: por un lado otorga un subsidio a los tomadores de crédito bajando la barrera de acceso al financiamiento de determinados sectores que, si bien están en condiciones de pagar una cuota, no pueden cumplir con los requisitos de mercado sin esa ayuda, y por el otro, mediante la generación de un instrumento particular, la Letra de Crédito Hipotecaria que emiten las entidades financieras, cuyas características se comentarán más adelante, logrando calzar tanto el fondeo como los préstamos en una cuasi moneda, la UF.

En Argentina el crédito subsidiado se limitó a los programas sociales impulsados por el FONAVI. Desde el Estado se establecieron reglas de juego que incluyeron la Ley de Financiamiento a la Vivienda y la Construcción que posibilitó la creación de fideicomisos financieros ayudando al desarrollo de las securitizaciones. A su vez, el Banco Central dictó las normas que permitieron la homogeneización de la documentación y de las condiciones de originación de los créditos. La gran mayoría del mercado hipotecario estuvo denominado en dólares, otorgándose los créditos para la vivienda en la misma moneda en que estaba denominado el fondeo de las entidades (ya fueran depósitos o bonos).

En Uruguay el grueso del mercado hipotecario se concentró en el BHU, que mantuvo hasta la crisis un descalce de monedas muy importante pues otorgaba sus créditos en UR (unidad reajutable) en moneda nacional y posteriormente, aunque con menor aceptación en UI (unidad indexada), pero el fondeo lo obtenía mediante depósitos de corto plazo y en menor medida bonos de mediano plazo denominados en dólares.

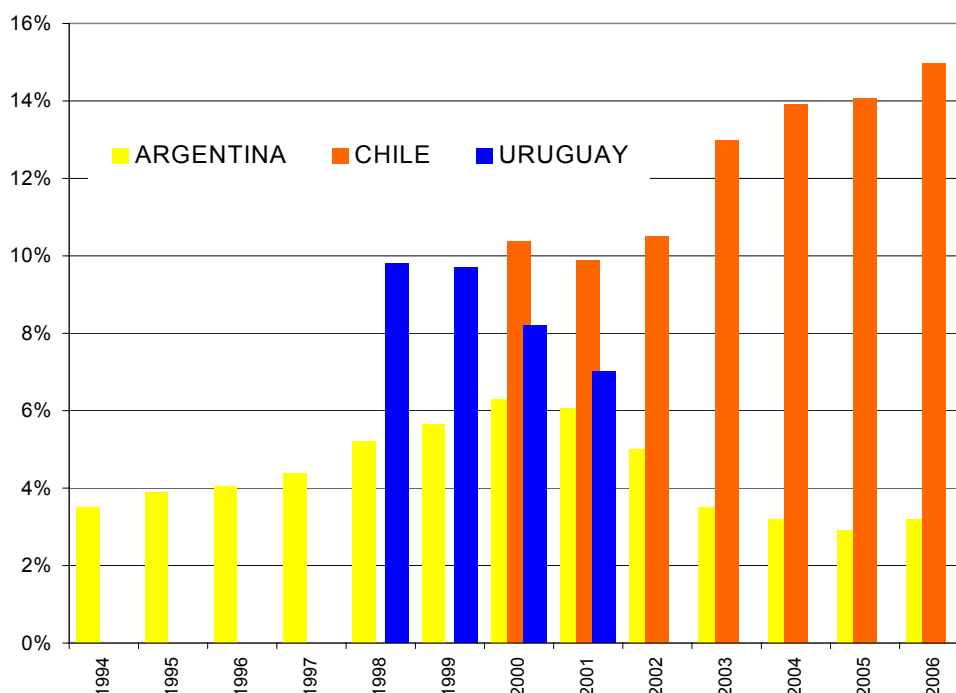
Las principales diferencias entre los tres países para los instrumentos de crédito hipotecario, parecen concentrarse en el apoyo estatal para obtener un crédito mediante la entrega de subsidios en la moneda en que se otorgaron los créditos, siendo Chile el país más activo al respecto, y en el descalce de monedas o cuasimonedas que tomaron los bancos respecto del fondeo, fundamentalmente Uruguay o, en el caso de Argentina que, si bien los bancos estaban calzados durante la convertibilidad, los tomadores no, puesto que sus ingresos se denominaron siempre en pesos, provocando un descalce indirecto con la decisión gubernamental de pesificar las deudas al momento de la crisis y la ruptura de los contratos. Al mismo tiempo, y si bien existen algunas diferencias en los marcos legales e institucionales no parecería que éstas hayan sido determinantes al momento de explicar la diferencia en el tamaño de los mercados hipotecarios.

1.3 Evolución reciente de los créditos hipotecarios en los tres países

El tamaño del mercado hipotecario es diferente, siendo el chileno el de mayor desarrollo, cuyo stock de hipotecas alcanza al 14% del PBI, constituyéndose en el más grande de América del Sur. En cambio tanto en Argentina como en Uruguay el stock está en niveles cercanos al 3% del PBI.

El mercado chileno lleva una gran ventaja respecto de los otros dos países pues su crecimiento comenzó a principios de los años ochenta y ha logrado mantenerse firme desde ese momento, mostrando hoy en día todavía un importante dinamismo. En Argentina el mercado tuvo un ciclo que parecía encaminarse en la dirección de Chile dado el crecimiento de los créditos hipotecarios, pero la crisis del 2001/02, y los cambios en las reglas de juego que sufrieron los instrumentos financieros paralizó su desarrollo, situación de la que aún el mercado no se ha recuperado. Algo similar ocurrió en Uruguay, pues si bien el mercado de crédito hipotecario allí no tuvo nunca un gran tamaño, a partir de la crisis del 2002 se detuvo la originación hipotecaria.

Gráfico 1 Evolución de los créditos hipotecario como proporción del PBI en Argentina, Chile y Uruguay



El comportamiento de la financiación ha sido dispar en los tres países en los últimos años. Mientras en Chile en los últimos 6 años, la cartera total de créditos para la vivienda ha crecido en un 50% en términos reales⁸, en Uruguay está virtualmente paralizado desde 2002 y en Argentina, pese a que el sector de la construcción ha evidenciado un crecimiento sostenido desde 2004, esto no ha sido acompañado con una demanda de créditos por parte de las familias, que han visto disminuidos sus ingresos por la devaluación de febrero de 2002.

Las dificultades en Argentina y Uruguay se han agravado en los últimos años debido al aumento de los precios de los inmuebles, que han recuperando los valores que tuvieron antes de desatarse la crisis, mientras que los salarios no han corrido igual suerte.

Si bien el aumento de los precios de estos activos coincide con un boom de los precios a nivel mundial, del cual España⁹ es un buen ejemplo pues en ese país el valor de los inmuebles y la cantidad de salarios necesarios para adquirirlos ha aumentado en los últimos diez años más de dos veces, no constituye el motivo principal en los países bajo análisis. Además desde finales de 2006 y comienzo de 2007 en España se han alargado los plazos, surgiendo hipotecas a 40 años, manteniendo tasas muy bajas, propiciando un menor valor en las cuotas, ambas posibilidades impensables en los contextos actuales de Argentina y Uruguay.

I.3.1 Argentina: un antes y un después de la crisis macroeconómica (2002)

Hacia finales de los años 90 el mercado de crédito hipotecario para la vivienda mostraba un aumento sostenido con volúmenes en alza. La oferta provenía de los bancos comerciales quienes financiaban el grueso de esos préstamos con depósitos a corto plazo y en menor medida con la colocación de bonos de mediano plazo. La mayor parte de los préstamos para la vivienda se otorgaban en dólares, debido a que las tasas eran más bajas y los plazos más largos. En muchos casos las tasas que ofrecían los bancos estaban por debajo de las tasas que pagaba el gobierno por la deuda que colocaba en los mercados y los títulos

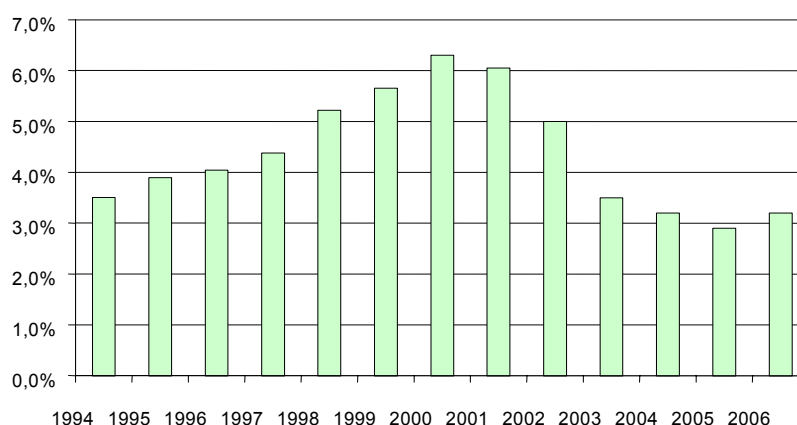
8 Serie Técnica de Estudios - N° 004 Financiamiento Hipotecario para la Vivienda Evolución reciente 1995-2005 Carolina Flores Tapia Febrero 2006 Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras SBIF Chile www.sbif.cl

9 En este período el precio del metro cuadrado en ese país se ha incrementado en un 164%, mientras que los salarios para el mismo lapso han aumentado al ritmo del IPC, un 32%. De esta manera mientras que en 1996 se necesitaban alrededor de 53 salarios promedios para adquirir una vivienda de 70m2 en España, diez años después se necesitan 113 salarios. Estos datos han sido elaborados de la información pública que brinda el Instituto Nacional de Estadística de España, www.ine.es

hipotecarios senior de las hipotecas securitizadas tenían una calificación de grado de inversión (por encima de la calificación del soberano).

Este crecimiento llegó a su pico en el año 2000, cuando las hipotecas sobrepasaron el 6% del PBI, para luego caer por debajo del 3% del PBI en el año 2005. Esta caída se explica principalmente por la crisis del 2002 que incluyó una “licuación” de los pasivos hipotecarios en dólares ya que se convirtieron forzosamente a pesos a un tipo de cambio de un peso por un dólar¹⁰. Además, con crisis financiera se frenó la originación de nuevas hipotecas debido a la incertidumbre económica respecto de la inflación y las tasas de interés de largo plazo. La situación empeoró debido a que por ley se suspendieron las ejecuciones de créditos hipotecarios, eliminando transitoriamente la posibilidad de los bancos¹¹ y acreedores privados de recuperar los créditos.

Gráfico 2 Evolución del stock de créditos hipotecarios como porcentaje del PBI - Argentina

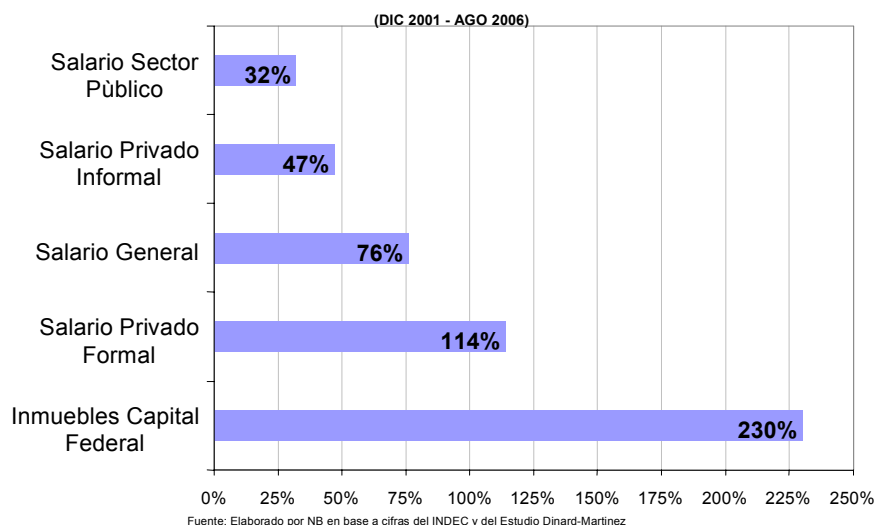


A la inestabilidad en las principales variables macroeconómicas se sumó un cambio importante en precios relativos, especialmente en la relación que se dio entre los salarios y el precio de los inmuebles que debilitaron las bases sobre las que se sustentaba este mercado. En particular, mientras que se observa un aumento del precio de los inmuebles en la ciudad de Buenos Aires del orden del 230% desde la crisis a la fecha de elaboración de este trabajo, los salarios en el sector formal aumentaron un 114% mientras que el nivel general sólo aumentó un 73%. Esta situación dificulta el acceso del asalariado medio a la compra de un inmueble, en parte porque no tiene el ingreso suficiente como para calificar para una hipoteca.

10 La pesificación fijó una tasa máxima del 12.38% anual. Los créditos se indexaron por el Coeficiente de Variación Salarial (CVS) y no por el IPC. Cuando el CVS alcanzó el 20%, se impidió continuar con la indexación, quedando así las cuotas congeladas hasta el vencimiento de las hipotecas.

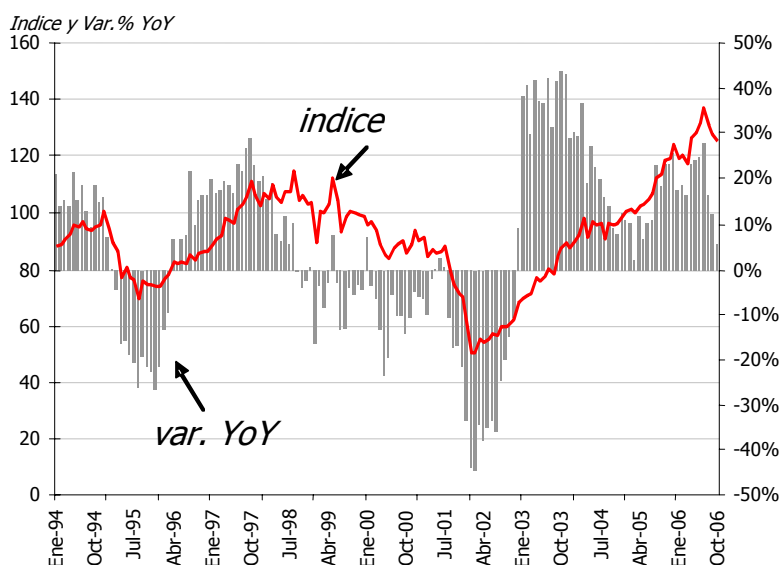
11 Luego fueron parcial o totalmente compensados por el Estado, aunque aún existen demandas y fallos pendientes de resolución judicial.

Gráfico 3 Evolución del salario vs. variación de precio de los inmuebles (dic. 2001- ago. 2006)



A pesar de estos problemas en los últimos años, fundamentalmente desde mediados de 2003, se observó una gran expansión de la construcción, y el nivel de actividad en el sector mantuvo un crecimiento sostenido a tasas que sobrepasaron el 20% anual, siendo uno de los sectores que más contribuyó al crecimiento económico durante este ciclo expansivo. Pero el aumento en el nivel de actividad del sector inmobiliario, no se reflejó significativamente en el mercado hipotecario debido, por un lado a la falta de crédito a largo plazo en pesos a tasas fijas, y, por el otro a la imposibilidad de los individuos de satisfacer los requisitos exigidos por parte de las entidades financieras para ser sujetos de crédito.

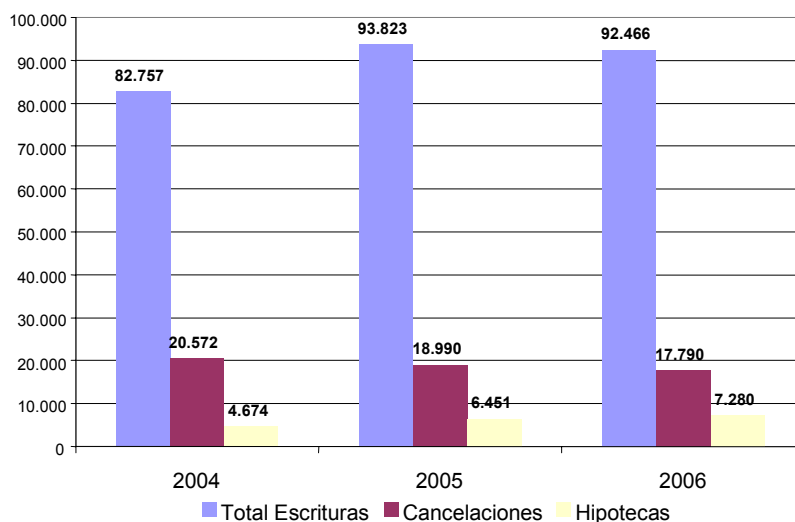
Gráfico 4 Argentina: Actividad de la construcción



Durante el período comprendido entre 2003 y 2005, en la Ciudad de Buenos Aires, se registraron 110.000 escrituras, 35.000 trámites de cancelación y 34.000 inscripciones de nuevas hipotecas, mientras que hoy se proyecta que el año 2006 cierre con: 92.500 escrituras, 17.800 cancelaciones, y 7.300 inscripciones de nuevas hipotecas. A pesar de la recuperación en el aumento de las transacciones inmobiliarias, las compras

con créditos hipotecarios representan una mínima fracción de las que se realizaban con anterioridad a la crisis (2002). Indudablemente esta situación responde a la evolución desigual que han sufrido los inmuebles vs. los salarios. Esto ha llevado al gobierno a desarrollar algunas iniciativas tendientes a paliar esta situación.

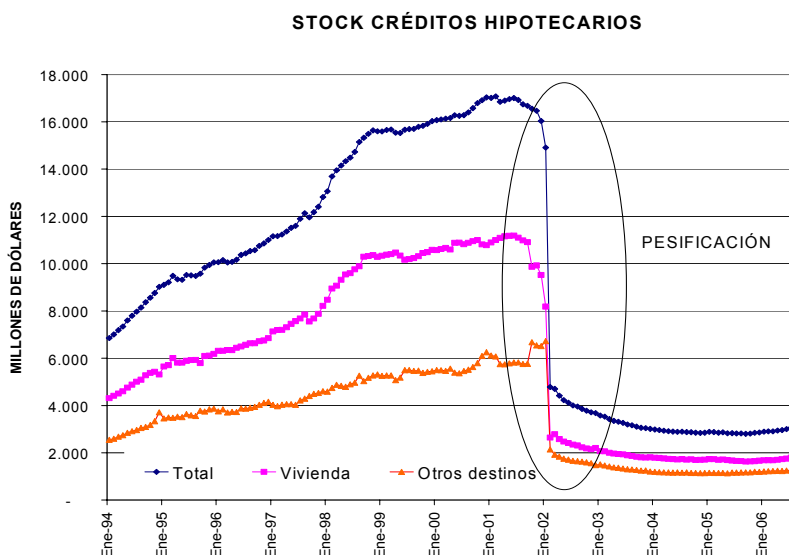
Gráfico 5 Argentina: Cantidad de escrituras



Fuente: Elaborado por NB en base a cifras del INDEC y del Estudio Dinard-

Recién en octubre del 2005 se observa un punto de inflexión en el mercado hipotecario, ya que a partir de ese mes, el stock de este tipo de préstamos comenzó nuevamente a crecer y se proyecta para 2006 un incremento del orden de los U\$S 390 millones respecto de 2005 (13% de aumento en términos porcentuales). Las hipotecas en la actualidad se otorgan en pesos, en su mayoría a tasa fija, y los bancos las fondean con recursos propios, combinándose el exceso de liquidez de los bancos y las securitizaciones en el mercado secundario.

Gráfico 6 Argentina: Stock de créditos hipotecarios



El mercado actualmente se encuentra concentrado en 5 bancos que tienen el 68.5% del total del crédito hipotecario otorgado, mientras que un conjunto de 10 entidades comprenden el 86% del stock. (Ver Anexo

I- Estadístico). Dado el deterioro del salario si bien se advierte un repunte en la demanda de créditos hipotecarios, ésta dista mucho de los niveles alcanzados previos a la crisis de 2002.

El perfil medio del tomador de préstamos hipotecario de acuerdo a estudios¹² realizados sobre un producto específico (Súper Letras Hipotecarias) indicó que se trata de parejas establecidas, ambos empleados en relación de dependencia, mayoritariamente en el sector privado, bancarizados y con una antigüedad en el empleo no menor a 4 años.

Tabla 2 Perfil del tomador medio de préstamos hipotecarios – Argentina

Edad: entre 25 y 39 años	62%
Estado Civil: Casados	69%
Estudios secundarios	36%
Universitarios	45%
Sector Privado en relación de dependencia	77%
Titulares de cuenta corriente y caja de ahorro	48%
Antigüedad de ambos en los empleos mayor a 4 años	72%

Recientemente, el gobierno ha tratado de impulsar el mercado hipotecario instando a los bancos a aumentar las líneas de crédito hipotecario con tasas de un dígito. Los esfuerzos no han sido exitosos: los volúmenes aumentan muy lentamente debido a que con tasas de inflación de dos dígitos las entidades financieras no consiguen fondeo de largo plazo a tasa fija que sean consistentes con préstamos a tasas de un dígito.. Al mismo tiempo a los potenciales compradores les resulta difícil calificar para obtener una hipoteca pues los ingresos son bajos con relación a la cuota.

Sin embargo existe un gran espacio para el crecimiento del crédito hipotecario que ayude a solucionar el problema habitacional de gran parte de la población de Argentina.

De acuerdo a los datos de la Encuesta Permanente de Hogares elaborada por el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC¹³), con cálculos efectuados a mayo de 2006, se estima que en 2007 más de 41.000 familias podrían tomar préstamos hipotecarios. Si se supone que el monto promedio solicitado sería del orden de los \$ 75.000 (U\$S 25.000), se estima que la colocación de préstamos hipotecarios sería del orden de los \$3.077 millones, unos U\$S 1.026 millones (considerando las cancelaciones y sin tener en cuenta futuras securitizaciones, el stock crecería hasta los \$2.800 millones o sea U\$S 933 millones), esto implicaría un incremento del stock de préstamos hipotecarios del 28%.

En el cuadro siguiente se muestra una estimación, con una apertura por tipo y nivel de ingreso, de la cantidad de hogares (o familias) que integran los distintos estratos de ingresos y la cantidad de familias que potencialmente demandarían préstamos hipotecarios en 2007.

Tabla 3 Demanda potencial de préstamos hipotecarios en Argentina para el año 2007

Tipo de Ingreso Familiar ¹⁴	Cantidad de Hogares	Demanda Total Hipotecas	Participación de la demanda por sector de ingreso
Informal	3.615.909	9.776	23,8%

12 Fuente: Banco Río - Administración de Bases de Datos de Riesgos de Individuos.

13 INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censo de la República Argentina. www.indec.mecon.gov.ar

14 Fuente Notibancos publicación electrónica. www.notibancos.com.ar

Formal hasta \$ 2399	2.864.501	10.562	25,7%
Formal \$ 2400 - \$ 2799	175.878	4.171	10,2%
Formal \$ 2800 - \$ 4199	285.298	11.037	26,9%
Formal \$ 4200 - \$ 8399	100.555	4.745	11,6%
Formal \$ 8400 más	14.620	731	1,8%
Total General	7.056.761	41.023	100,0%

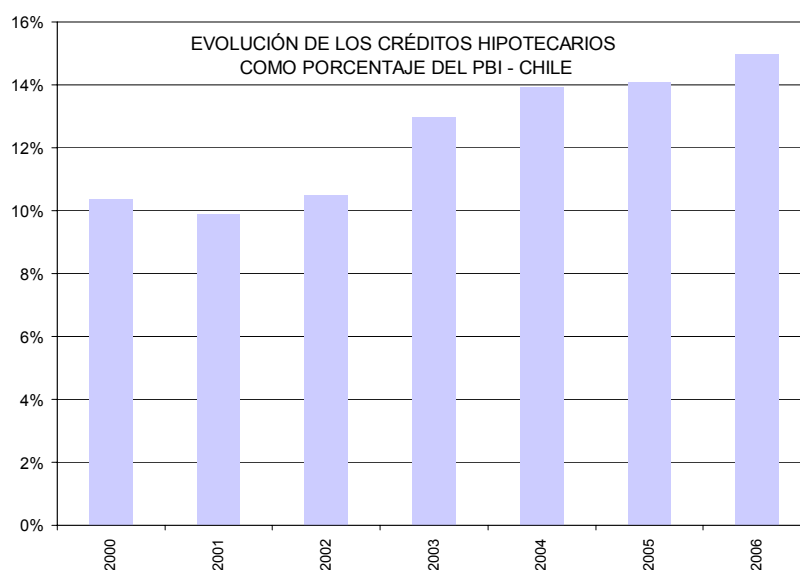
El 24% de la demanda de nuevos préstamos hipotecarios se debería a la incorporación de familias con ingresos informales, cuyo acceso sería posible mediante el lanzamiento del programa "De inquilino a Propietario" del Banco Nación, aunque al momento de realización del presente estudio, la línea de crédito no ha tenido el resultado ni la aceptación que su proyección suponía. Además el grueso de la oferta estará orientada a satisfacer la demanda de créditos hipotecarios del decil correspondiente a los ingresos más altos.

El marco legal e institucional tiene herramientas que a priori son adecuadas para el crecimiento del mercado hipotecario. De hecho la Ley 24.441 que posibilitó la creación de fideicomisos con mutuos hipotecarios endosables durante la convertibilidad, continúa en plena vigencia allanando el camino hacia un eventual aumento al financiamiento disponible para la vivienda. No obstante el desarrollo de titulizaciones de mutuos hipotecarios no fue el esperado en aquel momento si bien el marco se asemejaba al actual pues existía calce de monedas entre los préstamos y el fondeo.

I.3.2 Chile evoluciona sin sobresaltos.

El stock de créditos hipotecarios en Chile ha crecido en forma permanente desde principios de los años ochenta y en la actualidad ya supera el 14% del PBI, observándose que su evolución no ha sido afectada significativamente por las recientes crisis regionales, permitiendo el desarrollo sostenido del mercado.

Gráfico 7 Chile¹⁵: Evolución de los créditos hipotecarios como porcentaje del PBI –



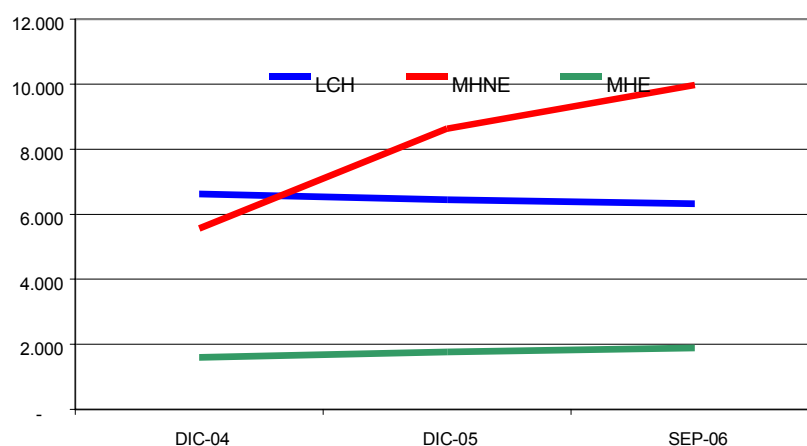
15 Elaboración propia en base de la información de la Superintendencia de Banca e Instituciones Financiera de Chile

El esquema chileno permite que los créditos tomados por las familias, independientemente de haber recibido o no un subsidio, los otorguen tanto entidades públicas como privadas. (Ver Anexo I - Estadístico). Durante muchos años este tipo de crédito se desarrolló mediante la Letra de Crédito Hipotecaria (LCH), un instrumento estandarizado en tasa de interés y plazo que emiten los bancos con la doble garantía de la hipoteca y del banco. Estos instrumentos se colocan luego a inversores de largo plazo, especialmente a los fondos de pensión.

En los últimos años el modelo, con la generación de herramientas adecuadas, ha incorporado el leasing inmobiliario y la securitización fuera de balance, que se realiza mediante los mutuos hipotecarios endosables (MHE), cuya única garantía es la hipotecaria, dando más flexibilidad al emisor. Los MHE sin embargo han tenido un escaso crecimiento.

Además de los MHE existen los mutuos hipotecarios no endosables, MHNE. Estos últimos evidencian una evolución positiva, desplazando a las LCH. Esta situación podría deberse a alguno de estos dos factores: 1) la alta liquidez que tienen las entidades financieras combinada a la actual bonanza por la que atraviesa el país, que las anima a estar descalzadas en plazos, o 2) el acceso a un fondeo externo conveniente les permite descalzarse en moneda.

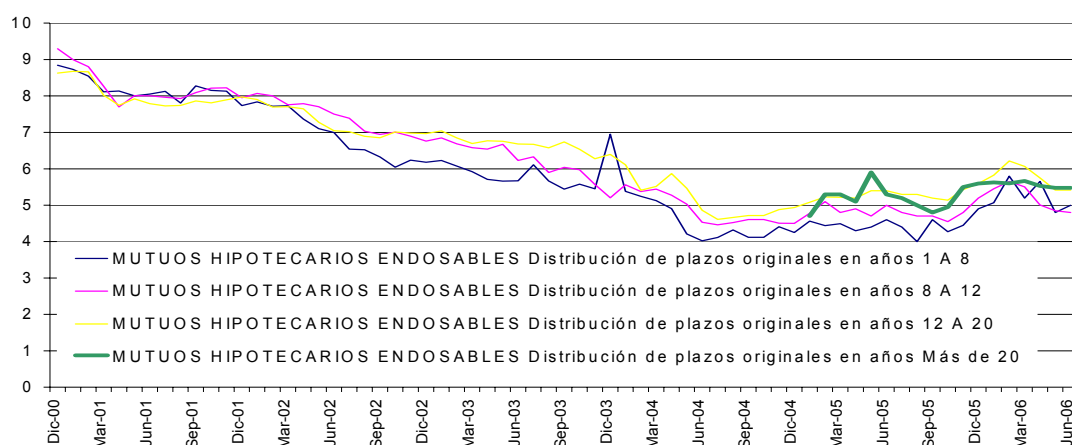
Gráfico 8 Chile: Evolución por tipo de instrumento en millones de U\$S



Con respecto a las tasas de interés se advierte que desde el 2001 éstas han caído en forma sostenida, en parte por la mayor profundidad del mercado y en parte debido a la mayor liquidez internacional que ha bajado las tasas de los activos denominados en moneda local y con menor riesgo. La baja se observa para todos los tipos de instrumentos hipotecarios y para los diferentes plazos.

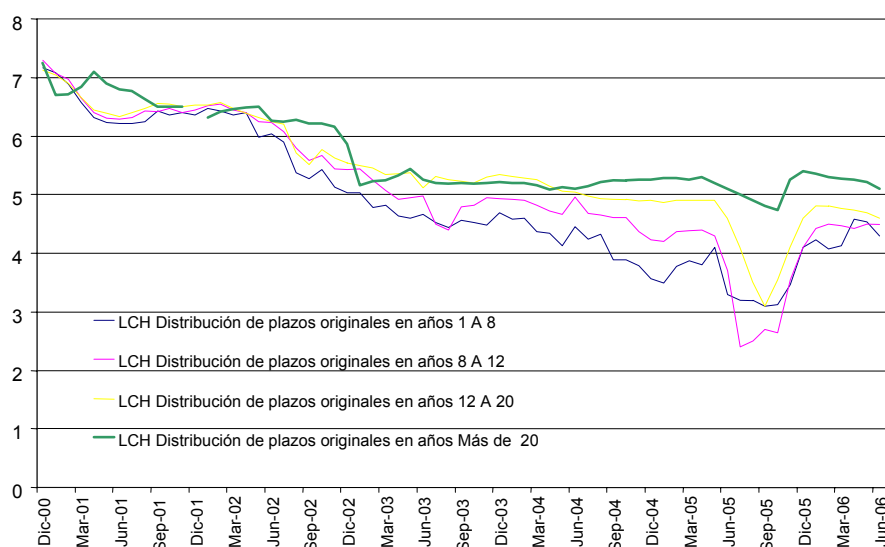
Así, la tasa de interés que en el año 2000 era UF más 9 puntos porcentuales hoy ha caído a niveles de UF más 5 puntos porcentuales. La baja fue particularmente importante durante algunos meses del 2005 cuando las tasas de interés para las letras hipotecarias se ubicaron por debajo del 3%, anual, aunque luego se estabilizaron en niveles cercanos al 4% anual más la UF, o sea con tasas similares aunque algo menores a la

Gráfico 9 Evolución de las tasas de los MHE



de los mutuos. La menor tasa de las LCH en parte se explica por la garantía bancaria que poseen. Los MHE pactados a más 20 años comenzaron a desarrollarse en octubre de 2005. Las tasas de aquellos mutuos no endosables son pactadas entre las partes, no existiendo estandarización para esta información.

Gráfico 10 Chile: Evolución de las tasas de las LCH



I.3.3 Uruguay un mercado pequeño que no salió de la crisis (2002).

El mercado uruguayo de créditos hipotecarios para vivienda ha estado dominado a lo largo de su historia por un operador estatal: el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU)¹⁶. A partir de los años 90, algunas

¹⁶ Desde su surgimiento en 1892 y hasta la creación del Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente (MVOTMA), el BHU cumplió una activa función en el financiamiento de la construcción y la vivienda, convirtiéndose en el órgano central del Sistema Financiero de la Vivienda, al que le competía, entre otros cometidos, administrar el Fondo Nacional de Vivienda (FNV). Esta etapa culmina en enero de 1992 con la promulgación de la Ley N° 16.237 que le otorgó al MVOTMA la responsabilidad en exclusividad de la atención de la demanda habitacional de los núcleos familiares con ingresos menores a 30 UR (aproximadamente u\$s 240) y con carácter de subsidio, a núcleos familiares con ingresos entre 30 y 60 UR, traspasando el ex-FNV, hoy llamado Fondo Nacional de Vivienda y Urbanización, al citado Ministerio, sin prever el financiamiento de los costos incurridos por las actividades de carácter social cumplidas por el BHU, los cuales se estiman entre los u\$s 1.200 y u\$s 1.300 millones. A pesar de lo expuesto, el BHU continuó cumpliendo con la función social de proporcionar viviendas a familias de bajos

instituciones privadas se interesaron en la actividad de préstamos hipotecarios y lanzaron diversas modalidades al mercado. En particular se destacaron los llamados “círculos de ahorro” de instituciones financieras no bancarias y los préstamos para vivienda de algunos bancos internacionales, como así también un monto pequeño de créditos hipotecarios en dólares.¹⁷

El mercado hipotecario sufrió un duro golpe en el 2002 como resultado de una profunda crisis económica que siguió a un proceso recesivo que duró más de tres años, y de una crisis financiera inusual en la historia del país que llevó a una fuerte depreciación de la moneda y a una corrida bancaria que concluyó con una reprogramación de los depósitos en dólares la banca pública.

El BHU fue uno de los bancos que más se perjudicó por la crisis, pues debido al descalce de monedas entre activos y pasivos, sufrió graves problemas de liquidez como consecuencia de una corrida de depósitos y también de solvencia, dado que el valor de sus pasivos se incrementó con el valor del dólar en términos de pesos mientras que el valor de sus activos aumentó mucho menos puesto que se ajustaron por inflación o por salarios. Como resultado el BHU pasó a tener patrimonio neto negativo, llevándolo a una reestructuración de las operaciones del Banco y un cese casi total de los préstamos hipotecarios.

La situación del BHU a fines del 2002 fue crítica y en gran medida sacó a la luz problemas de larga data que sufría el Banco y que habían podido ser superados gracias a que el país vivió un contexto de alta liquidez y de apreciación del tipo de cambio real. Algunos de los problemas más serios tanto patrimonial como de gestión de la cartera hipotecaria se pueden resumir de la siguiente manera:¹⁸

- ♦ Descalce de monedas y plazos entre activos y pasivos: el 82,1% de los Activos estaba denominado en UR (equivalente a u\$s 1.116 millones) con un vencimiento promedio de 17,5 años, en tanto que el 83,1% de los Pasivos está denominado en u\$s (equivalente a u\$s 1.062,9 millones que incluyen los depósitos reprogramados tras pasados al Banco de la República Oriental del Uruguay) con un vencimiento promedio de 5 años.
- ♦ Alta morosidad de la cartera medida como porcentaje de los préstamos. Ésta alcanza al 55% respecto a una media mundial para Bancos Hipotecarios del orden del 10%.
- ♦ Margen financiero negativo, que incluso en el caso que se excluya el efecto del descalce de monedas, ascendió a una pérdida por el equivalente a US\$ 170 millones, un 18% del capital. Esto fue consecuencia de la alta morosidad de las carteras que implica el no pago de intereses, y de una menor tasa activa respecto a la pasiva.
- ♦ Imposibilidad de manejar el descalce de monedas que se mantuvo abierto antes y durante la crisis.
- ♦ Inadecuada concesión de créditos basada en una estructura organizativa no orientada a las actividades bancarias que implicó una sobrevaloración de la garantía hipotecaria y una subvaloración de la capacidad de pago e historial crediticia.

recursos (a través de medios indirectos tales como tasas de interés reducidas, venta de inmuebles a valores inferiores a los costos de construcción y políticas muy flexibles para la recuperación de las carteras) y atendiendo al fomento de la industria de la construcción, a costa de incrementar la oferta de soluciones habitacionales más allá de la demanda en condiciones efectivas de pago. Ello le obligó –dadas las condiciones del mercado de capitales uruguayo en la década del 90- a obtener fuentes de financiamiento adicionales, las que se caracterizaron por ser de corto plazo y en dólares. Esta situación acompañada por un crecimiento más acelerado de los salarios nominales con relación al tipo de cambio, provocó ganancias patrimoniales dada la estructura de activos indexados en UR y pasivos indexados con el tipo de cambio. Tal situación comienza a revertirse a fines de los 90 acompañado de medidas legislativas como la Ley N° 17.062 de 24 de diciembre de 1998 que dispuso beneficios a los deudores del BHU en términos de límites de afectación de los ingresos, regularización de adeudos y cancelaciones anticipadas, afectando la recuperación total de los créditos. Diagnóstico publicado por el BHU en su página web www.bhu.com.uy y proyecto de ley publicada por el MVOTMA en su página web. www.mvotu.gub.uy

17 Según estimación de las autoridades de la propia entidad bancaria. De acuerdo a Gandelman y Gandelman 2004 estudios del Bid, “las observaciones más optimistas le otorgaban una participación del 80% del mercado” total asignándole en este caso un 20% al sector privado, porcentaje que difiere de la estimación tanto de la propia entidad como del Ministerio de Vivienda Ordenamiento Territorial y Urbanismo del Uruguay.

18 En base a Gandelman y Gandelman 2004.

- ♦ Inadecuada gestión de la actividad de promoción de la construcción más basada en promover la oferta que en subsidios a la demanda.
- ♦ Insuficiencia del sistema de gestión bancario que impide contar con un número único de referencia de identificación para el cliente así como en algunos casos relacionar datos de éste con sus transacciones.
- ♦ La sostenida corriente de retiros de depósitos desde enero a junio/2002 (27,7% de los saldos al 31.12.2001) si bien fue menor a la del conjunto del sistema financiero (42,5%), le significó al Banco, al prolongarse en el resto del año, un drenaje financiero que requirió la asistencia del gobierno.

La crisis macroeconómica en gran medida implicó el final de un modelo de gestión de los préstamos hipotecarios y llevó a que desde el año 2002 el banco haya entrado en una reestructuración donde se limitó el monto de nuevas hipotecas que puede otorgar y mantener en el balance. Además se decidió terminar con el esquema de “leasing” que le otorgaba a los promitentes compradores donde las dificultades para cobrar fueron particularmente importantes, y donde la mora fue extremadamente alta.

Además se buscó separar la gestión comercial de la función social del banco transfiriendo a un fideicomiso¹⁹ llamado "Cartera Social 1" que es administrado por el Ministerio de Economía y Finanzas (que operó como una capitalización) mientras que sus pasivos (depósitos en dólares fundamentalmente y de plazos que no resultaban calzados con su cartera de créditos) fueron transferidos a otro banco público, Banco de la República Oriental del Uruguay.

A junio de 2002 el stock de créditos hipotecarios era de unos 900 millones de dólares. No existen datos públicos acerca de la situación del crédito en este momento, siendo los únicos existentes hasta esa fecha, ya que no se discriminan los créditos de vivienda otorgados en los balances presentados por el BCU.

Tabla 4 Préstamos hipotecarios con destino a la vivienda²⁰ - Uruguay

	Miles de pesos constantes	Variación (anualizada)	Miles de dólares	Variación (anualizada)	(Como % del PBI)
Dic-98	19.169.358		2.118.51 3		9,8%
Jun-99	19.521.847	3,7%	2.105.78 6	-1,2%	
Dic-99	18.614.083	-9,1%	1.991.84 5	-10,5%	9,7%
Jun-00	17.832.653	-8,2%	1.886.95 4	-10,3%	
Dic-00	15.358.745	-25,8%	1.609.55 2	-27,2%	8,2%
Jun-01	13.671.472	-20,8%	1.361.00 9	-28,5%	
Dic-01	12.805.581	-12,3%	1.229.50 3	-18,4%	7,0%
Jun-02	11.129.764	-24,5%	904.801	-45,8%	

19 La ley que introduce el fideicomiso como figura del derecho en Uruguay es la 17.703 y fue sancionada en octubre de 2003

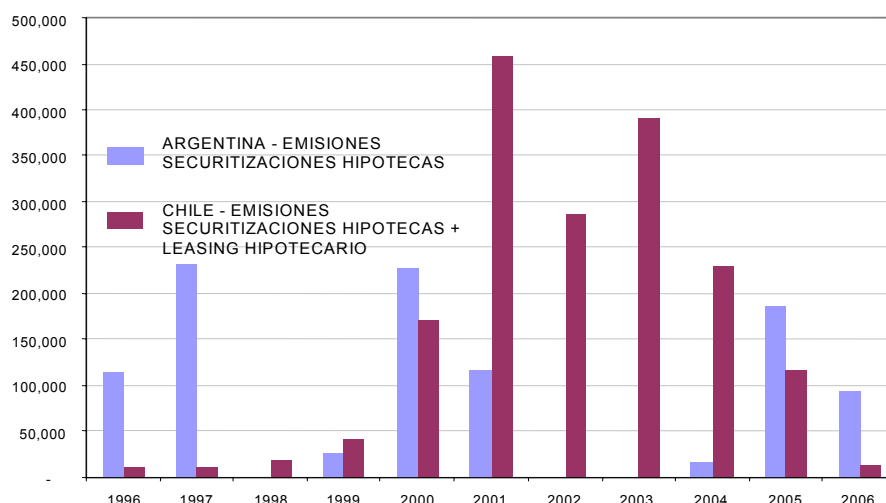
20 Fuente: Estudio realizado por Néstor y Eduardo Gandelman "Los efectos del sector público en el financiamiento de la vivienda: El mercado hipotecario uruguayo- BID - 2004

Hacia adelante todo indica que debería transformarse el funcionamiento del mercado hipotecario, cambiando a un sistema parecido a los de Argentina y Chile donde los bancos securitizan gran parte de la cartera, siendo los títulos resultantes adquiridos por los inversores de largo plazo principalmente las AFAPs (las administradoras de los fondos de pensión).

I.4 El mercado secundario de hipotecas

En los países latinoamericanos la venta de las hipotecas en el mercado secundario, especialmente a través de financiamientos estructurados, ha tenido diversos niveles de aceptación y profundidad. La velocidad de aceptación de este mecanismo ha estado condicionada, entre otros factores, al marco legal, la situación de tasas, la madurez de los mercados financieros e hipotecarios y la demanda por nuevos instrumentos por parte de inversionistas institucionales.

Gráfico 11 Emisión de securitizaciones hipotecarias en Argentina y Chile - (Datos al 30/9/2006- en miles de US\$)



No obstante, como innovación financiera, la securitización fuera de balance ha tenido un lento desarrollo en Argentina, Chile y Uruguay. El esquema legal adoptado en cada uno de los países es muy semejante entre sí, habiendo todos tomado el denominado "fideicomiso latinoamericano".²¹

²¹ El fideicomiso latinoamericano, no es el "fideicomissum" de los antiguos romanos ni el "trust" anglosajón. Posee elementos de ambos pero el resultado es una figura con características propias. En síntesis, en su gran mayoría, los países latinoamericanos, incorporaron progresivamente el fideicomiso en su legislación, con mayor o menor plenitud y variantes. En los primeros años de la década del 90 con el advenimiento del fenómeno de la globalización, comenzaron a incorporarse ciertas figuras propias del mundo anglosajón, como la "securitisation" o "titulización" de activos. Puntualmente se requería una figura similar al "trust" para utilizarla en la titulación de activos (vgr. hipotecas, prendas, créditos) como "vehículo de aislamiento" de los bienes securitizados. Por esa razón, algunos países que ya contaban con legislación de fideicomiso, la remozaron como Chile (1994) y otros lo incorporaron como novedad como la Argentina (1995) y Uruguay (2003). Como es un híbrido que contiene características tanto de la fiducia romana como del trust anglosajón, el fideicomiso hispano ha dado origen a un instituto con perfiles propios de carácter "sui generis". La principal característica que tienen el fideicomiso latinoamericano y el "trust" en común, es la transmisión del derecho de propiedad de los bienes fideicomitidos en cabeza del "fiduciario" o "trustee". Así en ambos casos el "fiduciario" es un dueño en interés ajeno. Sin embargo, las diferencias en el régimen legal del "trust" anglosajón impiden la identificación de ambas figuras. El "trust" exige, para existir y ser inteligible, el sistema de doble propiedad enmarcado en un sistema legal regido por un doble orden de leyes: el "common law" o derecho común y el "equity" o derecho de equidad, aspectos que no se compadecen con la raigambre románica del derecho de los países de la región. En el caso del trust anglosajón, la propiedad fiduciaria del "trustee" es compartida con el "beneficiario" (beneficial ownership), mientras que el "fiduciario" latinoamericano es dueño exclusivo. La concepción de fideicomiso en los países latinoamericanos que recibieron legislación para esa especie, es común: negocio jurídico o contrato por el cual un o más sujetos denominados fiduciante, "fideicomitente" o "constituyente" se comprometen a transmitir o transmiten en

Argentina, Chile y Uruguay, cuentan con una legislación integral de fideicomiso, teniendo en común la afectación de los bienes fideicomitados a una finalidad determinada. El aislamiento o encapsulamiento de los bienes transmitidos en fideicomiso, por vía de la admisión legal de patrimonios separados o autónomos, o bien por medio de la afectación de bienes a una finalidad. Aislamiento cuyo propósito es el de impedir que los bienes fideicomitados puedan ser agredidos individual o colectivamente, salvo fraude, por los acreedores del fiduciante, de los beneficiarios y hasta del fiduciario; en este último caso por deudas que no hubieren sido contraídas en la ejecución del fideicomiso.²²

1.4.1 Chile

En Chile el mercado secundario durante muchos años se basó en la colocación por parte de los bancos de las Letras Hipotecarias (LHs) a los fondos de pensión y a las compañías de seguro de vida. Las LHs fueron un vehículo muy útil que permitió el desarrollo de un mercado secundario ágil y eficiente. Sin embargo, la LH tiene una estructura relativamente rígida en cuanto a plazos y condiciones financieras que muchas veces limita las posibilidades de ingeniería financiera en el mercado secundario²³.

Más recientemente Chile comenzó a modificar su legislación para adoptar el mutuo hipotecario que facilita las estructuras de instrumentos financieros en el mercado hipotecario. La securitización de hipotecas se ha centrado en el mercado doméstico, con emisiones denominadas en UF. Se pueden dar dos razones principales explican este fenómeno:

1. la estabilidad económica, política y financiera del país en la última década.
2. la existencia en Chile de una fuerte demanda interna, representada por los inversionistas institucionales.

Como se dijo anteriormente estas entidades han sido los principales demandantes de títulos securitizados, en especial las administradoras de fondos de pensiones, que a comienzo del funcionamiento del sistema tenían muy acotadas sus posibilidades de inversión dada la legislación vigente. También eran atractivos para las compañías de seguros de vida, por la necesidad de calzar sus reservas de rentas vitalicias, enfrentando una limitada oferta de bonos locales de largo plazo.

En Chile, la menor flexibilidad de las primeras leyes que regulaban los procesos de securitización, las altas tasas de interés vigentes hasta fines de 1998 y la falta de difusión de este mecanismo como medio de financiamiento, causaron cierto letargo en el despegue inicial de la industria. No obstante, como se aprecia en el cuadro siguiente, esta situación se fue revirtiendo creciendo en volumen y emisiones hasta el año 2004.

el acto, bienes a otro sujeto, denominado "fiduciario", a los efectos de que este los administre y/o disponga afectando los mismos a una o más finalidades determinadas, en beneficio de uno o más sujetos denominados "beneficiarios" o "fideicomisarios". Conceptos vertidos por Silvio Lisoprawski. Para una mayor profundización sobre este tema ver "Tratado de Fideicomiso" Silvio Lisoprawski, Ed. Lexis Nexis - 2003

22 De esta manera, la doctrina latinoamericana creó un vehículo que pudiere atemperar el riesgo de crédito. Esas fueron, sin duda, las razones determinantes por la que los países involucrados en la región, se dieran una legislación de fideicomiso con un rasgo común: la admisión de patrimonios de afectación o separados, como continente de los activos cuya intangibilidad se desea preservar en cabeza del "Fiduciario", al margen de su patrimonio universal o personal. El fiduciario es un sujeto de derecho que, siendo titular del dominio o propiedad de los bienes fideicomitados, con sujeción a un plazo o condición y de carácter limitado, no confunden los bienes afectos con su propio patrimonio o "patrimonio no fideicomitado". En el fideicomiso, por principio, la transmisión de propiedad se realiza al solo efecto de que el "fiduciario" pueda cumplir el fin que se le encomienda. El "fiduciario" tiene sobre los bienes una propiedad fiduciaria, es decir, que su dominio o propiedad está sujeto a las limitaciones impuestas por el contrato de fideicomiso y la ley. Otro aspecto destacable es la calidad profesional que se requiere para ser fiduciario de securitizaciones emitidas al mercado de capitales, siendo ésta de calidad determinada, con sujeción a una autoridad pública de fiscalización y control (bancos centrales o comisiones de valores). Las legislaciones apuntan a extremar la responsabilidad del fiduciario, estableciendo estándares de conducta tales como el que se exige a un "buen hombre de negocios", la obligación de rendir cuentas periódicamente, la prohibición de eximir convencionalmente al fiduciario de la culpa grave y el dolo, en lo que al incumplimiento de sus deberes respecta, la posibilidad de remover al fiduciario y su sustitución por vía de previsión contractual o resuelta judicialmente. Conceptos vertidos por Silvio Lisoprawski. Para una mayor profundización sobre este tema ver "Tratado de Fideicomiso" Silvio Lisoprawski, Ed. Lexis Nexis - 2003

23 Los detalles de la Letra Hipotecario se presentan en el Anexo I

Tabla 5 Chile²⁴: Cantidad de emisiones de securitizaciones por moneda de denominación

Datos al 30/09/2006	Emisiones en miles de UF	Equivalente en millones de U\$S	Número de emisiones por año
1996	302	9	1
1997	311	10	1
1998	547	17	1
1999	1.158	34	2
2000	4.988	143	5
2001	13.443	339	10
2002	8.459	201	5
2003	11.536	282	7
2004	6.773	189	8
2005	3.408	107	6
2006	363	12	1
TOTAL	51.286	1.343	47

Las reformas introducidas a la legislación en 1999 aparentemente impulsaron la securitización, dado que quitaron rigidez al procedimiento de emisión de los títulos, permitiendo efectuar una emisión y colocarla, así como proceder con el producto de la venta de los bonos a pagar con los activos de respaldo, aún antes de constituir éstos el patrimonio separado. A la vez, se aprecia un mayor aprendizaje respecto del negocio por parte de los diferentes agentes del mercado, como estructuradores, reguladores, originadores, clasificadores, representantes de tenedores e inversionistas institucionales.

El escenario de bajas tasas que comenzó en 1999 hacía presuponer que estaban dadas las condiciones para un salto en el desarrollo de las titulizaciones. No obstante, durante el año 2005, la industria securitizadora se vio afectada por los altos niveles de prepago que impactaron sobre algunas estructuras respaldadas por créditos hipotecarios, ya que a mediados de ese año, el mercado fue golpeado por la liquidación de los primeros patrimonios por este efecto. Como resultado las titulizaciones en Chile en 2006 han disminuido hasta llegar a los bajos niveles del comienzo.

Las primeras emisiones, llevadas a cabo entre 1996 y 1998 se caracterizaron por realizarse con sobregarantías, mientras que en las operaciones siguientes se ha asegurado la calidad crediticia a través de la emisión de bonos subordinados.

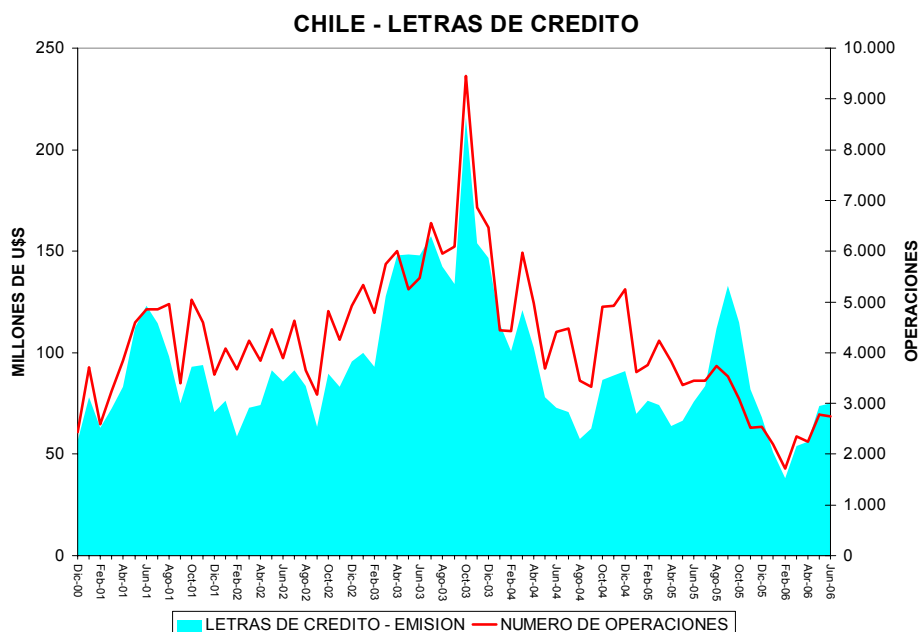
Al 30 de septiembre de 2006, la industria registró 47 operaciones colocadas, con un monto total de emisión por más de UF 51.286.000, equivalente a 1.343 millones dólares estadounidenses. Las operaciones tienen como activo de respaldo mutuos hipotecarios endosables y/ o contratos de leasing habitacional.

La calificación asignada a los títulos de deuda senior ha correspondido en general, a categorías de riesgo en nivel AA/AAA. Dado el aumento del volumen de las operaciones y a fin de captar mejor las preferencias de los inversionistas institucionales, los títulos de deuda senior se han ido estructurando en varias series diferenciadas por monto y plazo.

La calificación asignada a los títulos de deuda subordinada normalmente ha sido C, ya que el flujo de pago de estas series se ha estructurado sobre la base de escenarios de cumplimiento de pago de los activos de respaldo sin mayor stress.

24 Fuente: Monto Inscrito SVS y elaboración propia. No se consideran emisiones inscritas y no colocadas cuyo plazo de colocación venció.

Gráfico 12 Chile: Evolución de las letras créditos



Dada la evolución del mercado primario, se advierte que existe un retroceso en el financiamiento mediante LCH ya que éste se realiza en mutuos hipotecarios, securitizándose una pequeña parte de esos mutuos, compitiendo ambos activos por el mismo mercado.

Gráfico 13 Chile: Flujo de créditos securitizados

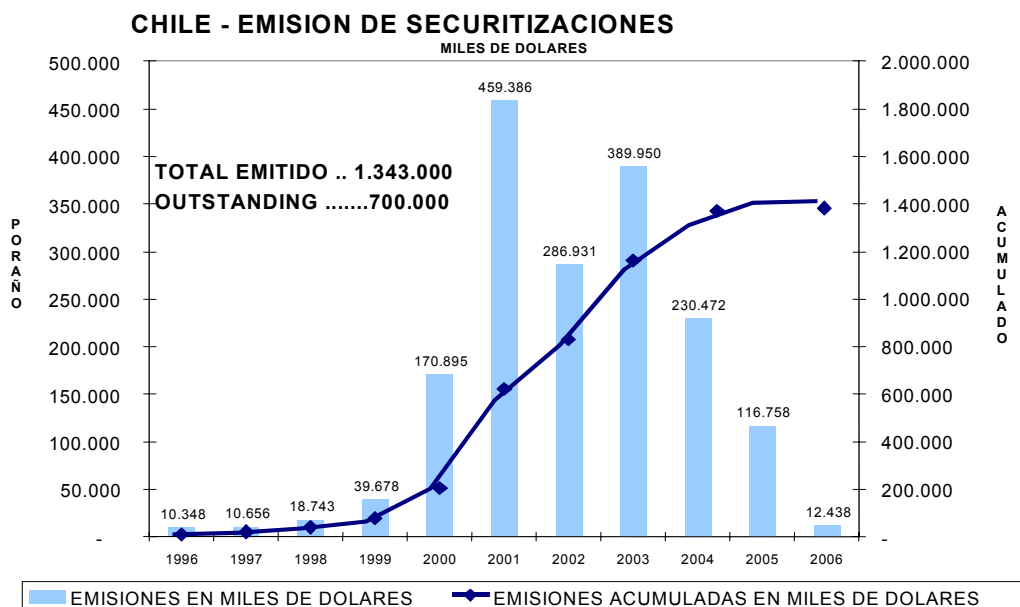
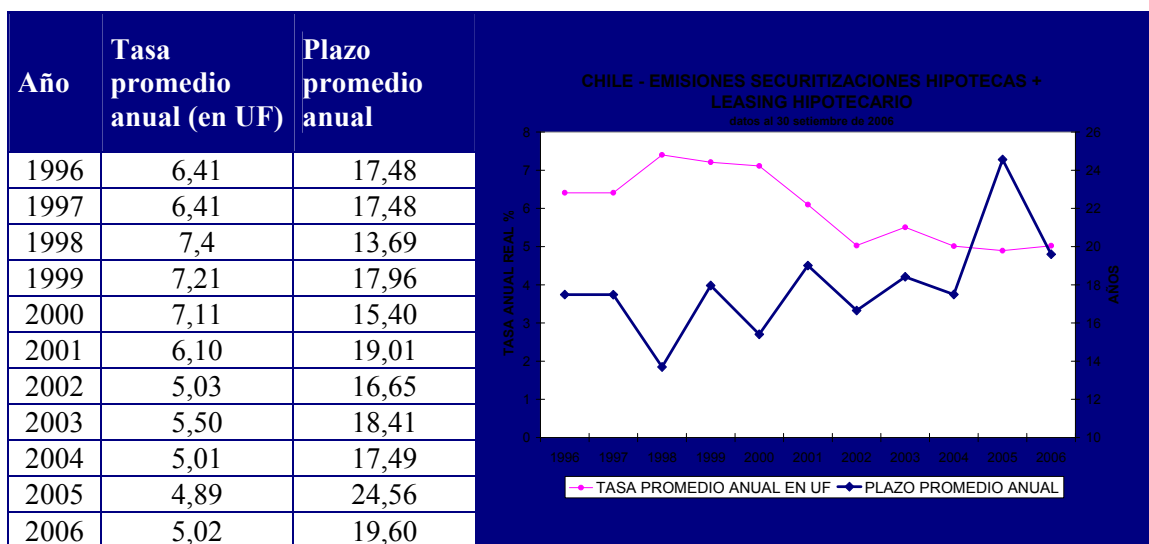


Tabla 6 Chile: Total de emisiones por año de securitizaciones hipotecarias (1996 a set. 2006)

EMISORA	Emisiones en millones de dólares	Participación de mercado
Bice Securitizadora S.A.	335,75	25%
Banchile Securitizadora S.A.	174,59	13%
Santander Securitizadora	161,16	12%
La Construcción Securitizadora	134,3	10%
BCI Securitizadora S.A.	134,3	10%
Security GMAC-RFC Securitizadora S.A.	120,87	9%
ABN AMRO Securitizadora S.A.	80,58	6%
Transa Securitizadora	80,58	6%
Boston Securitizadora S.A.	67,15	5%
Interamericana Securitizadora	40,29	3%
TOTAL	1.343	

El mercado de titulizaciones se encuentra fuertemente concentrado, destacándose que Bice Securitizadora tiene el 25% del mercado, siendo la participación de las cinco primeras del total de 10 compañías del 70%.

Gráfico 14 Chile: Evolución de las emisiones de securitizaciones



Se advierte que las tasas de los mutuos hipotecarios son muy semejantes al de las titulizaciones, infiriéndose por lo tanto que los costos de estructuración no deberían ser altos como tampoco los spread con que operan aquellos que se desprenden de las carteras.

I.4.2 Argentina

En el mercado argentino, desde comienzos de 1996 hasta septiembre de 2006 se han realizado 28 emisiones, por un total de 706 millones de dólares y 903 millones de pesos emitidos²⁵ y un *outstanding* estimado en 960 millones de pesos, equivalente a U\$S 320 millones.

Tabla 7 Argentina²⁶: Emisión de securitizaciones (1996-2006)

Año	Emisiones en miles de U\$S	Numero de emisiones por año
1996	113.784	2
1997	231.414	6
1998	-	-
1999	25.312	3
2000	228.080	4
2001	161.144	1
2002	-	-
2003	-	-
2004	16.667	1
2005	187.104	7
2006	94.405	4
TOTAL	1.057.910	28

Las emisiones se han organizado típicamente de la forma senior/subordinado y han contado (las series senior) con muy buena calificación de riesgo. Este mercado comenzó su despegue de la mano de un actor preponderante: el Banco Hipotecario S.A (BH). Su desarrollo estuvo signado durante la segunda mitad de los años 90 por varias crisis cambiarias y de pagos que afectaron a los mercados emergentes y, finalmente, la propia crisis argentina cuyo desenlace ocurrió a fines de 2001, aunque afectaba al mercado desde mucho tiempo atrás.

La crisis argentina marcó un antes y un después para las securitizaciones hipotecarias en cuanto a los actores involucrados, las características de los títulos emitidos y en general las dificultades para realizar las estructuraciones. Antes de la crisis de 2001 se emitieron 16 securitizaciones por un total de 600 millones de dólares. Prácticamente la totalidad se realizaron en dólares a tasa fija o variable, apenas 2 emisiones por 9 millones se realizaron en moneda local. De la totalidad de las emisiones realizadas en este período el 83%, 500 millones, las originó el BH a través de 4 emisiones.

Durante este período el BH siguió una estrategia de colocación en los mercados internacionales, merced a la calificación de grado de inversión que pudo obtener para las series senior en el marco de la convertibilidad peso-dólar que existió como regla cambiaria. Las agencias calificadoras de riesgo asignaron a esas estructuraciones notas que perforaban el techo del riesgo país, en consecuencia los retornos ofrecidos resultaban inferiores a los de la deuda soberana y tuvieron una escasa demanda²⁷ en el mercado local. Alcanzar tal calificación internacional exigió en todo el proceso, desde la originación hasta la colocación de los títulos en el mercado, observar las mejores prácticas internacionales, en consecuencia desde un inicio se incorporaron altos estándares para el diseño de este tipo de financiamiento estructurado en el mercado

25 A los efectos estadísticos las emisiones nominadas en dólares estadounidenses se han considerado como emitidas en pesos. Todas las emisiones se han realizado con anterioridad al año 2001. A partir del 04/02/02 por aplicación del Decreto 214/02 los activos subyacentes (los créditos hipotecarios) fueron transformados en pesos a la paridad un dólar igual a un peso y se dispusieron tasas máximas sobre esos préstamos y una indexación máxima del capital. Esto afectó a tal punto la cobertura de los títulos, que esencialmente han honrado sus pagos en pesos.

26 Datos al 30/09/2006. Fuente: BCBA y elaboración propia. No se consideran emisiones no colocadas. Las emisiones realizadas originalmente en dólares hasta el año 2001 y luego "pesificadas" se han considerado a un TC de 1\$ = U\$S.

27 Sólo el 3% de las emisiones fue adquirida por inversores institucionales.

argentino. Las crisis del sudeste asiático, Rusia y Brasil afectaron negativamente el desarrollo del mercado durante este período impidiendo las emisiones durante el año 1998 y prácticamente todo el año 1999. Luego de pasado ese momento, las emisiones recomenzaron tíbiamente hasta el primer trimestre de 2001.

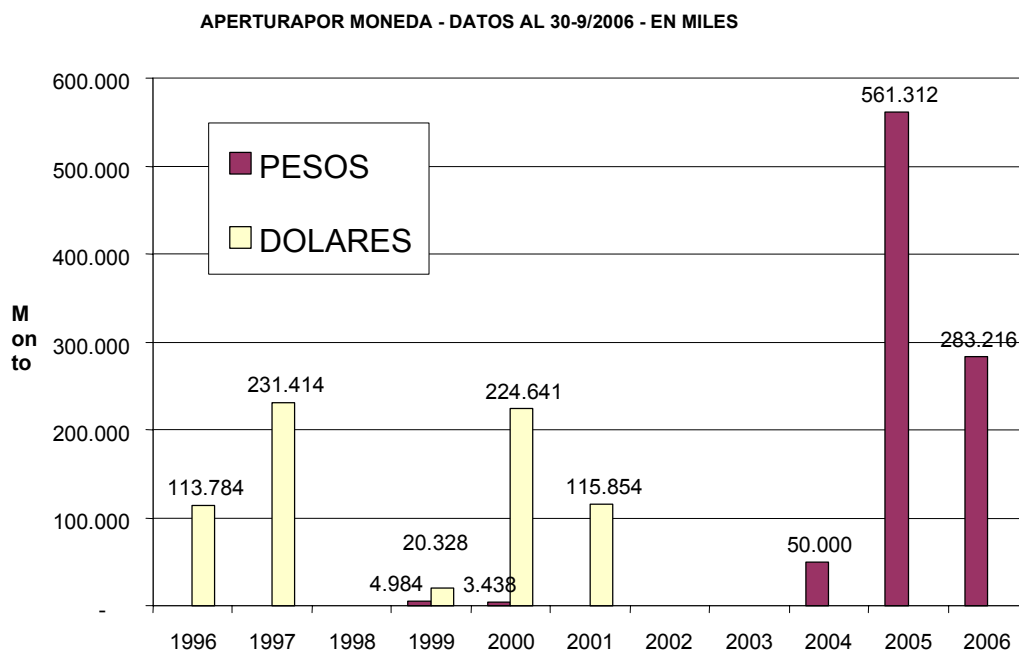
Tabla 8 Argentina: Securitizaciones por originantes (Datos al 30/9/06)²⁸

ORIGINANTES	Emisiones en millones de U\$S	Número de emisiones	Participación de mercado
Banco Hipotecario	819	77,4%	12
Banco Galicia	65	6,1%	2
Banco Río	62	5,9%	2
Crédito Imperial	30	2,8%	2
Banco de Tornquist	21	2,0%	1
Ellington Overseas Partner L.T.D. Y Nuem S.A.	16	1,5%	1
Banco Supervielle	15	1,4%	1
Eurofin de inversiones	8	0,7%	1
ORIGINANTES	Emisiones en millones de U\$S	Número de emisiones	Participación de mercado
Banco de Valores	7	0,6%	2
Ecipsa	5	0,5%	1
Banco del Sol	5	0,5%	1
Construir SA (prov. De San Juan)	4	0,4%	1
Banco Piano S.A.	1	0,1%	1
Total general	1.058	100%	28

Después de la crisis de 2001, no hubo emisiones de securitizaciones de hipotecas hasta mediados del año 2004, momento el cual el BH realizó una operación por 50 millones de pesos (u\$s 16 millones), con el lanzamiento de las llamadas Cédulas Hipotecarias. Si bien las condiciones de mercado han cambiado mucho respecto del momento previo a la devaluación, el mercado de securitizaciones hipotecarias se ha restablecido lentamente. Desde el año 2004 hasta setiembre de 2006 se realizaron 12 emisiones por un total de pesos 895 millones de pesos (u\$s 290 millones). En esta nueva etapa todas las emisiones han sido realizadas en moneda local, y los títulos incluyeron un ajuste por inflación (CER).

²⁸ Fuente: BCBA y elaboración propia. No se consideran emisiones no colocadas. Las emisiones realizadas originalmente en dólares hasta el año 2001 y luego "pesificadas" se han considerado a un TC de 1\$ = U\$S.

Gráfico 15 Argentina: Emisión de securitizaciones hipotecarias por monedas



Este período también está liderado por el BH con el 52% de las emisiones seguido por los bancos Galicia (22%), Río (21%) y Supervielle (5%). El cambio más significativo respecto al período anterior analizado, es la participación como originantes de bancos muy importantes en el sector de préstamos hipotecarios (Bancos Galicia y Río). Quizá este cambio esté relacionado con las enseñanzas que dejó la crisis del 2001 respecto del impacto en los balances producto de los descalses de plazo y tasa. Las nuevas emisiones desde 2004 son colocadas sólo en el mercado local, no obstante la calidad crediticia de los créditos empaquetados. La conversión forzada de los préstamos hipotecarios que constituían los activos subyacentes de las emisiones anteriores al 2001 nominados en dólares a pesos, ha afectado sustancialmente la calificación crediticia de las securitizaciones (otorgada por agencias calificadoras de riesgos) como para poder alcanzar los niveles previos a la crisis. Las securitizaciones realizadas en aquel momento habían logrado el grado *investment grade* en escala internacional, calidad crediticia que por el momento no es posible alcanzar en un horizonte cercano.

Otro aspecto positivo en el que el mercado ha avanzado, es en el desarrollo de administradores fiduciarios. Los bancos, que son los principales originantes de créditos hipotecarios, en general han sido renuentes a compartir información acerca de sus carteras de créditos con otros bancos competidores, quienes harían las veces de fiduciarios, ya que no existe la figura del fiduciario independiente. Este aspecto ha sido una limitación para el desarrollo del mercado en el pasado. Las nuevas emisiones realizadas desde el año 2004 han contado con dos administradores fiduciarios que no compiten en el negocio hipotecario ni minorista en general. Uno es Deutsche Bank Argentina²⁹ y Equity Trust Company Argentina, una compañía de origen holandés dedicada sólo al negocio fiduciario.

29 Una filial de Deutsche Bank AG, que en Argentina sólo opera como banca mayorista

Tabla 9 Argentina: Emisiones de securitizaciones por moneda - (al 30/09/06)³⁰

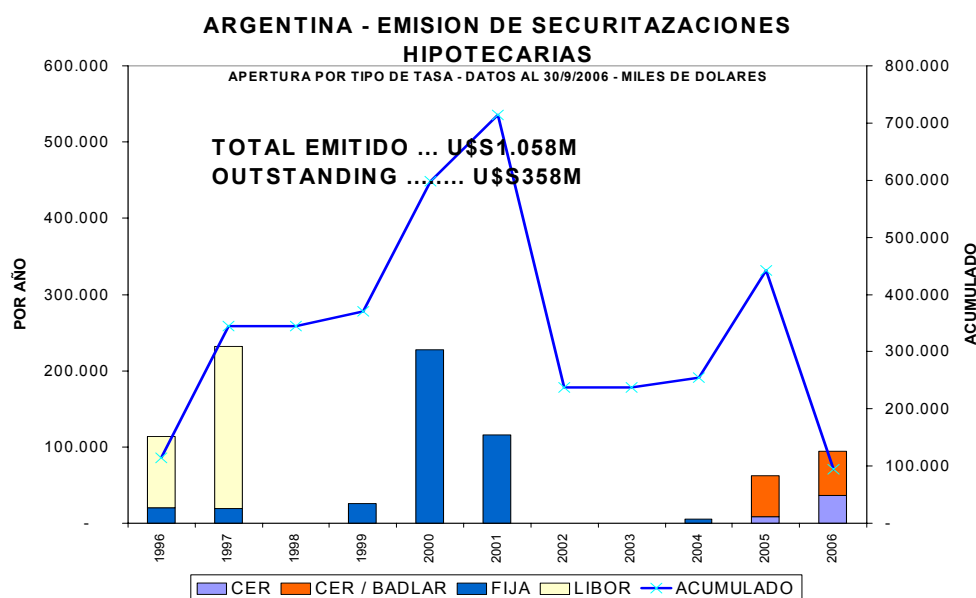
FIDUCIARIOS	Emisione s en millones de U\$S	Numero de emisiones	Participaci ón de mercado
First Trust of New York	616	5	58,20%
Deutsche Bank	331	11	31,30%
Banco Patagonia Sudameris S.A.	30	2	2,80%
Banco Río de la Plata S.A.	21	1	2,00%
First Argentine Mortgage Acceptance Trust	16	1	1,50%
Banco de Valores S.A.	14	3	1,40%
Equity Trust Company Argentina	15	1	1,40%
South American Trust	9	2	0,90%
MBA Banco de Inversiones	5	1	0,50%
Banco Piano S.A.	1	1	0,10%
TOTAL	1.058		100,00%

En alguna medida, la actual coyuntura, ha roto con la falta de voluntad por parte del sistema financiero de generar un ambiente donde crezcan y evolucionen entidades financieras o administradores fiduciarios independientes que estén dedicados a la administración, custodia y/o fiducia de los activos securitizados.

Las tasas a las que se emiten las securitizaciones también han cambiado. Antes de la crisis de 2001 las tasas de los títulos eran fijas o variables utilizando la tasa LIBOR como referencia más un margen muy pequeño entorno a los 150bp. Estos rendimientos eran consistentes con las tasas de interés en dólares que tenían los activos subyacentes y en un contexto financiero en el que existía una curva de rendimientos soberano de largo plazo en dólares. A partir de las emisiones del año 2004 la ingeniería financiera resulta compleja para la estructuración de los títulos. La mayoría de los títulos pagan el máximo entre una combinación de rendimientos variables más un margen. Las tasas utilizadas como referencias son el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), un índice que se ajusta por el índice de precios al consumidor, y BADLAR, que es la tasa de interés que declaran los bancos haber constituido depósitos a plazo a tasa fija por montos superiores a un millón de pesos (U\$S 333 mil). En algunos casos estas condiciones de emisión están sujetas a rendimientos máximos. El punto es, que en el mejor de los casos, los activos subyacentes (los préstamos hipotecarios) están constituidos a tasa variable, en pesos. También existen dos casos de estructuraciones con activos subyacentes que pagan una tasa fija, mientras que el título emitido paga CER más un margen. Este tipo de estructuraciones ha sido posible porque el originante realizó un SWAP desprendiéndose de la cartera de préstamos que paga el retorno fijo y pagando retorno variable en las condiciones de emisión de la securitización, teniendo el originante el riesgo de crédito por la parte indexada.

30 Fuente: BCBA y elaboración propia. No se consideran emisiones no colocadas. Las emisiones realizadas hasta el año 2001 originalmente en dólares y luego "pesificadas" se han considerado a un TC de 1\$ = U\$S.

Gráfico 16 Argentina: Apertura de securitizaciones por tipo de tasa



I.4.3 Uruguay

Uruguay es de los tres países el que menos ha avanzado en la titulización de activos financieros, ya que aún no se han realizado securitizaciones con créditos hipotecarios en condiciones financieras de mercado.³¹ El marco legal e institucional no ayudaba ya que el primer esfuerzo en esa dirección fue una ley de 1992 que crea el mercado de capitales, mientras que la reforma previsional que creó los fondos de pensiones recién se aprobó en 1995. Las condiciones para las securitizaciones se hacen más propicias a partir de la sanción de la nueva ley de fideicomisos y de la necesidad por parte del BHU de contar con una alternativa de fondeo a efectos de poder seguir ofreciendo hipotecas en el mercado. Sin embargo, el BHU aún no ha podido concretar la primera serie de securitización de hipotecas, pero se espera que la entidad lance al mercado una securitización por 25 millones de dólares en el 2007, siendo una genuina estructuración de créditos hipotecarios de calidad.

El nuevo marco legal ha permitido que se realicen las primeras titulizaciones de activos, que por ahora, se han limitado a flujos de fondos de los sectores lácteos y arroceros, y las AFAPs aparecen como los principales inversores para este tipo de activos. Todavía no se han realizado titulizaciones de activos financieros (como cupones de tarjetas de créditos), pero las condiciones parecen estar dadas para comience a desarrollarse este mercado.

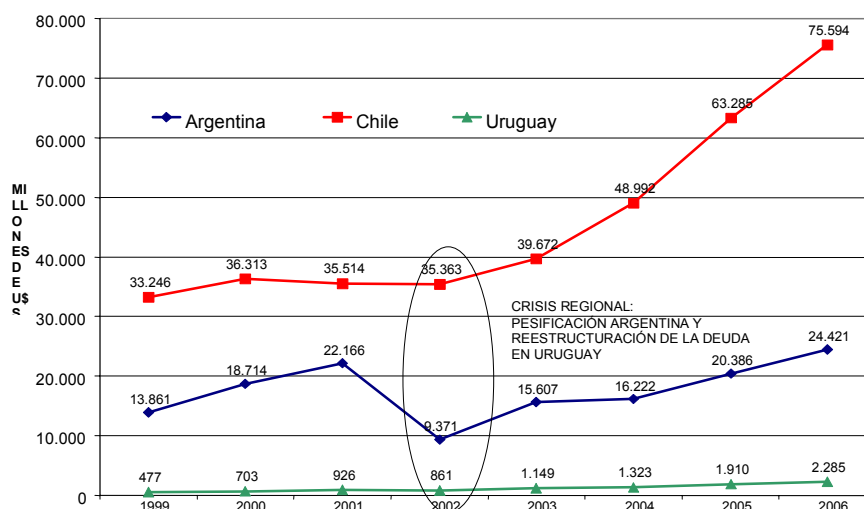
II Los inversores institucionales y su aporte al mercado secundario:

El mercado secundario está dominado por los inversores institucionales³², que son los principales compradores de activos financieros y dentro de este grupo se destacan los fondos de pensiones. En general el desarrollo del mercado secundario de hipotecas en los tres países ha estado estrechamente relacionado con el crecimiento de los fondos administrados por los fondos de pensión.

³¹ "Cartera Social I", que en realidad fue la forma en que se estructuró la capitalización del BHU, a fin de propender a su reestructuración. Este fideicomiso, si bien tiene oferta pública, ha sido adquirido en su totalidad por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) siendo también administrado por este organismo.

³² Los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras y los fondos de inversión son los principales inversores institucionales que se encuentran en condiciones de financiar a largo plazo.

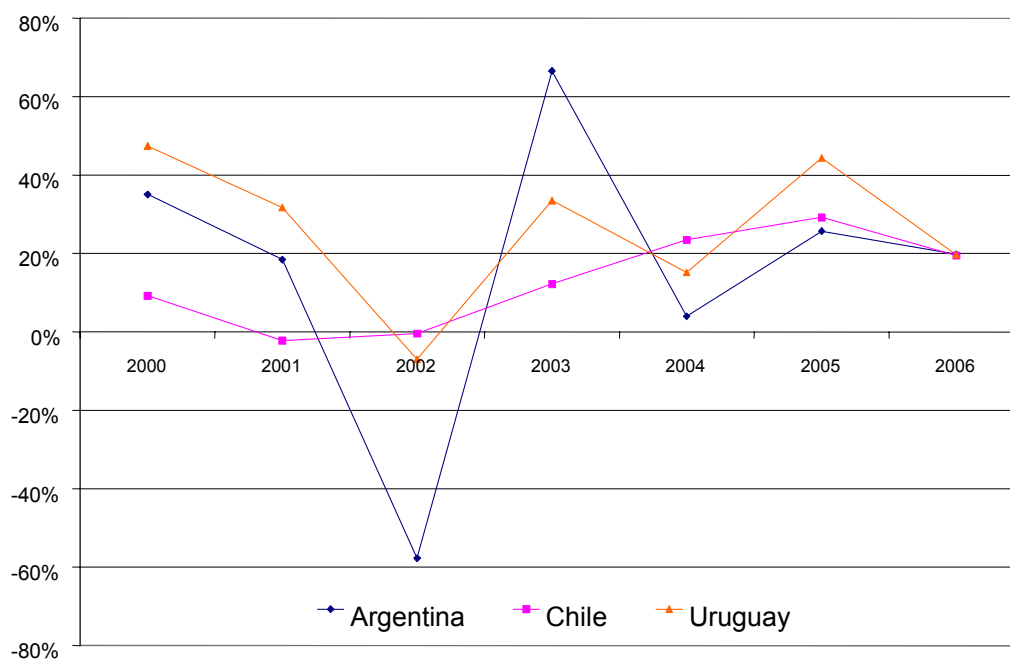
Gráfico 17 Evolución de los FJP administrados en millones de dólares



La reforma de las pensiones tuvo lugar con una diferencia de 13 años entre Chile y Argentina, y de 15 años entre el primero y Uruguay; por ende, la maduración de esos ahorros fue diferente, amén de la experiencia y desarrollo de los respectivos mercados de capitales.

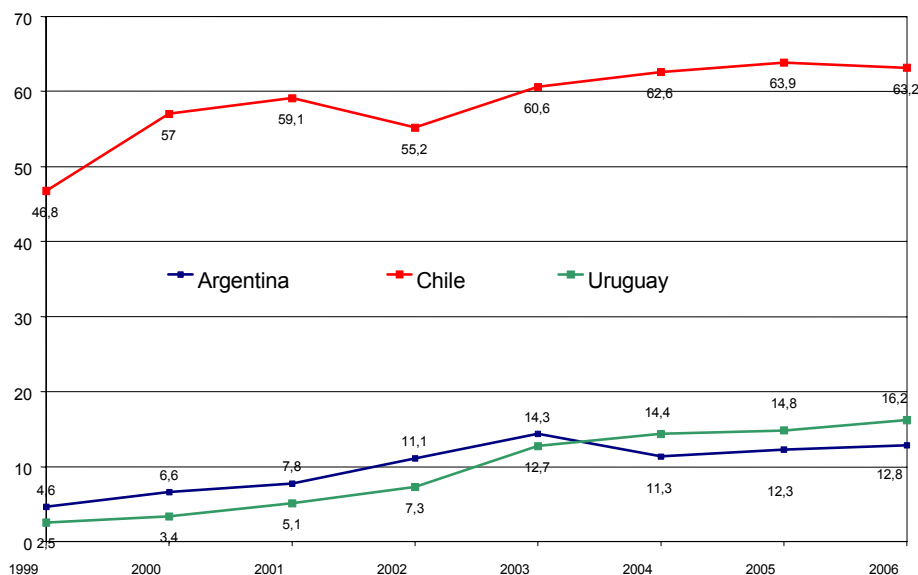
A su vez, la estabilidad de la economía ha favorecido al crecimiento de estos ahorros, notándose que en los momentos de shocks, las decisiones tomadas por los estados, modificaron de diferente modo la variación de los respectivos fondos consolidados.

Gráfico 18 Variación de los FJP 2000 - 2006



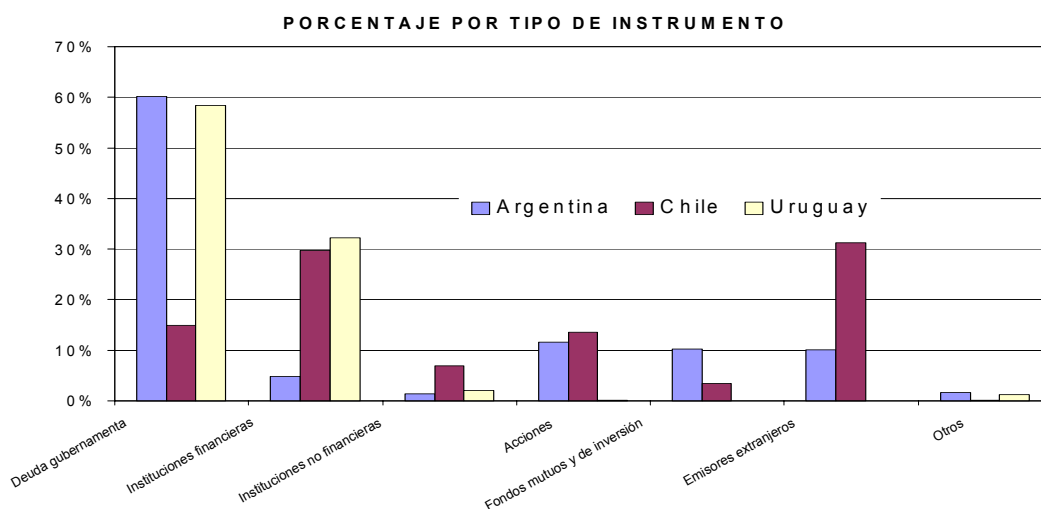
Asimismo es necesario acentuar la importancia que estos recursos adquieren a la hora de desarrollar el mercado secundario de hipotecas, pues por su propia naturaleza son los que posibilitarían el fondeo de largo plazo necesario para ese tipo de producto. De hecho, si bien ni en Argentina ni en Uruguay las securitizaciones hipotecarias resultaron hasta ahora significativas, no ocurre esto en Chile, donde la inversión en este tipo de activos ha superado el 75% del total emitido³³, representando actualmente el 5% del valor del fondo consolidado y alrededor del 35% del stock actual en circulación.³⁴

Gráfico 19 Participación de los FJP en el PBI (%)



Estos ahorros sociales, aún golpeados por la crisis regional tanto en Argentina como en Uruguay, constituyen un porcentaje del PBI muy importante. Durante la década pasada, particularmente en Argentina, se advirtió que las emisiones lanzadas cuyos subyacentes correspondían a créditos hipotecarios, compitieron con los títulos emitidos por el estado, siendo éstos últimos los elegidos debido a tasas mayores y la calidad que en ese momento tenían frente a aquellas titulizaciones. El gráfico que sigue muestra que aún hoy tanto en Argentina como en Uruguay el mayor porcentaje de la inversión se canaliza hacia el financiamiento del sector público tendencia que en el primero de los países se revierte lentamente.

Gráfico 20 Inversiones de los FJP



33 Incluye LCH

34 Julio Bustamante Jeraldo, Director IRC-Chile Calificadora de Riesgo

III El entorno macroeconómico y el desarrollo del mercado hipotecario

Si bien el crecimiento del mercado de financiamiento para la vivienda depende de la existencia de una estructura jurídica que permita la “titulización” de las hipotecas, esta estructura no es única y de hecho el mercado puede desarrollarse bajo diferentes estructuras jurídicas. Así, en Chile el desarrollo del mercado secundario de hipotecas se basó en la Letra Hipotecaria que se vendían individualmente, mientras que en la Argentina se utilizaron mutuos hipotecarios que se transferían a fideicomisos financieros y luego se “empaquetaban” y colocaban en el mercado en diferentes tramos.

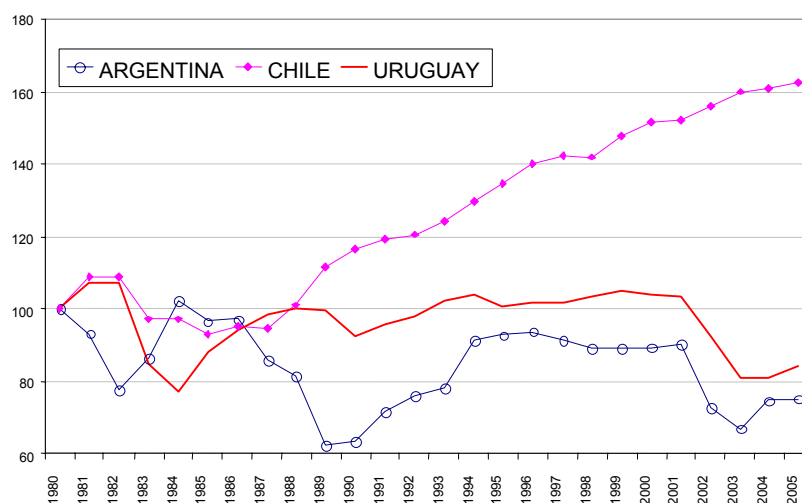
Las principales restricciones para el desarrollo del mercado de crédito hipotecario están asociadas a la estabilidad macroeconómica, especialmente para la tasa de inflación, las tasas de interés y el tipo de cambio, y a la existencia de inversores capaces de proveer financiamiento de largo plazo (en especial fondos de pensión y compañías de seguro de vida y de retiro).

En general, en los países emergentes y en América Latina en particular, hasta hace muy pocos años las tasas de inflación eran relativamente altas y volátiles y por lo tanto no existía crédito de largo plazo en moneda local y a tasas fijas. Cada país optó por diferentes alternativas para dar créditos a largo plazo. En particular, en el caso de los créditos hipotecarios las alternativas fueron el uso de préstamos indexados en Uruguay y Chile y de los créditos en dólares en Argentina antes de la crisis de 2002. Si bien existía la posibilidad de otorgar los préstamos con una tasa de interés variable, esta opción no se desarrolló demasiado en estos países, en gran parte debido al temor de los tomadores de enfrentar una volatilidad muy alta de esta tasa.

La experiencia, que detallaremos en esta sección, en general muestra que cualquiera de estos modelos puede funcionar en la medida en que los shocks sean “pequeños”, pero que ni la indexación ni la dolarización de los créditos funcionan en un período de altas tasas de inflación o si hay una fuerte depreciación de la moneda. Por lo tanto, el éxito del crecimiento del mercado en Chile se basa en que los precios relativos claves no muestran una gran volatilidad mientras que el fracaso en Argentina y Uruguay está muy relacionado con las crisis económicas que llevaron a fuertes cambios en el tipo de cambio real, las tasas de interés y el salario real.

A continuación mostramos algunos indicadores de la evolución de estas variables claves en los tres países que analizamos. Como se puede observar en el gráfico siguiente la evolución del salario real ha sido dispar en los tres países. En Argentina y Uruguay han mostrado una gran volatilidad a lo largo de los últimos veinticinco años. Más recientemente las crisis financieras generaron una pérdida importante en el salario real, el que no ha logrado recuperarse desde que aquellas se desataron hace cinco años. En Chile por el contrario, en el salario real ha crecido en forma sostenida durante los últimos 20 años, y ha tenido muy poca volatilidad, ayudando por un lado, a los tomadores de créditos hipotecarios de largo plazo a sentirse más confortables acerca de su capacidad para pagar deudas indexadas y por otro, a los acreedores a estar más confiados al momento de otorgar el crédito.

Gráfico 21 Índice de salario real promedio anual



Como se puede observar los salarios reales han caído en promedio desde los años ochenta a julio del 2006 en Argentina y Uruguay (casi el medio por ciento anual), mientras que en Chile han subido casi un 2% por año durante el período. También se observa que la varianza en Chile fue mucho menor, y que en Argentina ha sido mayor que en Uruguay.

Tabla 10 Comparativo 1: Salarios Reales – Argentina – Chile – Uruguay

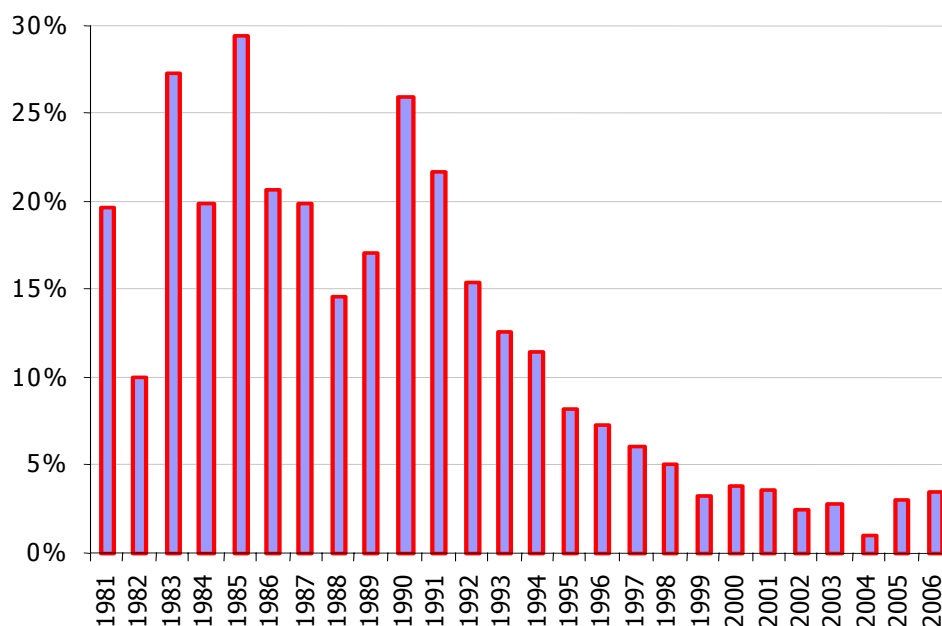
SALARIOS REALES - INDICADORES			
	Argentina	Chile	Uruguay
Promedio	-0,592%	2,040%	-0,408%
Mediana	0,605%	2,293%	0,635%
Varianza	1,081%	0,162%	0,516%
Desv Estandar	10,399%	4,027%	7,186%
MAX	18,391%	10,396%	14,137%
MIN	-23,430%	-10,589%	-20,741%
RANGO	41,821%	20,985%	34,878%

La volatilidad de los salarios ha afectado la capacidad de los asalariados de acceder a una vivienda. A modo de ejemplo para adquirir un departamento de 70m² en la ciudad de Buenos Aires en 1999 eran necesarios 87 salarios, mientras que hoy son necesarios casi 120. Una situación similar ha ocurrido en Uruguay donde existió una divergencia entre la evolución del poder adquisitivo del salario. El salario medio de la economía (índice mediante el cual ajusta la UR, moneda en que se han denominado el grueso de los créditos otorgados) no evolucionó con el IPC. La situación actual para los potenciales tomadores de créditos hipotecarios es muy difícil ya que el requisito de ingreso mínimo familiar que exige el BHU a fin de ser considerado sujeto de crédito corresponde a 60 UR, siendo equivalente a U\$S 718, mientras que el ingreso promedio familiar actualmente se estima en U\$S 595, tornándose una barrera muy limitante. Si bien en Chile también se nota un incremento en la cantidad de salarios necesarios para adquirir una vivienda, esta

situación impulsó el desplazamiento de nuevas viviendas hacia zonas periféricas, provocando otra serie de problemáticas cuyo análisis excede el objetivo de este trabajo.³⁵

La crisis en Argentina y Uruguay limitó aún más el acceso al crédito hipotecario dada la pérdida de poder adquisitivo del salario frente a la inflación, que aún no se ha recuperado. Adicionalmente el valor de los inmuebles se mantuvo o aumentó incluso su precio en dólares, agravando la pérdida del poder adquisitivo como el que se observa en el gráfico siguiente.

Gráfico 22 Chile- Inflación 1981 – 2006



Otro elemento destacable ha sido la relativa estabilidad de la tasa de inflación en Chile, respecto de Argentina y Uruguay, en los últimos 25 años. Aunque Chile comenzó a desarrollar el mercado cuando todavía tenía tasas de inflación moderadas (del orden del 25% anual), éstas nunca superaron el 30% durante estos 25 años, y a partir de principios de los años noventa comenzaron a mostrar una caída continua que llevó a que en la actualidad Chile tenga tasas de inflación similares a las de los países industrializados. Esta previsibilidad en el comportamiento de la tasa de inflación ha sido un factor fundamental para que pueda desarrollarse un mercado indexado en UF. De aquí se puede inferir que el éxito de un sistema de crédito indexado en gran parte depende del comportamiento de los precios, cuyos aumentos se mantengan dentro de ciertos parámetros sin grandes saltos que impliquen subas importantes en las cuotas y que por lo tanto generen tensiones entre los deudores y los acreedores.

El caso chileno contrasta con los de Uruguay y más marcadamente con el de Argentina ya que estos dos países han tenido tasas de inflación de tres y hasta de cuatro dígitos en el caso de Argentina, han tenido gran volatilidad a lo largo de los últimos veinticinco años, y todavía no han bajado a las tasas de inflación internacionales. Si bien Argentina tuvo tasas de inflación muy bajas entre 1994 y el 2001, la crisis de principios de siglo provocó que la tasa de inflación saltara a niveles del 40% y actualmente ronda el 12% anual, siendo un factor de incertidumbre que continúa afectando el desarrollo del crédito en pesos.

Uruguay históricamente ha tenido tasas de inflación bastante más bajas que Argentina, pero dada la volatilidad reciente durante la crisis del 2002 y la larga historia de tasas de inflación altas y moderadas, no se muestra como un país con capacidad para mantener la estabilidad de precios en línea con la inflación internacional.

³⁵ Para conocer más sobre los problemas que generó el desplazamiento hacia zonas menos urbanas consultar el documento sobre la "Nueva política habitacional" de www.inve.cl

Gráfico 23 Uruguay – Inflación 1981 – 2006

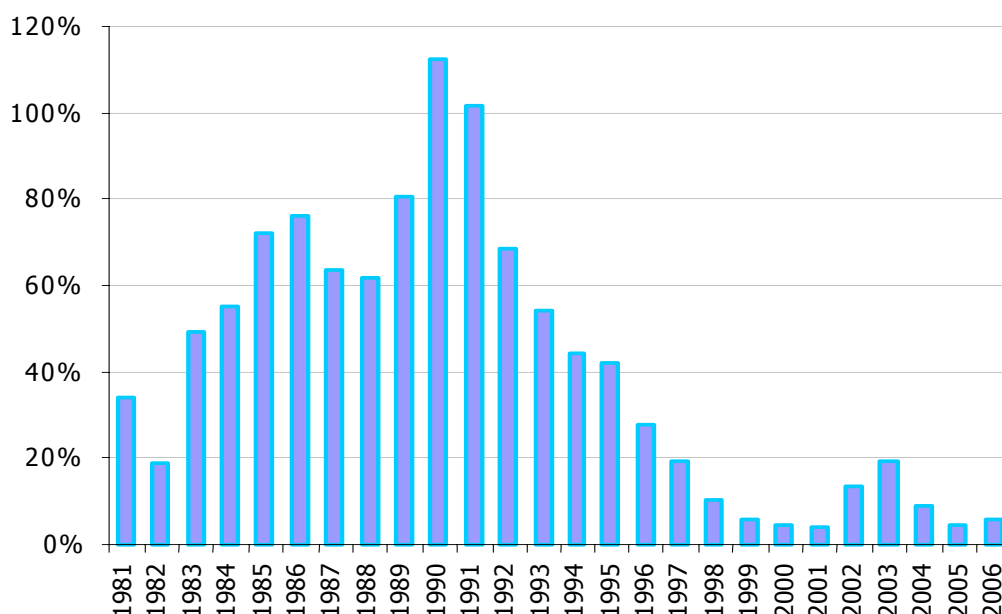


Tabla 11 Argentina –Inflación 1981 – 1006

INFLACION ANUAL - ARGENTINA			
1981	104.5%	1994	4.2%
1982	164.8%	1995	3.4%
1983	343.8%	1996	0.2%
1984	626.7%	1997	0.5%
1985	672.2%	1998	0.9%
1986	90.1%	1999	-1.2%
1987	131.3%	2000	-0.9%
1988	343.0%	2001	-1.1%
1989	3079.8%	2002	25.9%
1990	2314.0%	2003	13.4%
1991	171.7%	2004	4.3%
1992	24.9%	2005	9.6%
1993	10.6%	2006	9.7%

Algunos indicadores estadísticos muestran claramente que Argentina ha sido el país que sufrió más volatilidad en la inflación y que Chile ha sido el más estable. Argentina muestra diferencias en los indicadores dependiendo de si uno utiliza el promedio o la mediana, y esto se debe a que los datos están por dos períodos bien diferentes, uno de muy alta inflación y otro de inflaciones bajas y moderadas, con lo cual se explica la diferencia entre ambos indicadores.

Tabla 12 Comparativo 2: Variación del IPC 1980-2005 – Chile – Argentina – Uruguay

VARIACION IPC 1980-2005			
	Chile	Argentina	Uruguay
Promedio	11,437%	305,489%	41,635%
Mediana	9,000%	24,900%	42,246%

Varianza	0,671%	5589,240 %	10,073%
Desv Estandar	8,191%	747,612%	31,738%
MAX	27,200%	3079,456 %	112,526%
MIN	1,100%	-1,167%	3,312%

A pesar de la baja en las tasas de inflación en Argentina y Uruguay, ninguno de los dos países muestra como posibilidad cierta alcanzar rápidamente niveles internacionales en la tasa de inflación, impidiendo el desarrollo de un mercado de crédito de largo plazo en pesos a tasa fija.

La volatilidad de la inflación también afectó la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo³⁶, hecho que parecería impedir que instrumentos ajustables por tasa de interés ayuden a darle previsibilidad a la cuota de las hipotecas. El otro problema es que las tasas de interés de corto plazo están afectadas por la política monetaria, pudiendo entonces tornarse más volátiles que la inflación, ya que a dicha tasa se le agrega la variabilidad provocada por políticas monetarias expansivas o contractivas que pudiera adoptar el Banco Central. En los indicadores que se presentan para Argentina, Chile y Uruguay para el período 1980 a octubre de 2006 se puede ver que la diferencia en las varianzas es mucho mayor que en los promedios.

Tabla 13 Comparativo 3: Tasas de interés de corto plazo 1980 – 2006 - Chile – Argentina – Uruguay

TASAS DE INTERES DE CORTO PLAZO 1980-2006			
	Chile	Argentina	Uruguay
Promedio	18,42%	61,92%	46,01%
Mediana	14,54%	18,94%	43,30%
Varianza	2,07%	95,01%	7,52%
Desv Estandar	14,40%	97,47%	27,42%
MAX	91,86%	994,92%	146,92%
MIN	1,68%	2,09%	2,14%

Teniendo en consideración que este período de tiempo está particularmente amplificado en Argentina ya que toma los períodos hiperinflacionarios, se han elaborado los mismos indicadores desde el año 1993, período que coincide con tasas mucho más moderadas para los tres países.

TASAS DE INTERES DE CORTO PLAZO 1993-2006			
	Chile	Argentina	Uruguay
Promedio	8,75%	10,58%	26,33%
Mediana	7,86%	7,62%	21,46%
Varianza	0,30%	1,29%	4,12%
Desv Estandar	5,47%	11,37%	20,29%
MAX	27,00%	76,70%	146,92%
MIN	1,68%	2,09%	2,14%

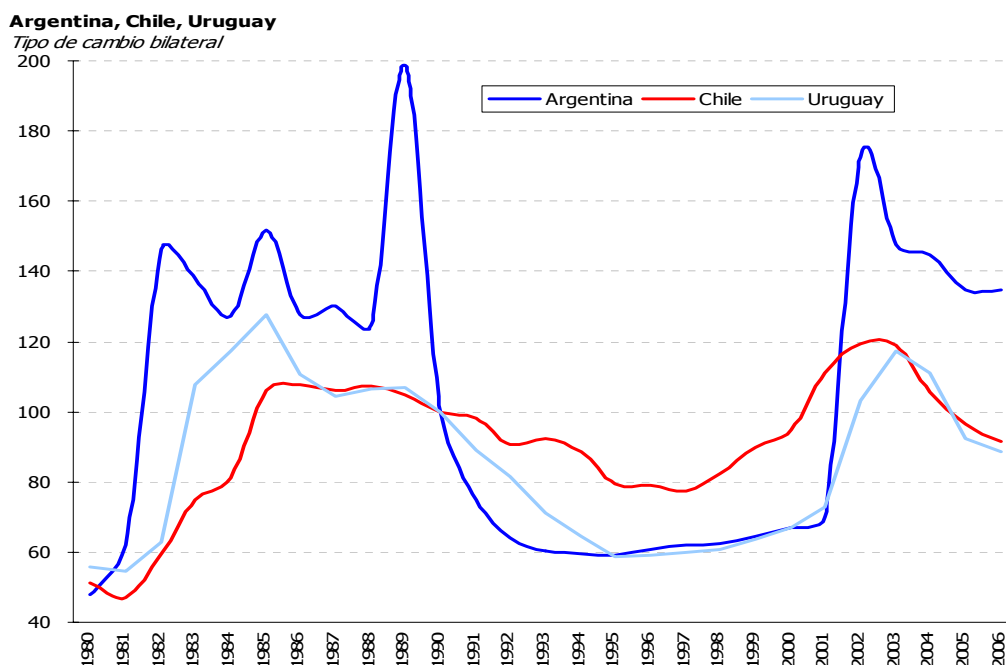
Si bien este período luce mucho más moderado, teniendo en consideración que es la principal fuente de fondeo de los bancos, se muestra alta y volátil.

³⁶ Se han tomado como referencia las tasas de depósitos a plazo a menos de 90.

Por último, ha existido en Uruguay y Argentina una alta volatilidad en el tipo cambio real bilateral contra el dólar, implicando un gran riesgo para los tomadores de créditos cuyas hipotecas estuvieran denominadas en dólares. En Chile existió un período de volatilidad a principios de los años ochenta, durante la crisis de la deuda y la salida de las tablitas cambiarias en los tres países. En ese momento, el tipo de cambio real se depreció de manera similar a lo ocurrido en Argentina y en Uruguay, para luego mantenerse con baja volatilidad.

Argentina y Uruguay tienen marcadas fluctuaciones en el tipo de cambio, con ciclos largos caracterizados por tipo de cambio real alto en los ochenta, apreciación durante los noventa y una nueva depreciación en 2002 que fue más grande y persistente en Argentina que en Uruguay. El mayor problema para el desarrollo del mercado de préstamos en dólares consiste justamente en las maxi-depreciaciones como las que ocurrieron en 1982, y en el 2002. Mientras no se disipe este tipo de riesgo, que fundamentalmente está relacionado con desequilibrios macroeconómicos, será muy difícil el desarrollo de un mercado sustentable en dólares, dado que fluctuaciones grandes en el tipo de cambio real seguramente llevarán a fuertes conflictos en la relación entre deudores y acreedores.

Gráfico 24 Tipo de cambio 1980 – 2006



IV. Impacto de las variables macroeconómicas en el desarrollo del mercado hipotecario

La estabilidad macroeconómica aparece como uno de los factores más importantes para asegurar el desarrollo de un mercado de crédito de largo plazo. Ningún sistema que se base en el uso de cuasi-monedas (como la UF en Chile o la UI en Uruguay), o en préstamos en dólares pueden funcionar exitosamente si hay fuertes fluctuaciones en precios relativos claves como el tipo de cambio real o el salario real.

Hasta muy recientemente ninguno de los tres países considerados tuvieron éxito en desarrollar un mercado crediticio de largo plazo en moneda local (pesos) y a tasa fija, en contraposición con las experiencias de Estados Unidos o de algunos países europeos. Esto se debió principalmente a la incapacidad de asegurar estabilidad de precios en el largo plazo.

La inestabilidad macroeconómica y de precios afecta el mercado de crédito ya que aumenta significativamente los riesgos de los inversores que proveen el fondeo de los créditos hipotecarios.

Podemos distinguir diferentes tipos de riesgos, el crediticio del deudor, el legal que está asociado con la capacidad de ejecutar la garantía, y el financiero, o sea el que está relacionado con una caída en el valor de

mercado del préstamo. En circunstancias normales estos riesgos están disociados uno del otro, los inversores pueden evaluarlos separadamente y tomar medidas precautorias para cubrirlos. Por ejemplo, el riesgo crediticio se puede cubrir con una mayor tasa de interés, y el riesgo de tasa de interés se puede mitigar usando derivados financieros o algunas alternativas como la indexación, dando préstamos a tasa variable ligadas a alguna tasa de interés de corto plazo o en una moneda dura como el dólar.

De los tres países que hemos considerado sólo Chile ha logrado tener éxito en desarrollar un mercado hipotecario, evolucionó en base a la UF. Pero la clave del éxito no fue sólo el uso de la UF, sino que se consolidó porque en los últimos 20 años el salario real creció en forma sostenida y acumuló un aumento del 64.4% entre 1980 y el 2005. Además, durante los últimos 25 años la economía creció en forma sostenida y a tasas relativamente altas, excepto la caída transitoria del 14,5% del PBI entre 1982-85. Además, si bien Chile tuvo durante muchos años inflaciones del orden del 20%, no mostró grandes oscilaciones y a partir de los años noventa mostró una tendencia declinante hasta llegar a niveles internacionales.

La utilización de unidades de cuentas indexadas a la inflación ha sido el esquema más difundido en la región, presentándose en países tan diversos como Costa Rica, Uruguay, (si bien en este país la UR indexa por el índice de salario medio, siendo la UI, creada en 2002 la que indexa por índice de precios del consumidor) Brasil, México, entre otros, destacándose Chile.

El uso de una moneda fuerte como el dólar fue la opción utilizada en Argentina, en Uruguay para algunas hipotecas y en Panamá, una economía que está totalmente dolarizada o aquellos países de la región que han dolarizado su economía, donde especialmente se han otorgados los préstamos hipotecarios³⁷. El caso panameño³⁸ es particularmente exitoso (véase cuadro) ya que gracias al uso del dólar ha logrado desarrollarse un mercado primario de hipotecas del mismo tamaño (con relación al PBI) que en Chile, siendo estos dos países de América Latina los que poseen los mercados primarios de hipotecas más importantes de la región (en términos de sus economías).

37 En América Latina se caracteriza fundamentalmente como un proceso de sustitución de activos en que los agentes acuden a instrumentos denominados en dólares para protegerse de la inflación. Cuando los depositantes optan por ahorrar en dólares, esto induce a los bancos a prestar también en dólares, con el fin de eliminar el riesgo de descalce de moneda (Levy-Yeyati 2003 y Galido y Leiderman 2003).

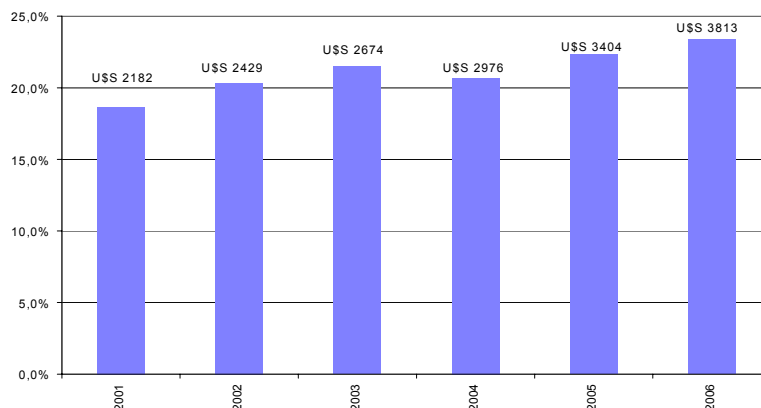
38 Para más información sobre el modelo panameño consultar "La macroeconomía panameña: dolarización, integración financiera y arreglos institucionales eficientes" – Moreno Villalaz, Juan Luis – Instituto Ecuatoriano de Economía Política - 2006

El sistema de ajuste del capital en base a la evolución de la tasa de interés fue utilizado en Colombia hasta que el sistema colapsó a fines de los noventa como resultado de una profunda crisis financiera que llevó a

El caso panameño

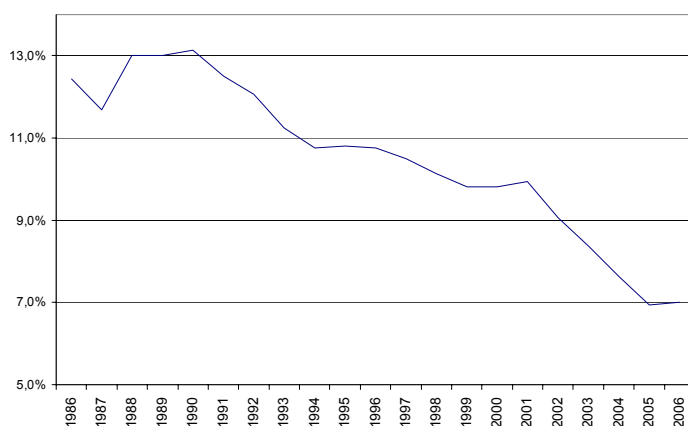
Panamá tiene al dólar americano como moneda de curso legal desde hace más de cien años. Esto se ha presentado como una forma de anclaje permitiendo la estabilidad monetaria. En la actualidad posee gran equilibrio macroeconómico con una estructura de precios estables.

EVOLUCIÓN DEL STOCK DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS PARA LA VIVIENDA CON RELACIÓN AL PBI EN PANAMÁ



La dolarización de la economía ha favorecido el desarrollo de financiamiento de largo plazo, y se beneficia del hecho de que la inflación y las tasas de interés están determinadas en Estados Unidos, y ha ayudado al otorgamiento de hipotecas a largo plazo. Estas son provistas por la banca comercial en condiciones adecuadas para amplios sectores de la población, siendo posible obtener créditos de hasta 30 años con tasas de interés variable entre 5 a 7% y poco ahorro previo, alrededor del 2% del valor de la vivienda. Los préstamos hipotecario consolidados representan aproximadamente el 20% del PBI de manera constante.

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE REFERENCIA PARA LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS - PANAMÁ



El estado, de acuerdo a las condiciones de los solicitantes, subsidia la tasa en alrededor de 4 puntos porcentuales por 10 años, alcanzando al 44% aproximadamente del total del stock de créditos hipotecarios. Dado que la hipoteca es descontada directamente del salario del tomador, el prestamista tiene un riesgo de no pago muy bajo, no siendo la morosidad un problema importante. Normalmente esto se logra por medio de un contrato irrevocable entre el banco y el deudor, aceptado por el empleador, que autoriza el descuento directo. Con esta operatoria también se reducen los costos de transacción, disminuyen las asimetrías y minimiza los costos de cobros. Además, las condiciones legales permiten el secuestro de propiedades morosas y la pronta ejecución de juicios hipotecarios.

una fuerte suba en las tasas de interés.

Los créditos hipotecarios a tasa variable han funcionado bien en Europa y en Estados Unidos utilizando como base una tasa de referencia de mercado, notándose que sólo los países con una larga tradición de estabilidad económica y financiera han logrado implantarla exitosamente.

La experiencia indica que cualquiera de estos tres modelos puede funcionar en forma efectiva en tanto y en cuanto la economía no sufra shocks financieros de magnitud que afecten la tasa de interés, el tipo de cambio o el nivel de precios y la tasa de inflación. Por el contrario, en caso de que el país enfrente una crisis macroeconómica el estado tiende a “interferir” con el mercado y hace que el impacto de la crisis sea muy difícil de evaluar. En otras palabras, en una crisis los riesgos de los inversores y de los deudores en parte dependen de las decisiones que tome el estado para enfrentarlos.

A modo de ejemplo, es típico que en una crisis que afecte a un gran número de deudores hipotecarios el estado restrinja la capacidad de ejecutar hipotecas, o que fuerce un cambio en las reglas de juego limitando los ajustes en las cuotas o en el capital para evitar una protesta masiva de los deudores. Así, en Argentina se prohibieron por ley ciertas ejecuciones hipotecarias de préstamos para la vivienda durante la crisis reciente.

En otros casos los gobiernos optaron por ofrecer cobertura por los ajustes en las tasas de interés, como por ejemplo en Colombia a fines de los 90³⁹. A principio de los 90s el gobierno colombiano modificó la regla de indexación de la UPAC (Unidades de Poder Adquisitivo Constante) moviéndose de indexación por índice de precios a tasa de interés de corto plazo. El sistema se mantuvo saludable por varios años, pero en 1999 una profunda crisis macroeconómica produjo una fuerte alza en las tasas de interés. Los deudores no pudieron afrontar el riesgo de volatilidad de tasa que se vio reflejado en el incesante aumento de la morosidad hasta que el sistema colapsó.

Otro caso semejante corresponde al modelo adoptado en México. La banca mexicana participó intensamente en la actividad hipotecaria durante el periodo 1992-1994, con una cartera en la que el crédito en ese sector llegó a representar el 30% de sus activos de riesgo⁴⁰. El producto hipotecario que se comercializó con gran éxito en esa época contemplaba tanto la indexación de los pagos mensuales de interés al salario mínimo como la del principal a las tasas de interés a corto plazo. Este esquema de doble indexación condujo a un descalce que hizo crisis cuando las tasas de interés llegaron a superar el 100% a inicios de 1995. Los deudores imposibilitados de cancelar la totalidad de los intereses, capitalizaban el remanente impago, provocando el incremento del principal del préstamo. Además se depreciaron las viviendas que sufrieron una dramática disminución en su valor. Esta combinación de factores ocasionó que los créditos hipotecarios alcanzaran, en algunos casos hasta cuatro veces el capital prestado y el valor original de la garantía. La situación así planteada trajo aparejado un aumento de la morosidad sin precedentes, obligando a la banca a retirarse de la actividad hipotecaria y a dedicarse fundamentalmente a la recuperación de los créditos vencidos y a su reestructuración.

Si se evalúa la alternativa de otorgar créditos en dólares (*dolarización*), el esquema funciona bien siempre que no haya un cambio fuerte en el tipo de cambio real. Los tomadores del crédito suelen tener sus ingresos en moneda local y en consecuencia asumen un riesgo de descalce de moneda que se exterioriza cuando se modifica el tipo de cambio real. De⁴¹ hecho, la fuerte depreciación del peso generó problemas en Argentina y en alguna medida también en Uruguay.

El caso argentino representa la contracara del caso panameño y muestra claramente como el desarrollo de los mercados financieros en general y del hipotecario en particular depende de la estabilidad macroeconómica.

La indexación tampoco ha sido una receta que permita superar las crisis sin mayores sobresaltos, especialmente en contextos donde su aumento estuvo asociado con una baja en los salarios reales y por ende en la capacidad de pago de gran parte de los deudores. En contextos de alta volatilidad de inflación, se

39 El mercado de hipotecas llegó a representar el 14% de PBI, antes de entrar en crisis a fines de los noventa.

40 Informe Inmobiliario, BBVA Bancomer, Abril 2002.

41 Sin embargo, hay otros ejemplo de situaciones de descalce de monedas por parte del tomador encontrándose entre ellos el caso de Perú y Bolivia en el período 1998-2000 donde los niveles de morosidad se incrementaron por esta causa.

producen rezagos en el poder adquisitivo del salario que finalmente se traduce en incumplimiento de los pagos.

En este aspecto toda la región tiene una gran experiencia dado los procesos inflacionarios de la década del 80. En Chile, entre 1982 a 1985, el sistema de indexación se pudo mantener a pesar del brusco aumento en la inflación, pero el Estado intervino en forma activa dando subsidios a los deudores (con el consecuente costo fiscal) para que pudieran seguir pagando los créditos. Se estableció un programa para los deudores hipotecarios. En este programa⁴², los montos a reestructurar incluían tanto vencimientos no pagados desde 1981 como vencimientos por pagar entre 1983 y 1987. Estas reestructuraciones se llevaron a cabo en UF, con una tasa de interés real fija anual de 8 por ciento. Dentro de este programa, el Banco Central compró una parte de los préstamos reestructurados por las instituciones financieras en UF y financió el resto con una línea de crédito al 7 por ciento de interés anual real. Bajo este esquema, más de 36.000 préstamos fueron reprogramados. Sin la intervención del Estado el sistema seguramente hubiera entrado en crisis y la UF hubiera sido difícil de mantener como unidad de cuenta.

En resumen, el desarrollo exitoso de un mercado primario y secundario de hipotecas depende fundamentalmente de la estabilidad macroeconómica y financiera y del desarrollo de distintos instrumentos que permitan minimizar el costo financiero que afrontan las familias. Quizás estas sean las razones por las cuales Chile tiene un esquema de financiamiento a la vivienda exitoso, en tanto Argentina y Uruguay no han logrado aún desarrollarlo en forma estable. Además, en el caso chileno al momento de un brusco salto en las variables que se utilizaban para ajustar el valor de las hipotecas provocando un gran problema social y político, el estado intervino a través de subsidios o de otras medidas de política económica para evitar un colapso del mercado, salvaguardando la institucionalidad de las herramientas, contrastando claramente con lo acontecido en Argentina, donde la ruptura de los contratos implicó la pérdida de confianza tanto de los tomadores como de los inversores, dificultando aún más un desarrollo adecuado del mercado hipotecario.

V. Un ejercicio probabilístico sobre la relación cuota / ingreso

En las secciones III y IV de este trabajo se han desarrollado las implicancias del entorno macroeconómico en el desarrollo del crédito hipotecario.

Para lograr una mayor comprensión del efecto, positivo o negativo, de las variables macroeconómicas, como la inflación y el tipo de cambio, sobre el desarrollo del mercado de crédito hipotecario, se ha elaborado un modelo simple del comportamiento de la relación cuota/ingreso.

Es sabido que tanto los tomadores de créditos como los financistas le otorgan una máxima valoración a la estabilidad en la relación entre el valor de las cuotas a pagar y el ingreso de los tomadores cualquiera sea la forma en que se otorguen los créditos. En general en Argentina, Chile y Uruguay, por cuestiones regulatorias o convencionales, esta relación entre la cuota a pagar y los ingresos no supera el 30 por ciento. Es un porcentaje importante de los ingresos del tomador típico y, en consecuencia, valores que excedan significativamente esa correlación, llevarán a una situación de incumplimiento. Cuando los incumplimientos devienen en masivos, se transforman en problemas políticos como se ha observado en cada crisis aguda en cada país.

Detalle de la Metodología de Simulación de la Proporción Cuota / Ingreso

Cuota ajustada por inflación

Las series mensuales de variaciones salariales y de variaciones del IPC para Chile, Argentina y Uruguay entre enero de 1980 y septiembre de 2006 constituyeron el punto de partida. A partir de estas series se pudo construir, para cada país, una serie de distribución de la variación del IPC sobre la variación de salario.

42 Crisis bancarias: causas, costos, duración, efectos y opciones de política - Juan Amieva Huerta y Bernardo Urriaza González - CEPAL - Serie política fiscal -2000

Las tres series de cuota/ingreso así generadas se utilizaron luego para modelar el comportamiento mensual de las variaciones de la relación analizada. Para ello se ajustó la distribución de cambios mensuales de la relación cuota/ingreso a una serie de funciones de distribución que incluye las distribuciones: Normal, Lognormal, Weibull, Beta, Gamma, Logística y Pareto (entre otras). El ajuste a las funciones de distribución y sus parámetros se seleccionaron de forma de maximizar su calidad, utilizando un Test Chi Cuadrado de Bondad del Ajuste.

Basado en las funciones de distribución de las variaciones de la relación cuota/ingreso para cada país, y asumiendo que todos los créditos comienzan con una relación del 30%, se realizaron 10,000 simulaciones de Monte Carlo sobre 360 observaciones independientes de la relación cuota/ingreso para cada país, permitiendo así generar 10,000 proyecciones de esta relación en créditos de 5, 10, 15, 20 y 30 años en cada país.

A partir de estas simulaciones se obtuvieron las probabilidades de que dicha relación superara el 40%, 50% y 60% en cada país. Se ha calculado que los excesos en promedio para períodos de 3 y 12 meses excedan las relaciones cuota/ingreso antes indicadas, teniendo en consideración la volatilidad que pueden asumir algunas de las variables y presumiendo que durante un período (un mes) el incremento puede ser absorbido por el deudor.

Cuota a tasa fija en USD

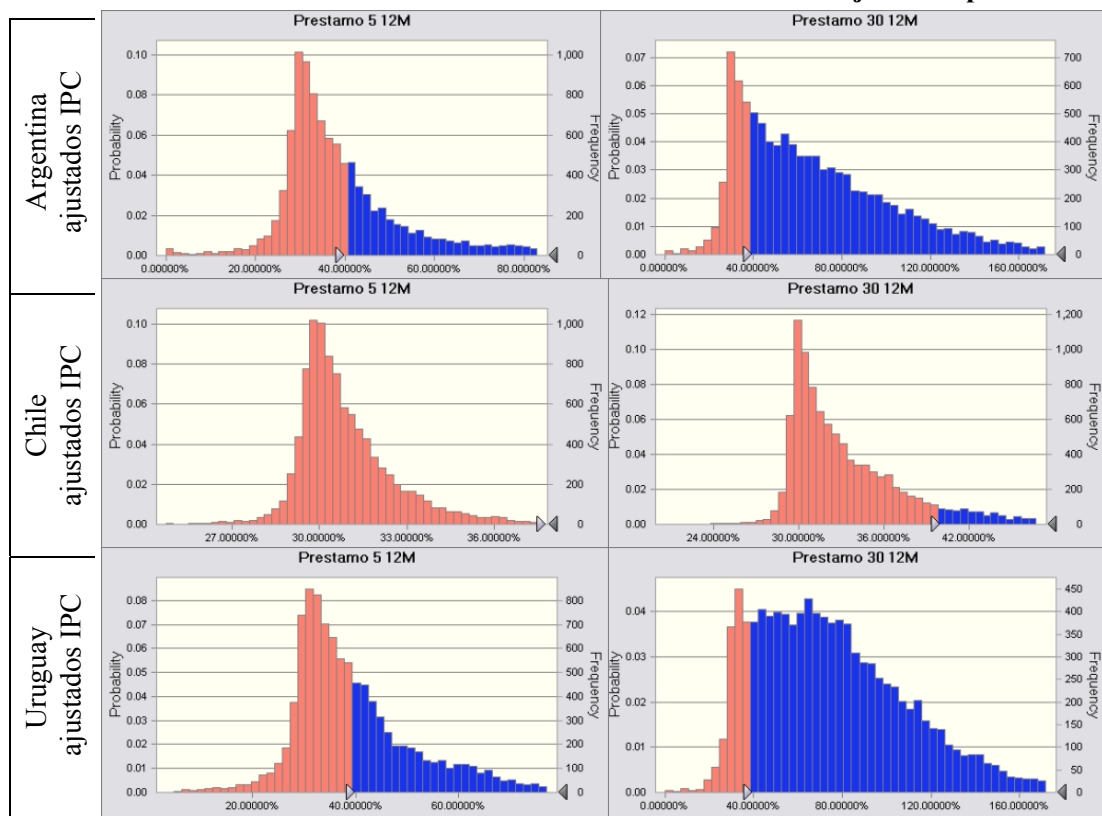
Para la simulación de créditos en USD, se realizó exactamente la misma secuencia de cálculos y simulaciones, diferenciándose únicamente en que la serie de variaciones de cuota/ ingreso se construyó a partir de las variaciones salariales vs. las variaciones del tipo de cambio, en lugar de la tasa de inflación de cada país.

Simulación de créditos otorgados en moneda local ajustados por inflación

Tabla 14 Simulación exceso al 40% de la relación cuota / ingreso - Créditos indexados por IPC

plazo de los créditos	Probabilidad de que la relación cuota/ingreso supere el 40% durante 12 meses consecutivos en promedio			media de la relación cuota/ingreso			Varianza de la relación cuota/ingreso		
	Argentina	Chile	Uruguay	Argentina	Chile	Uruguay	Argentina	Chile	Uruguay
5 años	35,33%	1,22%	38,87%	39,70%	31,10%	40,15%	2,39%	0,05%	1,74%
10 años	53,40%	2,94%	61,11%	47,74%	31,91%	49,01%	4,72%	0,09%	3,61%
15 años	62,49%	4,76%	71,60%	54,21%	32,51%	56,56%	7,03%	0,13%	5,61%
20 años	67,83%	6,63%	77,33%	59,49%	32,95%	63,18%	9,21%	0,16%	7,62%
30 años	74,18%	9,74%	84,16%	68,69%	33,63%	75,32%	13,55%	0,22%	11,83%

Gráfico 25 Distribuciones de frecuencias - Créditos ajustados por inflación



Los gráficos de distribución de frecuencias sólo están representados para los préstamos a 5 años (columna izquierda) y 30 años (columna derecha). Las áreas sombreadas corresponden a la probabilidad de que la relación cuota/ingreso sea superior al 40% durante 12 meses consecutivos en promedio.

En el caso desarrollado se puede observar claramente el comportamiento diferencial de Chile respecto de Argentina y Uruguay. Quien tome un préstamo en Chile ajustado por inflación no sentirá mayor temor de poder hacer frente a las cuotas ante la incertidumbre de la evolución de los índices de precios.

La probabilidad de que la cuota a pagar exceda el 40 de los ingresos es muy baja para los préstamos a mediano plazo y relativamente baja para los de largo plazo siendo inferior al 10% para los préstamos otorgados a 30 años.

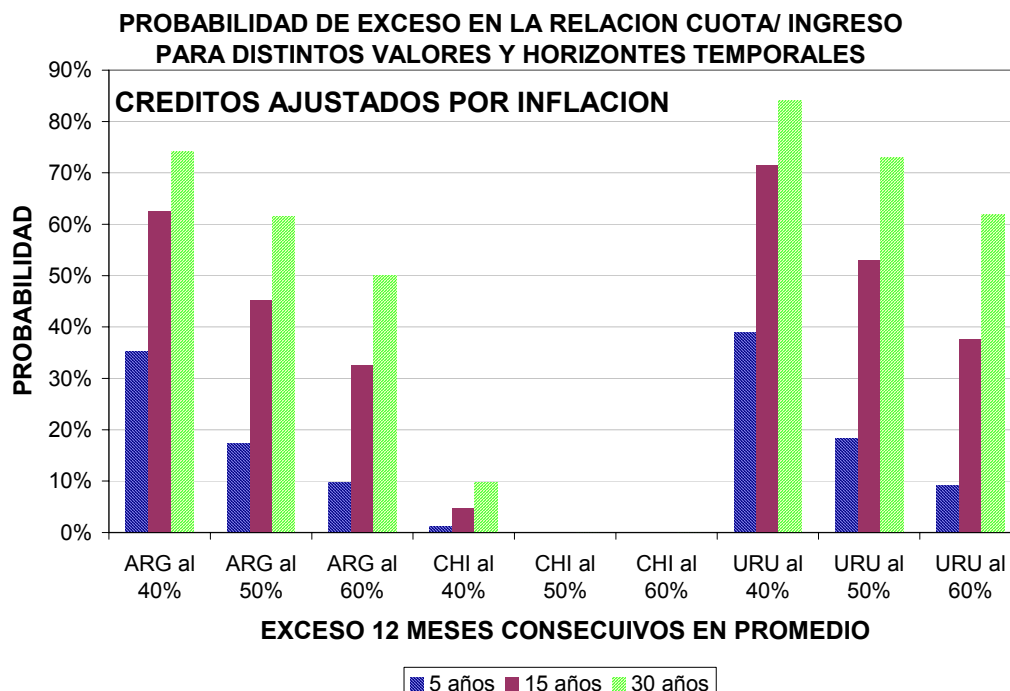
Otro aspecto a destacar es que en todos los casos, en toda la vida del préstamo, en promedio, pagará una relación cuota / ingreso inferior al 34% con una varianza muy baja. Para esta simulación en particular los eventos extremos para el crédito a 30 años no alcanzan el 70% de la relación cuota ingreso y en el 80% de los casos las cuotas a pagar tendrán una relación cuota ingreso inferior al 35%.

En una posición antagónica están los resultados para Argentina y Uruguay. En ambos países la volatilidad y la pérdida de salario real se combinan para dar resultados muy poco alentadores, justificando plenamente los temores de aquellos que son reticentes a endeudarse en préstamos ajustados por inflación.

Los créditos a corto plazo son los que, a priori, soportarían con incrementos del orden del 33%, en promedio, respecto del presupuesto asignado originalmente. Los eventos extremos constituyen otro aspecto preocupante. El resultado de Argentina para los préstamos a 5 años en los eventos extremos, la relación cuota/ingreso alcanza al 186% y en el 20% de los casos el valor de la cuota superará al 50% del valor de los ingresos. Para Uruguay, también para 5 años, el valor extremo es de 161% y al igual que en Argentina el 20% de los casos el valor de la cuota superará el 50% del valor de los ingresos.

Si quisiéramos saber que ocurriría con los préstamos a 30 años para Argentina y Uruguay veremos que la situación se magnifica. Argentina tiene eventos extremos donde la relación cuota/ingreso alcanza al 280% en tanto en Uruguay el 254%.

Gráfico 26 Probabilidad de excesos en la relación cuota / ingreso - Créditos ajustados por inflación



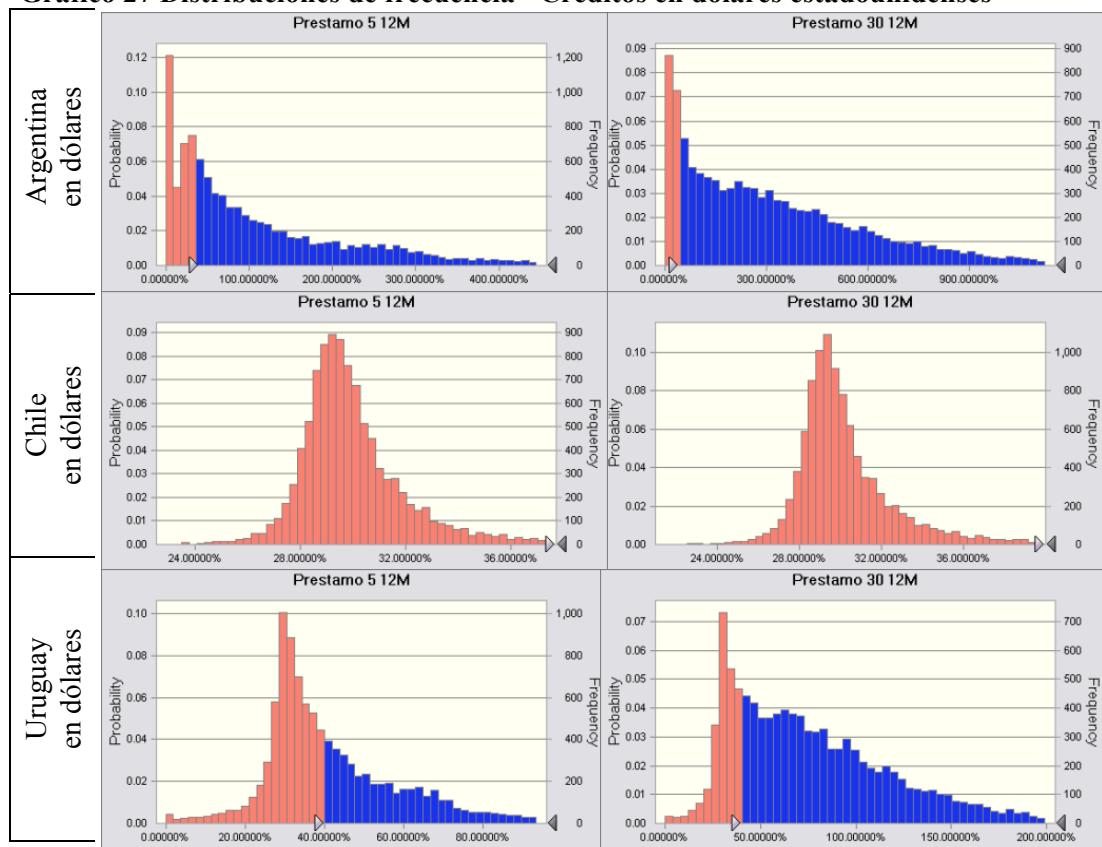
El gráfico anterior muestra que, tanto para Argentina como Uruguay la probabilidad de exceso en la relación cuota ingreso será muy alta, aún cuando se evalúen excesos al 60%. Para créditos a mediano plazo (15 años) la probabilidad para ambos países excede el 30%. Por el contrario en el caso de Chile es cercana a cero.

Simulación de créditos otorgados en dólares estadounidenses

Tabla 15 Simulación exceso al 40% de la relación cuota / ingreso - Créditos otorgados en dólares estadounidenses

plazo de los créditos	Probabilidad de que la relación cuota/ingreso supere el 40% durante 12 meses consecutivos en promedio			media de la relación cuota/ingreso			Varianza de la relación cuota/ingreso		
	Argentina	Chile	Uruguay	Argentina	Chile	Uruguay	Argentina	Chile	Uruguay
5 años	66,25%	0,82%	66,25%	113,68%	30,13%	42,13%	139,97%	0,07%	3,36%
10 años	76,13%	1,41%	76,13%	175,16%	30,35%	51,97%	284,51%	0,08%	6,58%
15 años	80,27%	1,75%	80,27%	222,29%	30,44%	59,63%	424,64%	0,10%	9,79%
20 años	82,75%	1,86%	82,75%	261,01%	30,47%	66,03%	562,52%	0,10%	12,99%
30 años	85,58%	1,95%	76,73%	323,88%	30,49%	76,71%	816,57%	0,10%	19,05%

Gráfico 27 Distribuciones de frecuencia - Créditos en dólares estadounidenses



Al igual que en los gráficos de distribución de frecuencias anteriores, estos sólo están representados para los préstamos a 5 años (columna izquierda) y 30 años (columna derecha). Las áreas sombreadas corresponden a la probabilidad de que la relación cuota/ingreso sea superior al 40% durante 12 meses consecutivos en promedio.

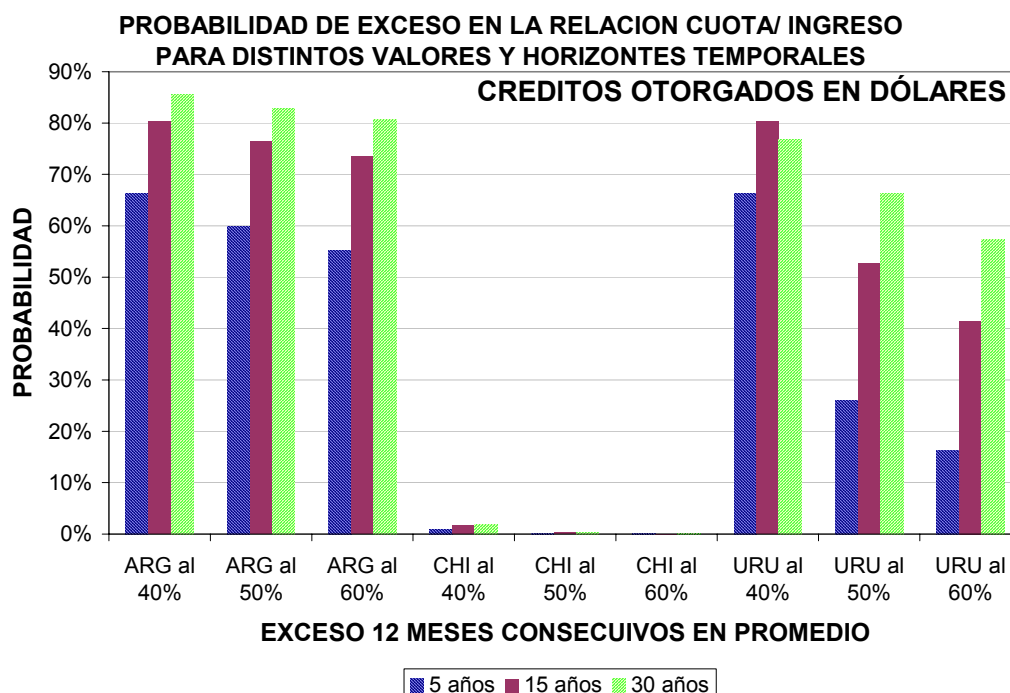
Los resultados de la simulación sobre préstamos otorgados en dólares arrojan resultados en la misma dirección que los obtenidos con préstamos indexados.

En Chile la probabilidad de que la relación cuota/ingreso supere el 40% durante 12 meses consecutivos (en promedio) es muy baja, en ningún plazo supera el 2%. La media, en promedio, para todos los plazos es casi la presupuestada originalmente, ligeramente superior al 30%. La varianza es extremadamente baja y los eventos extremos para caso de un préstamo a 30 años no superarán el 64% de la relación cuota/ingreso con una probabilidad de ocurrencia extremadamente baja. Si se comparan, en Chile, los resultados entre préstamos indexados o en dólares hay una ligera ventaja a favor de estos últimos. Esto se debe a la mayor mejora que han experimentado los salarios en términos de dólares respecto de la inflación.

Si analizamos los resultados para Argentina y Uruguay, son desalentadores para los tomadores de créditos. En Argentina y en Uruguay, en promedio para todos los plazos, la relación cuota/ingreso excederá al 40% en casi el 80% de las veces (habiendo tomado los créditos con una relación inicial del 30%). La inestabilidad del tipo de cambio con relación a los ingresos es muy superior en Argentina en comparación con Uruguay. En consecuencia la media de la relación cuota/ingreso es muy superior en Argentina respecto de Uruguay. En promedio para todos los plazos en Argentina la media de la relación cuota/ingreso es del 220% (claramente un resultado impracticable). En Uruguay los resultados están más acotados ya que rondan el 60%. Los eventos extremos en Argentina semejan un cataclismo ya que la relación cuota ingreso alcanzan al 1.700% en tanto en Uruguay esa relación no superará el 320%.

El caso de Argentina es paradigmático ya que a pesar de haber mantenido durante 9 años un tipo de cambio fijo el historial anterior y posterior a ese momento es extraordinariamente volátil en término de los salarios y arroja los peores resultados para los tres países.

Gráfico 28 Probabilidad de excesos en la relación cuota / ingreso - Créditos otorgados en dólares estadounidenses



Como se observa en el gráfico anterior, tanto para Argentina como Uruguay la probabilidad de exceso en la relación cuota ingreso será muy alta, aún cuando se evalúen excesos al 60%. Para créditos a mediano plazo (15 años) la probabilidad para Argentina excede el 50%, aún para los créditos a corto plazo. En tanto Uruguay muestra un patrón semejante al observado en los préstamos ajustados por inflación pero agravado en los préstamos de corto plazo. Por el contrario en el caso de Chile excesos en la relación cuota/ingreso superiores al 50% son casi nulos.

Los resultados obtenidos en las simulaciones son consistentes con las dificultades que han encontrado (y encuentran) para desarrollar sus mercados de créditos hipotecarios Argentina, Chile y Uruguay. La consistencia macroeconómica que ha tenido Chile es lo que le ha permitido desarrollar un mercado de créditos indexados por inflación y también podría haber desarrollado uno con créditos otorgados en dólares (sin tener en consideración las implicancias para la política monetaria y cambiaria).

En la vereda de enfrente están Argentina y Uruguay. La gran volatilidad de las variables macroeconómicas tomadas en consideración dificulta enormemente la creación de un mercado de créditos hipotecarios que se sostenga en el tiempo. De aquí también se desprende por que en Chile las personas están dispuestas a endeudarse en préstamos indexados por inflación y es rechazado en Argentina siendo todavía una incógnita en Uruguay. También se explica que los créditos en dólares que se otorgaron en Argentina sólo se pudo realizar en el marco de excepcionalidad de la ley de convertibilidad.

VI Reflexiones finales e Implicaciones de Política Económica

El mercado hipotecario tiene un papel fundamental a efectos de facilitar el acceso a la vivienda, especialmente para la población de ingresos medios y bajos, otorgando préstamos a largo plazo. Esto motivó

a muchos países que instrumentaron diferentes políticas públicas para impulsar el crecimiento de este tipo de préstamos.

El desarrollo de un mercado hipotecario de largo plazo sustentable depende principalmente de tres factores.

Primero, que existan mecanismos de originación de hipotecas ágiles y estandarizados, facilitando así el crecimiento del mercado primario, y además se cuente con inversores que presten con un horizonte de largo plazo, dado que éstos tienen la capacidad de ser los tenedores de las hipotecas, constituyendo de esta manera el mercado secundario. Segundo: la economía debe contar con una moneda estable que permita financiar a largo plazo a tasa fija o de esto no ser así, que se utilice alguna unidad de cuenta indexada o, en su defecto, anclarlas en una moneda dura, ya fueran el dólar o el euro, sustituyendo a la tasa fija en moneda local. Para que este segundo requisito funcione es indispensable que la economía mantenga la estabilidad macroeconómica, especialmente para el tipo de cambio, el nivel de precios y la tasa de interés. Por último, es necesario que los tomadores de los créditos, especialmente los asalariados, puedan cumplir con los requisitos crediticios que le permitan calificar para el acceso a los créditos hipotecarios, resultando indispensable que la relación cuota ingreso resulte inferior al 30%, aspecto difícil de alcanzar en entornos donde la relación salario precio de la vivienda es elevada o cuando las tasas nominales de interés son altas.

El desarrollo del mercado primario (o la originación de los créditos) históricamente ha recaído en bancos, aunque más recientemente existen casos en América Latina donde también los créditos hipotecarios son originados por especialistas que luego los “descargan” en inversores de largo plazo (como las Sofoles en México). En Chile y Argentina (especialmente antes de la crisis) el mercado primario ha contado con suficientes participantes y con marcos legales adecuados que apoyaban su desarrollo. En Uruguay el mercado estuvo limitado al Banco Hipotecario del Uruguay (BHU) y no creció demasiado el financiamiento a través de otras instituciones financieras.

Los tenedores de largo plazo de los créditos hipotecarios han sido en algunos casos los originantes (por ejemplo bancos) o bien los colocaron a inversores institucionales en el mercado secundario (como los fondos de pensión). Estos inversores son tenedores naturales de este tipo de préstamo ya que invierten con un horizonte de largo plazo. El crecimiento de los fondos administrados por las AFPs, y las compañías de seguro de retiro y de vida en Chile ha sido una de las claves para el desarrollo del mercado hipotecario en ese país.

Si bien los bancos también han sido históricamente tenedores de estos préstamos, de hecho en Uruguay lo hizo el BHU y durante muchos años el BH en Argentina, su papel ha disminuido debido a las crisis que sufrieron este tipo de instituciones. Los principales problemas son los descalces de tasa, moneda y plazo que generalmente tienen que tomar los bancos entre activos y pasivos para otorgar este tipo de préstamo. El BH necesitó ser reestructurado y recapitalizado en Argentina a principios de los 90, mientras que el BHU sufrió pérdidas cuantiosas (equivalentes al 8% del PBI) debido a este tipo de descalce. Algo similar ocurrió con las sociedades de ahorro y préstamo (las Savings and Loans) en Estados Unidos en los años ochenta.

Todo indica que el crecimiento del mercado hipotecario va a depender cada vez más del desarrollo de un mercado secundario donde los inversores de largo plazo sean los tenedores finales de los créditos. Argentina, Uruguay y Chile cuentan con los marcos legales adecuados, experiencia suficiente (salvo Uruguay que es muy limitada) y poseen inversores naturales de largo plazo como los fondos de pensiones. En el caso de Chile estos ahorros sociales han demostrado ser centrales en el financiamiento hipotecario privado, ya que han absorbido al menos el 75% de las emisiones de Letras de Crédito Hipotecario (LCH) y securtizaciones, en Argentina en tanto, los fondos de pensiones, sólo ahora han comenzado a adquirir securtizaciones. Las AFAPs en Uruguay aún no han invertido en hipotecas, aunque posiblemente en el 2007 se realice la primera securtización.

El estado tiene un rol en promover el mercado de securtizaciones hipotecarias. México ha dado un paso en esa dirección con la SHF, un banco de desarrollo creado para promover el mercado primario, pero sobre todo para crear un robusto mercado secundario, para que el sistema financiero considere al mercado secundario y a los inversionistas de largo plazo la mejor alternativa como fuentes de capital. El funcionamiento de la SHF consiste en prestar fondos a intermediarios financieros, como bancos o sofoles,

quienes a su vez prestan dichos fondos garantizados por la SHF a individuos, manteniéndolos en sus balances. Como en el caso de Fannie Mae en los Estados Unidos, la SHF busca facilitar la estandarización de productos y las prácticas hipotecarias, mejorar la ejecución de garantías, el sistema de avalúos y de registro. Esta organización pretende además, convertirse en una institución con calificación triple A para 2014, a fin de no requerir la garantía *full faith and credit* del gobierno federal.

A pesar de su semejanza con Fannie Mae, la SHF no es una réplica de la institución estadounidense, dado que no busca desplazar a la iniciativa privada; no compra hipotecas; no estructura transacciones y no ofrece garantías financieras al 100%. Su papel está limitado, principalmente, al otorgamiento parcial de garantías financieras de pago oportuno de principal e intereses en los mercados secundarios y a sus funciones de financiamiento y liquidez.⁴³

El segundo factor analizado consiste en la existencia de instrumentos y una moneda o cuasi-moneda para prestar a largo plazo, herramienta utilizada tanto en Chile, siendo ésta la UF, como en Uruguay, mediante la UR y más recientemente con la UI. En Argentina es un tema pendiente hoy en día, dado que por un tiempo, durante los años noventa, funcionó el dólar y aún no ha sido substituido por otro mecanismo.

Si bien es posible desarrollar el mercado bajo diferentes alternativas de ajuste del capital (indexación, dólar o tasa de interés), en principio, la indexación al IPC aparece como la opción más conservadora, ya que es la que más se aproxima a los ingresos en moneda local. Sin embargo esta opción dista de ser perfecta, especialmente para los asalariados que no siempre ven sus ingresos ajustarse al ritmo de la inflación.

El desarrollo de un mercado financiero de largo plazo que funcione en unidades indexadas puede necesitar algún tipo de cobertura para aumentos extremos en la tasa de inflación (como el que se usó en forma ex-post en Chile en el 82). El financiamiento de este “swap” puede proveerlo el estado o alternatively puede incluirse en el costo financiero del préstamo. Pero este es un ingrediente central para el desarrollo del mercado hipotecario, especialmente si consideramos que los tomadores de los créditos tienen una alta aversión al riesgo.

A pesar de que se pueden buscar soluciones a través de la implementación de una ingeniería financiera adecuada que sirva para cubrir los riesgos de la inflación, lo cierto es que la estabilidad económica y el compromiso del gobierno a mantenerla es la mejor fórmula para que crezca el mercado de crédito de largo plazo. De los tres países que hemos considerado en este trabajo, vemos que el éxito en Chile se debe principalmente a que ha mantenido la estabilidad macroeconómica por más de 20 años.

Las simulaciones que efectuamos de la posible evolución de la cuota ingreso en Argentina, Chile y Uruguay para préstamos indexados y en dólares muestran que en Chile la probabilidad de que los tomadores de préstamos se encuentren con serias dificultades para poder afrontar el pago de las cuotas es muy baja, mientras que tanto en Argentina como en Uruguay la probabilidad de no poder dar cumplimiento es muy alta. Esta situación se explica esencialmente por la volatilidad que poseen las variaciones en los precios al consumo y el tipo de cambio nominal respecto de los salarios nominales. Los ajustes suaves (y no por ello pequeños) en estas variables claves de la economía así como el aumento del poder de compra de los salarios, es lo que le ha permitido a Chile desarrollar en forma consistente el mercado de crédito hipotecario. Por el contrario en Argentina como en Uruguay, las agudas crisis económicas que se producen de manera recurrentes con cambios bruscos en las variables macroeconómicas que afectan a los créditos, aún cuando hubiera transcurrido un período de estabilidad relativamente prolongado, han impedido el desarrollo del crédito a largo plazo como es el hipotecario.

El tercer elemento consiste en asegurar que un número importante de familias logren cumplir con los requisitos para calificar para un crédito hipotecario. Los problemas surgen debido a que la cuota supera un tope “razonable” respecto del ingreso (que generalmente está en el orden del 30%), o que el trabajador no puede justificar sus ingresos debido a que trabaja en el sector informal.

43 La liquidez de los mercados en cada etapa del ciclo crediticio resulta de suma importancia, siendo necesarios mecanismos que la aseguren, papel que ha sido desempeñado en E.U por Fannie Mae (1938), Freddie Mac (1970) y Ginnie Mae (1968).

Las dificultades pueden surgir debido a que una tasa nominal de interés alta o un alto precio de las propiedades, hacen que la cuota resulte elevada respecto de los ingresos. Para superar este problema pueden otorgarse subsidios a la compra (como en Chile), o a recurrir a esquemas de indexación con tasas de interés más bajas que reduzcan la cuota inicial⁴⁴.

Para el caso de trabajadores del sector informal una alternativa que ha ayudado a calificar a los trabajadores que se desempeñan en ese mercado, consiste en los sistemas de ahorro previo pautados. Estos sistemas permiten la acumulación de ahorros a través del sistema financiero para afrontar la parte del pago del inmueble que no es solventada por los créditos ni los subsidios. A su vez posibilitan, mediante el estudio de la regularidad de los depósitos efectuados, calificar a los clientes que tradicionalmente son rechazados por su incapacidad de acreditar ingresos permanentes. Respecto de los subsidios habitacionales directos (SHD), éstos poseen tres⁴⁵ ventajas relacionadas directamente con el desarrollo del mercado de créditos hipotecarios: a) contribuyen a aumentar el mercado potencial de prestatarios hipotecarios, al reducir el monto de endeudamiento necesario para completar el precio de la vivienda a adquirirse por montos compatibles con su capacidad de pago permanente; b) sirven como un factor que estimula la formación de ahorros financieros canalizados a través del sistema financiero formal si se orientan a premiar el monto, la antigüedad, la permanencia y el carácter metódico del ahorro previo; c) a diferencia de los subsidios a las tasas de interés, acentúan y no distorsionan la operación del mercado financiero de vivienda. El SHD tiene carácter subsidiario del crédito hipotecario en condiciones de mercado, es decir lo complementa y no lo desplaza.

En este trabajo hemos visto que el desarrollo de un mercado hipotecario de largo plazo se requiere de la conjunción de varios factores, no siempre fáciles de lograr en países emergentes con una historia de volatilidad macroeconómica. En general, cuando las condiciones macroeconómicas son favorables, se ha logrado el desarrollo del crédito a largo plazo, permitiendo la creación y utilización de instrumento financieros como la indexación para paliar riesgos de inflación de largo plazo; también en este tipo de entornos, la adopción de políticas públicas por parte del estado, ayudó al crecimiento del mercado hipotecario, especialmente facilitando el acceso al crédito a las familias de ingresos medios y bajos.

44 Téngase en cuenta que un subsidio en la tasa de interés del 2% N.A. (dependiendo del nivel nominal de las tasas) puede representar una disminución del 20% del valor de la cuota en un crédito a 30 años, similar a los niveles máximos de subsidio que se otorgan en Chile.

45 El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina. Gerardo M, González Arreta CEPAL-ECLAC, 2002

Anexo I Los instrumentos de crédito y aspectos institucionales del mercado hipotecario

Características de los créditos en Argentina

En Argentina el mercado hipotecario se basa en los mutuos hipotecarios. La normativa existente facilita la securitización, ya que no se requiere de la comparecencia del deudor para su endoso, siempre y cuando esté prevista esa situación en el contrato. Consisten en títulos representativos de un crédito respaldado por una garantía hipotecaria y cuya cesión se efectúa por un simple endoso, siendo innecesaria la comparecencia ni la voluntad del deudor. Con la modificación normativa antes mencionada, los prestamistas tienen la posibilidad de desprenderse de ellos, mediante la securitización, de manera tal de hacerlos líquidos, dado que los títulos que se emiten sobre ese subyacente pueden ser transados en el mercado secundario. La moneda en que se denominaron estos créditos hasta la crisis de 2002 fue mayoritariamente el dólar. Luego de superado ese momento y desde 2005 se muestra una incipiente generación de créditos en moneda local.

Características de los instrumentos de crédito Chile

Como se ha mencionado al comienzo, el mercado primario chileno está constituido por un sistema tripartito cuyas modalidades se describen más abajo. Estos están realizados en Unidades de Fomentos, siendo ésta una moneda que se indexa por el índice de inflación del mes anterior.

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

En los programas de Viviendas Progresivas y Viviendas Básicas, está contemplado que los adjudicatarios de los subsidios puedan acceder a un crédito hipotecario otorgado con recursos públicos y administrado por el MINVU.

Créditos con letras de crédito hipotecario

Las Letras de Crédito Hipotecario (LCH), establecidas en 1977, son instrumentos de crédito de largo plazo emitidos al portador, por idéntico monto y plazo que el préstamo, y denominados en una moneda de valor constante, la Unidad de Fomento que se indexa por inflación. Son emitidas las entidades financieras al conceder un préstamo para adquirir una vivienda, siendo el tope a ese préstamo del 75% del valor de tasación o del precio de la propiedad a ser hipotecada, el que resulte menor. La emisión de las LCH se produce una vez que la vivienda a financiarse ha sido inscrita a favor del comprador y se ha constituido la garantía hipotecaria a favor del banco en los cuales se indica la tasa de interés que devenga y la fecha de vencimiento de cada uno de los cupones. El préstamo es otorgado al comprador de la vivienda no en dinero en efectivo, sino en la forma de títulos - valores que son luego transados en mercados de capitales. Una de los principales atributos de las LCH es el calce absoluto entre activos y pasivos, en términos de plazos, de moneda y de tasa de interés, desde el inicio de la operación, siendo el riesgo de crédito que asume el emisor es financiar con otros recursos la eventual morosidad de los deudores. Estos títulos se emiten en diferentes series específicas en cuanto plazo, amortización y tasa de interés, siendo el emisor el banco comercial, quien esta obligado a cancelarlas según las condiciones de emisión con total independencia del comportamiento de la cartera hipotecaria. Están emitidas en UF y a plazos de 8, 10, 12 o 20 años

Desde la perspectiva del deudor, este elemento de reajuste conlleva un riesgo potencial en escenarios inflacionarios, dado los posibles rezagos entre la evolución de las remuneraciones y la inflación.

Créditos con mutuos hipotecarios endosables

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

deudor. Los originadores de MHE venden estos títulos en el mercado de capitales a inversionistas institucionales, particularmente a compañías de seguros de vida.

Créditos con mutuos hipotecarios no endosables (MHNE)

En este caso el Banco financia el préstamo con recursos propios, pero a diferencia del anterior no puede ser transferido mediante endoso. Su regulación queda circunscrita a lo que se pacte en el respectivo contrato y a lo indicado en la Ley 18.010 sobre operaciones de crédito de dinero. La característica particular y que resulta atractiva para los potenciales tomadores es la posibilidad de financiar hasta el 100% del monto solicitado, no teniendo el límite del 75% o el 80% sobre el valor de la vivienda como en los instrumentos anteriormente descritos.

Financiamiento con leasing habitacional

Existe una modalidad de financiamiento y acceso a la vivienda de aplicación más reciente, si bien no es en principio un crédito sino que permite la posibilidad del deudor de adquirirla en un futuro, ya que la figura de este es la de promitente comprador que puede operar con o sin subsidio habitacional directo, sirve para transformar el gasto de alquiler mensual en un aporte que a largo plazo permite a los arrendatarios convertirse en propietarios de una vivienda nueva o usada.⁴⁶

Características de los créditos en Uruguay

Los créditos en Uruguay en su gran mayoría se pueden asemejar al del financiamiento por leasing habitacional chileno, desde el punto de vista de la figura utilizada para definir al deudor: “promitente comprador”, y en una porción menor aquellos generados por mutuos no endosables. En el primero de los casos el “dueño” de la propiedad es quien otorga el préstamo mientras que en el segundo se establece una hipoteca en primer grado a favor de la entidad.

La UR como se ha dicho es una moneda que ajusta por un índice de variación salarial, habiendo sido la más utilizada, frente a la UI, de reciente implementación y que ajusta por la variación del índice de precios al consumidor.

Legislación e instrumentos securitizables en los tres países objeto.

En Chile las letras hipotecarias constituyen el antecedente más importante a la securitización. Se la podría definir como una securitización dentro de balance. Las operaciones crediticias que el banco realiza son “calzadas” con emisión de Letras Hipotecarias. Estos títulos están autorizados a cotizar y han creado un mercado secundario tanto bursátil como extrabursátil.

Los bancos se vieron alentados a desarrollar esta operatoria ya que podían ampliar el horizonte de plazos crediticios evitando el descalce de tasa y plazos. El riesgo de tasa de interés en las letras no lo sufre el emisor bancario, transfiriendo este riesgo al inversionista que adquiere las letras hipotecarias. La utilidad para el banco consiste en una comisión fija sobre el título emitido. En consecuencia el tenedor de los títulos recibe la tasa completa de los préstamos otorgados.

En síntesis las Letras Hipotecarias consisten en la emisión de deuda propia del banco, respaldada por el portafolio de préstamos otorgados, desprendiéndose del riesgo de tasa y conservando el riesgo de crédito y prepago.

Sin embargo el éxito de este instrumento aparece potenciado especialmente a partir de la reforma provisional (1981) ya que al comienzo los fondos de pensiones (FP)⁴⁷ tenían un muy reducido menú de inversiones

46 Su creación data de 1993, habiéndose reglamentado su funcionamiento entre diciembre de 1995 y enero de 1996 se reglamentó el funcionamiento del sistema. Este mecanismo, El plazo de estas operaciones puede ser de 8, 12, 15 y 20 años, aunque por lo general es este último. Este instrumento opera a través de la apertura de una cuenta de ahorro en cualquiera de las instituciones autorizadas (es decir, cajas de compensación, bancos y sociedades financieras), las que al recibir los depósitos los transfieren a las Administradoras de Fondos para la Vivienda (AFV), entidades que inviertan dichos recursos en instrumentos debidamente calificados en el mercado de capitales. Al final del plazo del contrato, el arrendatario pasa a ser propietario y la sociedad inmobiliaria recibe el valor total de la vivienda, que se va acumulando durante ese plazo en la cuenta de ahorro del arrendatario. En el *leasing* habitacional, el ahorro previo, de aproximadamente 5% del valor de la vivienda, es menor que el exigido en esquemas tradicionales de postulación al subsidio habitacional.

47 Los Fondos de Pensión son administrados por entidades de giro único denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)

encontrándose las LCH como un activo elegible. Hoy el stock de Letras Hipotecarias se encuentra mayoritariamente en los inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguro de vida y fondos mutuos).

La securitización fue introducida en Chile por la Ley N° 19.301 de marzo de 1994, que incorporó a la Ley de Mercado de Valores el Título XVIII "De Las Sociedades Securitizadoras". Este cuerpo legal establece una figura especial en la cual una sociedad securitizadora, para cada emisión de bonos, forma un patrimonio separado distinto de su patrimonio común. Se establece que la quiebra de la sociedad sólo afecta a su patrimonio común y no a los patrimonios separados. Asimismo, la liquidación de un patrimonio separado no acarrea la quiebra de la sociedad ni la liquidación de los demás patrimonios separados. Con esta figura legal se superan diversas dificultades que impedían la securitización.⁴⁸

Las reformas a la ley efectuadas en agosto de 1999 también incorporaron modificaciones a los requerimientos exigidos en el proceso de securitización. Ellas tienen que ver básicamente con la posibilidad de diferir la constitución de los activos de respaldo del patrimonio separado hasta 60 días contados desde el inicio de la colocación de los bonos securitizados, prorrogables por la Superintendencia de Valores y Seguros por hasta 90 días.⁴⁹

En Argentina, con las reformas económicas de los años 90 se generaron mediante, diversas normas, nuevas reglas de juego para el financiamiento a través del mercado de capitales, como por ejemplo la Ley N° 24.241 que modifica el régimen previsional y crea los fondos de jubilaciones y pensiones, la Ley N° 24.083 de los fondos comunes de inversión y la Ley N° 24.441 que crea la figura del fideicomiso financiero. Estos tres vehículos colectivos de inversión poseen dos características en común, a saber: No son personas jurídicas y constituyen patrimonios separados.

En enero de 1995 se sancionó la Ley N° 24.441⁵⁰ denominada "Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción", que incluyó bajo el Título I la figura del fideicomiso, que dio origen además al fideicomiso financiero. Esta última figura es la que permite realizar titulizaciones de carteras hipotecarias (y de cualquier otro tipo) y mediante la cual se han realizado tales colocaciones a partir de activos originados en el mercado argentino. Esta Ley tiene un amplio consenso y es considerada como una legislación razonable y práctica. Desde su sanción esta figura ha tenido un gran desarrollo tanto sobre aspectos doctrinarios como de carácter práctico y ha demostrado poseer versatilidad para adaptarse a los requerimientos de los negocios.

48 A partir de la publicación de la Ley N° 19.623, del 26 de agosto de 1999, y de acuerdo a los nuevos textos de los artículos 132 y 135 de la Ley del Mercado de Valores, las sociedades securitizadoras pueden adquirir derechos sobre flujos de pago y otros créditos o derechos que consten por escrito y tengan el carácter de transferibles. Los contratos, créditos y derechos (o sus títulos) revisten el carácter de transferibles, incluso si existieran entre esos bienes créditos nominativos, en cuyo caso su adquisición, transferencia o constitución en garantía, podrá efectuarse por endoso del documento en que consten, sin importar la forma en que se hubiesen extendido originalmente. Además, la normativa menciona expresamente: Letras hipotecarias y mutuos hipotecarios autorizados por el Decreto con Fuerza de Ley N°3, de 1997; Mutuos hipotecarios endosables autorizados por el Decreto Ley N° 3.500, de 1980, y por el Decreto con Fuerza de Ley N° 251, de 1931; Bienes y contratos de arrendamiento con promesa de compraventa de que trata el artículo 17 de la Ley N° 19.281; Créditos y derechos sobre flujos de pago emanados de obra pública, de obra de infraestructura de uso público, de bienes nacionales de uso público o de las concesiones de estos bienes u obras. Originalmente la Ley estableció que los activos securitizables fueran explícitamente sólo los mutuos hipotecarios y letras hipotecarias, quedando sujeta a la autorización de la Superintendencia de Valores y Seguros la securitización de otros títulos de crédito. Posteriormente, dentro del contexto del leasing habitacional, se incorporó la posibilidad de adquirir viviendas dadas en leasing si, en forma conjunta, se adquieren los respectivos contratos.

49 La legislación anterior exigía que los activos de respaldo se encontraran incorporados al patrimonio separado al momento de la firma del contrato de emisión, es decir, aún antes de solicitar la inscripción en el registro de valores. De esta forma, actualmente, los activos que integran el patrimonio separado no tienen que haber sido necesariamente de dominio del patrimonio común de la sociedad securitizadora al momento de la firma del contrato de emisión. Esto significa no tener acopiado en su patrimonio, y por tanto financiado, el valor del 100% de los activos de respaldo. Por otra parte, la sociedad securitizadora puede dar inicio a la colocación de sus bonos, disponiendo de un plazo para integrar los activos correspondientes, pudiendo sustituir activos, reducir la emisión o rescatar los bonos efectivamente colocados, de acuerdo a lo que se haya estipulado en el contrato de emisión, alternativas que se plantean para evitar la liquidación del patrimonio separado.

50 Como antecedente inmediato de la creación de los fideicomisos financieros, y en el marco de la Ley N° 24.083, reglamentada por el Decreto 174/93, se define la operatoria de los fondos comunes cerrado de crédito de forma tal de incentivar los procesos de securitización de activos. No obstante resultaba dificultoso cumplir este cometido ya que existían importantes lagunas normativas para utilizar ese vehículo desde el punto de vista impositivo y jurídico en general. Esto implicó la imposibilidad de concretar varios proyectos vinculados de carteras hipotecarias.

La Ley prevé que sólo puedan ser fiduciarios financieros las entidades financieras que estén sujetas al control del Banco Central o de entidades especialmente autorizadas por la Comisión Nacional de Valores.⁵¹

En Uruguay se incorpora el fideicomiso a su legislación tardíamente en 2003, siendo el último país de la región en hacerlo, destacándose la similitud de su normativa de Argentina⁵².

La creación de la figura del fideicomiso en la nueva Ley, tuvo como objeto principal facilitar el acceso al crédito, que prácticamente desapareció desde la crisis bancaria del 2002⁵³. Una de sus finalidades fue proporcionar a los inversores institucionales, tales como las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAPs), las cajas de jubilaciones paraestatales, y las compañías de seguro, una herramienta jurídica segura que les posibilitara diversificar sus colocaciones permitiendo a su vez financiar proyectos productivos. Asimismo, se ha dicho que el Uruguay "llega a aceptar la figura del fideicomiso como consecuencia del quiebre financiero más serio que ha vivido en su historia, y ante la necesidad imperante de lograr nuevos sistemas de financiamiento con la idea de reactivar al sector empresarial, industrial y comercial" agregando que "no es el primer intento de ampliar la esfera de financiación a través de instrumentos privados que se ha dado en nuestro país. Recordemos la ley de mercado de valores, la ley de fondos de inversión, la ley de factoring, la ley de leasing, entre otras. Estas, en definitiva, desde nuestro punto de vista, han fracasado porque no fueron apoyadas en un sistema impositivo acertado"⁵⁴.

La preocupación legislativa del Uruguay estuvo centrada en aprobar normas que otorgaran el marco legal necesario para incentivar el mercado de valores a efectos de tornarlo atractivo y eficiente. A través de la Ley de Mercado de Valores se introdujo el marco regulatorio básico sobre el cual se ha querido estructurar la posibilidad de acceder a instrumentos financieros más avanzados que permitan dinamizar la economía nacional.

Ejecución de garantías: El tiempo que tarda el recupero del crédito mediante la ejecución de la garantía cuando un deudor incumple sus obligaciones, impacta directamente en la tasa pagada por los tomadores, determinando la importancia que adquiere dicho proceso. En los tres países objetos existen mecanismos que de manera genérica se podrían llamar vía ejecutiva. Chile tiene la particularidad que una vez otorgados los préstamos, la administración es un procedimiento reglamentado en cada institución⁵⁵

51 Desde el punto de vista de los aspectos instrumentales del proceso de titulización, estos están regulados por Normas Nuevo Texto 2001 de la Comisión Nacional de Valores, (Texto Aprobado por Res. Gral. 368) Estas regulaciones establecen los aspectos mínimos que deben cumplir las securitizaciones como sociedades anónimas fiduciarias. Por otra parte, cabe citar que ha sido importante la participación del Banco Central de la República Argentina mediante la elaboración de un manual de originación y administración de préstamos (Comunicación "A" 3055, del 23/12/99, texto ordenado), en el sentido de fijar estándares mínimos de información que deben contener las hipotecas generadas por el sistema financiero, lo que contribuye a la homogeneidad de las carteras contribuyendo a que se verifique una de las condiciones básicas para su posible titulización.

52 El 26 de noviembre de 2003 entró en vigencia la Ley N° 17.703 que incorporó la figura del fideicomiso siendo reglamentada por el Decreto 516/2003 modificado por el Decreto 46/04, las Circulares 1892, 1889 y 1895 y la comunicación 2004/041 del Banco Central del Uruguay (BCU). Como antecedentes dado que el fideicomiso no se encontraba expresamente regulado, el ordenamiento uruguayo utilizó la figura de los fondos comunes para viabilizar los procesos de securitización, regulando los patrimonios de afectación bajo la figura del fondo de inversión (solución uruguaya antes de la Ley de Fideicomiso) mediante la Ley 16.774 del 27 de septiembre de 1996 sobre Fondos de Inversión, securitización y factoraje. En efecto, la utilización de esta (como patrimonio de afectación independiente) en el caso uruguayo presentó la ventaja de complementarse con la estructura jurídica de la Ley de Fondos de Inversión preexistente. La Ley 16.774 define en su Título V a la securitización de activos, estableciendo en su artículo 30, que se podrán constituir fondos de inversión cerrados cuyo objeto específico consista en conjuntos homogéneos o análogos de derechos de crédito, con garantías hipotecarias, cuya titularidad se transmita a favor del fondo de inversión. Cabe destacar que son admisibles también créditos con garantía distinta a la hipotecaria. Con cargo a estos fondos la sociedad administradora podrá emitir diversas clases de valores, representativos de cuotapartes de condominio o de crédito, valores mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de copropiedad sobre el remanente.

53 A fines de ese año, el Gobierno envió al Parlamento un proyecto de ley de "Facilitación del crédito" que regulaba el fideicomiso

54 Ordoqui Castilla, Gustavo, El Fideicomiso, 2° edición actualizada, Ediciones del Foro, Montevideo, 2004

55 En caso de que un crédito hipotecario caiga en incumplimiento la recuperación depende del celo con que las instituciones apliquen la normativa vigente, siendo el juicio ejecutivo el procedimiento judicial destinado a exigir al deudor el cumplimiento de una obligación por éste contraída si está documentada bajo las características de un "título ejecutivo". Este es un documento específico que permite recurrir a un tribunal para lograr el cumplimiento de la obligación. En caso de que la obligación que el deudor tiene con el acreedor se encuentre asegurada con una garantía, el procedimiento puede sufrir algunas modificaciones. En efecto, en el caso de las garantías hipotecarias, se tramitan a través de un procedimiento especial, denominado "acción hipotecaria", cuyo procedimiento es muy similar al ejecutivo ordinario, pero más breve pues, una vez notificado, el demandado debe consignar, y en caso de no hacerlo, se pasa inmediatamente a la ejecución, siendo más limitadas las alternativas para impugnar la acción. La ejecución de la acción se radica en el bien que sirve de garantía para la obligación contraída. Respecto de los plazos, éstos no son uniformes para el desarrollo de un juicio, ya se trate de un ejecutivo general o especial, pues dependen de la diligencia con la que actúen las partes. La demora de las acciones del tribunal y de las partes, así como los plazos que se toman los receptores

En el caso de Argentina⁵⁶ ésta puede realizarse por dos vías: judicial y extrajudicial sólo para las entidades financieras, pero con participación de un juez (procedimiento permitido a partir de la vigencia de la Ley 24.441) La opción de la vía extrajudicial ha sido la preferida por las entidades financieras, pues tiene ventajas que agilizan la ejecución.

Tabla 16 Ejecución de garantías en Argentina

Vía judicial	Vía extrajudicial
Se regula por códigos procesales y civiles	Reglada en la Ley 24.441
Los procedimientos difieren según la jurisdicción, variando los tiempos de ejecución siendo muy prolongados	Los procedimientos son aplicables mediante acto público de las partes, tomando menos tiempo ya que existen reglas desde la propia ley.

Todo lo descrito es el marco en que debería desenvolverse normalmente el mercado primario de hipotecas. Sin embargo, con la salida de la convertibilidad, no obstante existir un marco legal claro y definido, unido al deterioro tanto del empleo como de los salarios que afectó la capacidad de pago de los deudores hipotecarios, las autoridades tomaron medidas que hasta hoy continúan distorsionando la seguridad jurídica de los contratos. La pesificación palió la situación de los deudores cuyas obligaciones eran con entidades financieras, pero existieron situaciones donde los prestamistas no fueron entidades financieras, sino que fueron escribanías, inmobiliarias, etc. Los contratos establecidos entre estas organizaciones y los tomadores de préstamos quedaron fuera del encuadramiento del Decreto 214/02⁵⁷. Además Mediante la Ley 25.737 del 2 de junio de 2003, se suspendieron las ejecuciones hipotecarias que recayeran sobre vivienda única por 90 días, habiéndose prorrogado luego en sucesivas oportunidades.⁵⁸ Toda esta situación a la fecha de realización de este estudio (septiembre de 2006) está aún pendiente de una solución definitiva.

En Uruguay la hipoteca contiene el concepto general de garantizarle al acreedor el cobro de una deuda mediante la ejecución del bien. La hipoteca entre privados tiene una duración máxima de 30 años, siendo para el BHU de 35 años⁵⁹. La intervención del BHU en el contrato de hipoteca, conlleva una serie de ventajas para el acreedor hipotecario, sobre la hipoteca pactada respecto de otras entidades financieras que se rige por el Código Civil. Esas ventajas han favorecido un desarrollo mayor de las instituciones crediticias públicas sobre las privadas. La hipoteca que realiza el BHU no es otra que la legislada por el Código Civil,

judiciales en notificar las resoluciones más importantes, pueden prolongar un juicio, que en teoría debería demorarse no más de dos meses, a un año o más. En la práctica, el proceso de recuperación de créditos hipotecarios bancarios se basa en las directrices emanadas de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras para el tratamiento de la morosidad, cartera vencida y castigos. Este procedimiento considera tres etapas: i) Etapa prejudicial, cuya finalidad es obtener un compromiso de pago sin llegar a instancias judiciales; ii) Etapa judicial, que consiste en iniciar los procedimientos judiciales para obtener el pago del crédito, o bien la liquidación del bien raíz hipotecado, y iii) Etapa extrajudicial, que incluye los créditos menores o aquellos cuyos deudores han pagado parcialmente lo adeudado.

56 La legislación en 1994 se promulgó la Ley 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción que buscó promover tanto la demanda como la oferta de viviendas: desde la demanda, mejorar el acceso al crédito al captar recursos para el financiamiento de largo plazo, ya que crea la posibilidad de titularización de hipotecas, permitiendo la generación de contratos de fideicomiso, letras hipotecarias, contratos de arrendamiento; desde la oferta pretendió incentivar el mercado reduciendo costos mediante la simplificación de regulaciones y de limitaciones a los márgenes de intermediación.

57 En este decreto se estableció la pesificación de todos los contratos en moneda extranjera a \$1=US\$1, con excepción de los depósitos que se pesificaron a \$1.4 por dólar

58 Todas las normas que a posteriori se dictaron no preveían ningún tipo subsidio, quita, espera, perdón ni circunstancia alguna que pudiera alterar la relación jurídica habida entre el deudor y el acreedor. Por lo tanto se requería una definición acerca de qué sucedería vencido ese plazo: así el 5 de noviembre de 2003 se sancionó la Ley 25.798 que creó el Sistema de Refinanciación Hipotecaria, disponiendo que, en el caso de los deudores bancarios, la mora debe haberse generado entre el 1 de enero de 2001 y el 11 de septiembre de 2003, fijando como tope el monto de \$ 100.000 para adherir a la refinanciación, debiendo solicitarla ante la misma entidad en la que habían tomado la hipoteca original. La Ley creó además el Fideicomiso para la Refinanciación Hipotecaria cuyo objeto era pagar los mutuos a los acreedores, recibiendo por parte de los deudores la cancelación de sus obligaciones, habiendo sido designado el Banco de la Nación Argentina como fiduciario.

59 En caso de existir incumplimiento por parte del deudor, se podrá ejecutar dicha garantía siguiendo los trámites del juicio ejecutivo o sin mediar éste en caso de que se haya previamente renunciado al mismo. El juicio ejecutivo es un juicio más breve que el ordinario, en el cual se debe presentar el contrato de hipoteca y el demandado tendrá 10 días para oponer excepciones (defenderse). El ejecutante (acreedor hipotecario) tendrá a su vez seis días para contestar y luego de dicha contestación, o habiendo vencido el plazo para realizarla, el tribunal convoca a audiencia. Si no se oponen excepciones, se pasa directamente al proceso de ejecución. En el segundo caso se elimina la oposición de excepciones y el juez debe decretar de inmediato la sentencia de remate

aunque modificada, por la Carta orgánica del Banco, estableciéndose que los títulos del bien hipotecado quedan en poder del Banco mientras dure el préstamo, debiéndose realizar éste con garantía de primera hipoteca para evitar el riesgo de concurrencia de otros acreedores con derecho preferente sobre el banco.⁶⁰

Anexo II - Estadístico

Situación en argentina

Ranking (Jul-06)	Entidades	Cartera de créditos hipotecarios	Participación	Acumulado
1	Nación	1.823	19,2%	19,2%
2	Hipotecario	1.572	16,5%	35,7%
3	Bapro	1.352	14,2%	49,9%
4	Río	1.154	12,1%	62,0%
5	Ciudad	611	6,4%	68,5%
6	Galicia	551	5,8%	74,2%
7	BBVA Francés	415	4,4%	78,6%
8	Credicoop	278	2,9%	81,5%
9	Boston	256	2,7%	84,2%
10	Suquía	172	1,8%	86,0%
	Resto	1.329	14,0%	100,0%
	Sistema	9.513	100,0%	100,0%

Banco	Stock		Variación	
	Jul-06	Dic-05	\$	%
1	928	1.154	226	24%
2	1.143	1.352	208	18%
3	472	611	138	29%
4	155	278	124	80%
5	460	551	91	20%
6	140	169	29	21%
7	102	127	25	25%
8	1.552	1.572	20	1%
9	395	415	20	5%
10	158	172	14	9%
Resto	3.124	2.870	-253	-8%
Sistema	9.513	8.865	648	7%

⁶⁰ Además se obliga al deudor a presentar anualmente al banco el comprobante que acredite el pago de la contribución inmobiliaria. Si el deudor adeuda la contribución inmobiliaria, o no satisface los créditos por concepto de pavimento, veredas, o cualquier otra carga que afecte y que, como los enumerados, tiene preferencia sobre el crédito del BHU, el Banco puede pagar agregándose la suma desembolsada al crédito hipotecario. En cuanto a los efectos de la hipoteca, la obligación de evitar el deterioro de la garantía se intensifica, ya que el BHU tiene derecho de inspeccionar el bien hipotecado y establece el seguro obligatorio. Las hipotecas comunes están limitadas al doble del importe del crédito otorgado. Las hipotecas realizadas por el BHU no tienen esta cota.

TASAS FIJA - PRESTAMOS HIPOTECARIOS ⁶¹					
BANCO	TNA	Plazo (años)	CFT	Monto Máximo	Características
BNP Paribas	8,90%	10	10,10%	Sin límite	Hasta 70% del valor de la tasación de la propiedad. Relación cuota ingreso 30%.
Galicia	12,00%	10	15,70%	250.000	Ingreso mínimo: \$1.500 Cuotas constantes o decrecientes. Para compra se financia el 70%, mientras que para refacción el 30%
Credicoop	11,80%	10	15,92%	Sin límite	Hasta 70% del valor de la tasación de la propiedad para compra, construcción, terminación, ampliación o refacción.
Ciudad	12,50%	10	16,35%	500.000	Hasta 75% para adquisición, modificación y otros destinos, y el 100% para refacción.
Hipotecario	9,75%	10	16,47%	250.000	Financiación de hasta el 70% del valor de la propiedad. Ingreso mínimo \$ 1.500
Patagonia	12,50%	10	16,50%	200.000	Hasta el 70% del valor de tasación, con un mínimo de \$10.000. Ingresos netos mensuales \$2.000.
Río	13,70%	10	16,87%	300.000	Hasta 70% para compra y si acredita haberes en el banco, hasta 75%.
BBVA Francés	13,70%	10	18,23%	300.000	Sistema Francés. Relación cuota ingreso 30%. El ingreso mínimo requerido, para personas que acreditan haberes en la entidad, es de \$1500
Río	11,50%	5		300.000	Hasta 70% para compra y si acredita haberes en el banco, hasta 75%.
Río	12,25%	8		300.000	Hasta 70% para compra y si acredita haberes en el banco, hasta 75%.
Itaú	9,75%	5		300.000	Hasta 70%. Relación cuota-ingreso 30%. Ingreso mínimo \$ 2000
Hipotecario	9,00%	5		250.000	Financiación de hasta el 70% del valor de la propiedad. Ingreso mínimo \$ 1.500
Hipotecario	9,75%	15		250.000	Financiación de hasta el 70% del valor de la propiedad. Ingreso mínimo \$ 1.500
Macro	9,75%	30		150.000	Plan Sueldo y jubilados solo Destino Adquisición Vivienda Casa Habitación

61 CFT calculado en base a un préstamo de \$ 40.000 a 10 años de plazo mediante el sistema de amortización francés, con una edad del deudor de 40 años y para una vivienda ubicada en Ciudad Autónoma de Buenos Aires

TASAS DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS - TASA VARIABLE					
BANCO	TNA	Plazo (años)	CFT(*)	Monto Máximo	Características
BNP Paribas	8,50%	10	10,23%	Sin límite	Hasta 70% del valor de la tasación de la propiedad. Relación cuota ingreso 30%.
Río	8,50%	10	11,09%	300.000	Hasta 80% para compra.
Credicoop	7,40%	10	11,16%	Sin límite	Hasta 75% del valor de la tasación de la propiedad para compra, construcción, terminación, ampliación o refacción.
Ciudad	8,00%	10	11,19%	500.000	Hasta 75% para adquisición, modificación y otros destinos, y el 100% para refacción.
Banco Provincia	8,75%	20	11,42%	400.000	La financiación alcanza al 85% del valor total del inmueble para quienes perciban sus haberes mensuales en el banco
Provincia del Neuquén	8,88%	20	11,47%	300.000	Hasta 90% para los que acreditan sueldos en el banco y 85% para el resto del público. Relación cuota-ingreso 30%
Patagonia	8,50%	10	11,99%	200.000	Hasta el 70% del valor de tasación, con un mínimo de \$10.000. Ingresos netos mensuales \$2.000.
BBVA Francés	8,70%	10	12,18%	300.000	Sistema Francés. Relación cuota ingreso 30%. El ingreso mínimo requerido, para personas que acreditan haberes en la entidad, es de \$1500
Itaú	8,40%	10	12,25%	300.000	Hasta 70%. Relación cuota-ingreso 30%. Ingreso mínimo \$ 2000
BNL	8,00%	10	12,40%	120.000	El solicitante del crédito debe ser el principal ingreso familiar. Ingreso mínimo del grupo familiar requerido: \$2.000.
Banco Provincia	9,75%	20	12,55%	400.000	La financiación alcanza al 80% para el resto de los casos
Del Chubut	9,72%	10	13,41%	100.000	Hasta 70% de la tasación del inmueble. Relación cuota-ingreso 30%.
Hipotecario	8,00%	10	14,62%	250.000	Financiación de hasta el 70% del valor de la propiedad. Ingreso mínimo \$ 2.000
Galicia	11,00%	10	14,77%	250.000	Ingreso mínimo: \$1.500 Cuotas constantes o decrecientes. Para compra se financia el 70%, mientras que para refacción el 30%
Nación	10,46%	10	14,94%	300.000	Compra de vivienda nueva 85%, para los que acreditan sueldo y 80% para los que no
Banco de Formosa	14,00%	10	17,01%	50.000	Relación cuota ingreso 25%. Ingreso mínimo solicitado \$1500.
Corrientes	10,94%	10	18,24%	150.000	Hasta 70%. Relación cuota-ingreso 25%. Ingreso mínimo solicitado \$1250.
Municipal de Rosario	13,00%	5	18,63%	40.000	Hasta el 50% del valor de tasación. Relación cuota-ingreso 25%.
Superviell e	16,08%	10	21,66%	500.000	La financiación alcanza hasta el 70% del valor total del inmueble. El ingreso mínimo es \$2.500.
Ciudad	8,00%	20		500.000	Hasta 75% para adquisición, modificación y otros destinos, y el 100% para refacción.
Del	9,72%	20		100.000	Hasta 70% de la tasación del inmueble.

Chubut					Relación cuota-ingreso 30%
Macro	BADLA R + 2,5 puntos	15		350.000	Plan Sueldo y Mercado Abierto
Patagonia	9,50%	20		200.000	Hasta el 70% del valor de tasación, con un mínimo de \$10.000. Ingresos netos mensuales \$2.000.
BBVA Francés	8,70%	20		300.000	Sistema Francés. Relación cuota ingreso 30%. El ingreso mínimo requerido, para personas que acreditan haberes en la entidad, es de \$1500

TASAS DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS - TASA VARIABLE					
Credicoop	8,30%	15		Sin límite	Hasta 75% del valor de la tasación de la propiedad para compra, construcción, terminación, ampliación o refacción.
Hipotecario	8,75%	20		250.000	Financiación de hasta el 70% del valor de la propiedad. Ingreso mínimo \$ 2.000
Río	8,00%	5		300.000	Hasta 80% para compra.
Río	14,00%	20		300.000	Hasta 80% para compra.
BNL	7,50%	5		120.000	El solicitante del crédito debe ser el principal ingreso familiar. Ingreso mínimo del grupo familiar requerido: \$2.000.
Nación	11,46%	20		\$300.000 compra y \$50.000 refacción	Compra de vivienda nueva 85%, para los que acreditan sueldo y 80% para los que no

Situación en Chile

Cartera en millones de U\$S

ENTIDADES FINANCIERAS	DIC-04			DIC-05			JUN-06		
	LCH	MHNE	MHE	LCH	MHNE	MHE	LCH	MHNE	MHE
Santander-Chile	1.026	1.856	373	739	3.070	387	655	3.583	403
De Chile	799	822	435	665	1.381	410	629	1.539	421
BBVA	218	1.047	119	166	1.326	111	152	1.441	134
De Credito e Inversiones	420	833	73	359	1.107	124	340	1.198	113
Del Estado de Chile	3.157	61	199	3.394	517	292	3.341	907	321
Scotiabank Sud Americano	127	390	8	76	591	5	66	622	4
Corpbanca	164	150	146	200	223	211	249	251	232
BankBoston, N.A.	176	109	95	234	127	68	224	123	79
Del Desarrollo	251	96	79	323	105	80	377	114	90
Bice	31	93	30	37	101	44	37	106	51
Security	56	92	17	67	73	22	67	69	33
Falabella	77	14	2	94	17	1	102	20	1
Banco Ripley	22	0	1	31	1	0	36	1	1
ABN AMRO Bank (Chile)	-	1	2	-	1	2	-	1	2
Citibank N.A.	93	1	17	59	1	10	50	1	10
Internacional	1	-	-	1	-	-	1	-	-
París	-			1			3		

Situación en Uruguay

ESTRUCTURA DE LA CARTERA SEGÚN PLAZOS Y TASAS AL 30/06/03⁶²						
DEUDORES HIPOTECARIOS EN DÓLARES						
ESTRATIFICADO DE PRÉSTAMOS SEGÚN TASA DE INTERÉS Y CUOTAS A VENCER						
CANTIDAD DE DEUDORES AL 31/07/2003						
Entorno Interés	De 1 a 60 meses	De 61 a 120 meses	De 121 a 180 meses	De 181 a 240 meses	Más de 240 meses	Total
Hasta 5,0 %	1.879	330	369	81	227	2.886
Entre 5,01 y 6,0	30	192	194	231	29	676
Entre 6,01 y 7,0	19	258	1.048	115	27	1.467
Entre 7,01 y 8,0	8	209	581	3	13	814
Entre 8,01 y 9,0	1	6	8	15	28	58
Entre 9,01 y 10,0	1		2			3
Entre 12,01 y 13,0	77	1			1	79
Total	2.015	996	2.202	445	325	5.983

DEUDORES HIPOTECARIOS EN UR						
ESTRATIFICADO DE PRÉSTAMOS SEGÚN TASA DE INTERÉS Y CUOTAS A VENCER						
CANTIDAD DE DEUDORES AL 31/07/2003						
Entorno Interés	De 1 a 60 meses	De 61 a 120 meses	De 121 a 180 meses	De 181 a 240 meses	Más de 240 meses	Total
De 0 a 3,5%	2.063	1.315	1.136	1.068	811	9.683
De 4 a 5,5 %	2.950	6.483	6.817	5.378	5.305	27.859
De 6 a 7,5 %	1.711	7.175	5.090	3.387	3.995	27.117
De 7,5 a 9,5 %	349	622	735	406	195	3.614
De 10 % o más	157	36	71	34	15	1.627
Total	7.230	15.631	13.849	10.273	10.321	69.900

PROMITENTES COMPRADORES						
ESTRATIFICADO DE PRÉSTAMOS SEGÚN TASA DE INTERÉS Y CUOTAS A VENCER						
CANTIDAD DE PROMITENTES AL 30/06/2003						
Entorno Interés	De 1 a 60 meses	De 61 a 120 meses	De 121 a 180 meses	De 181 a 240 meses	Más de 240 meses	Total
0 - 3,5 %	6.696	1.608	4.048	1.806	7.545	21.703
4 - 5,5 %	1.176	577	867	1.307	3.126	7.053
6 - 7,5 %	1.062	72	145	481	4.879	6.639
8 - 9,5 %	35	16	179	59	121	410
10 % o más	36	0	0	0	0	36
Total	9.005	2.273	5.239	3.653	15.671	35.841

62 Plan de acción del BHU

Bibliografía

- A Harvard Joint Center for Housing Studies International Housing Conference: "Framing the issues: Housing finance, economic development, and policy innovation"
- Asociación de Bancarios del Uruguay: Papel del Banco Hipotecario del Uruguay como institución financiera de la vivienda - www.aebu.org.uy
- Auguste, Sebastián y Artana, Daniel: "Desempeño de las Inversiones de los Fondos de Pensiones: El caso de Argentina, Colombia, Chile y Perú" FIEL- 2006 www.fiap.cl
- Banco Central de Chile www.bcentral.cl
- Banco Central de la República Argentina www.bcra.gov.ar
- Banco Central del Uruguay www.bcu.gub.uy
- Banco Hipotecario del Uruguay estados contables al 31 de diciembre de 2005 www.bhu.net
- Banco Interamericano de Desarrollo: "Los cimientos del crédito para la vivienda"
- Banco Río - Gerencia riesgo de individuos: "Informe gerencial de perfiles de solicitantes de crédito hipotecario", www.bancorio.com.ar
- Bank for International Settlements: "Housing finance in the global financial market" www.bis.org
- Cámara Chilena de la Construcción: Informes Gerenciales de Coyuntura. www.cchc.cl
- Casacuberta, Carlos: Encuesta Nacional de Hogares Ampliada - Módulo de Vivienda Primer trimestre de 2006 Situación de la Vivienda en Uruguay Informe de Divulgación Setiembre de 2006 www.ine.gub.uy
- Chiappe de Villa, María Luisa: "La política de vivienda de interés social en Colombia en los noventa" - CEPAL- 1999 www.cepa.cl
- Chiquier, Loïc and others: "Poland housing finance policy note" - World Bank 2006
- Chiquier, Loïc, Hassler, Olivier and Lea, Michael: "Mortgage Securities in Emerging Markets" World Bank 2004
- Daughters, Robert D., Adler, Verónica, Cuenin, Fernando, Castillo, Guillermo S.
- Soto, Walter H., McTigue, Kevin, Fros, Alejandro: "Colombia: Programa de vivienda de interés social" - BID- www.iadb.org
- de la Plaza Luis- Sirtaine Sophie: "An Analysis of the 2002 Uruguayan Banking Crisis", World Bank, December 2005
- Del Gobo, Alberto: Balance sobre la conformación de un mercado de hipotecas en Argentina - Secretaria de Defensa de la Competencia y del Consumidor.
- Ministerio de Economía.
- Delgado, Ignacio, Oliveti, Sandra, Lopez, Jorge: "El mercado de préstamos hipotecarios" www.notibancos.com.ar
- Dirección Nacional de Políticas Habitacionales de la Subsecretaría de Desarrollo Urbano y Vivienda: "Diagnóstico de la situación habitacional urbana" www.vivienda.gov.ar
- División de Desarrollo Sostenible y Asentamientos Humanos de la CEPAL, XV Asamblea general de ministros y autoridades máximas de la vivienda y el urbanismo de América Latina y el Caribe, MINURVI; X foro iberoamericano de ministros y autoridades máximas del sector vivienda y desarrollo urbano-2006 - www.minurvi.org
- División Mercado de Valores y Control de AFAP: Informe trimestral del mercado de valores -2006 www.bcu.gub.uy
- Flores Tapia, Carolina: "Financiamiento hipotecario para la vivienda" Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, www.sbif.cl
- González Arrieta, Gerardo M.: "El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina" www.cepal.cl
- Gregoire, Jorge y Zurita, Salvador: "desarrollo y perspectiva de la securitización en Chile" 2003 www.cepchile.cl
- Hassler, Olivier: "Housing Finance & Capital Markets" Financial Sector Dialogue Seminar, Buenos Aires - 2006 - www.worldbank.org
- Held, Günther: "Políticas de viviendas de interés social orientadas al mercado: experiencias recientes con subsidios a la demanda en Chile, Costa Rica y Colombia" www.cepal.cl
- Instituto de Estadística 2005: Indicadores de actividad y precios del sector inmobiliario, - www.ine.gub.uy
- Convenio Universidad de Quilmes y Subsecretaría de Desarrollo Urbano: "Indicadores y aplicación de información sobre la vivienda e la Argentina" - 2006

Instituto de Nacional de Estadística y Censo www.indec.mecon.gov

Instituto Libertad y Democracia: "Evaluación preliminar de la economía extralegal en 12 países de Latinoamérica y el Caribe. Reporte de la investigación en Argentina" www.ild.org.pe

Instituto Nacional de Estadística de España www.ine.es

Instituto Nacional de Estadística de la República Oriental del Uruguay: "Indicadores de actividad y precios del sector inmobiliario año 2005" www.ine.gub.uy

Instituto Nacional de Estadísticas: www.ine.cl

Jirón Martínez, Paola y Cortés Fuente, Alejandra: "Análisis de la política habitacional chilena y sus futuras orientaciones" Instituto de la Vivienda y Facultad de Arquitectura y Urbanismo de la Universidad de Chile: www.invi.cl

Levy Yeyati, Eduardo: "Financiamiento en la Argentina post crisis" Jornadas monetarias y bancarias del BCRA 2006- www.bcra.gov.ar

Ministerio de Economía y Finanzas www.mef.gub.uy

Ministerio de Planificación Federal www.minplan.gov.ar

Ministerio de Vivienda y Urbanismo www.minvu.cl

Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente: "Plan quinquenal de vivienda 2005-2009" www.mvotma.gub.uy

Morandé, Felipe y García, Carlos: "Financiamiento de la vivienda en Chile"- BID-2004

Plan de Acción BHU - www.bhu.net

República del Perú: "Marco de política para el restablecimiento guarantee facility project proinversion" - 2005

Rubio Rodrigo: "Housing Policy in Chile,the Evolution of dramatic Tensions" 2003

Superintendencia de AFJP www.safjp.gov.ar

Superintendencia de AFP www.safp.cl

Szalachman, Raquel: "Perfil de déficit y políticas de vivienda de interés social: situación de algunos países de la región en los noventa" www.cepal.cl

The World Bank: "Arab Republic of Egipt, Mortgage finance project" 2006.