



EXPOSICION DEL

Sr. Eugenio Velasco Morandé

PRESIDENTE DE LA CAMARA CHILENA DE LA CONSTRUCCION

**EN EL INSTITUTE FOR INTERNATIONAL RESEARCH A.G.
TALLERES SIMULTANEOS**

**"EL NUEVO MARCO REGULATORIO PARA
EL FINANCIAMIENTO INMOBILIARIO"**

NOVIEMBRE 15, 1995

I. UNA BREVE RESEÑA HISTORICA

A. Para poder referirme al tema que se me ha solicitado, resulta conveniente hacer previamente un breve comentario sobre la historia del financiamiento inmobiliario en Chile y las lecciones que se pueden deducir de ella.

1. Antes de 1960

- a) Entre la década de los '30 y el año 1960 la adquisición de bienes inmuebles dependía del esfuerzo individual de los particulares; o, para el caso de viviendas, del financiamiento que otorgaban las Cajas de Previsión a los sectores de ingresos medios y los mecanismos establecidos por el Estado para aquellos de menores ingresos.
- b) Anteriormente, desde mediados del siglo XIX, operaban en Chile instituciones financieras especializadas en crédito hipotecario, como fue la Caja de Crédito Hipotecario (1856) y el Banco Hipotecario de Chile (1883), los que emitían Bonos Hipotecarios, antecesores de la actual Letra de Crédito Hipotecaria.
- c) Durante este extenso período, el financiamiento se realizaba con créditos pactados a un interés nominal fijo. No se permitía la reajustabilidad a los préstamos, por lo que la creciente inflación se tradujo en una oferta de recursos crónicamente escasa y de plazos cada vez menores.

2. 1960: El Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo

- a) En 1960 se establece el Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo, donde se introduce la cláusula de reajustabilidad tanto a los depósitos como a los créditos, para solucionar el problema señalado.

- b) No obstante, este sistema tenía una debilidad fundamental: mientras los pasivos de las instituciones eran a la vista y podían ser retirados en cualquier momento por los titulares, los activos, conformados por los préstamos, eran a muy largo plazo. Este descalce entre activos y pasivos fue una característica que se repitió en casi todos los sistemas americanos de ahorro y préstamo.
- c) Esto no fue problema en los primeros años del sistema, pues las Asociaciones de Ahorro y Préstamo tenían el monopolio del ahorro reajutable. Los bancos no podían captar ahorros bajo esta modalidad.
- d) Sin embargo, en la segunda mitad de la década de los '70, en la medida que la economía chilena comenzó a liberalizarse y modernizarse, la autoridad económica juzgó incompatible la existencia de este monopolio del ahorro, y estableció un verdadero mercado de capitales.
- e) La decisión significó que las Asociaciones debieron competir con la banca para atraer nuevos depósitos y para mantener los antiguos. Sin embargo, los bancos, que operaban en distintas áreas de negocios, pudieron pagar mejores tasas de interés por sus captaciones, lo que significó a corto plazo que las Asociaciones entraran en una profunda crisis financiera provocada por el referido descalce de activos y pasivos.
- f) La autoridad debió intervenir las Asociaciones para darles liquidez. Estas dejaron de operar por falta de recursos y poco a poco se fueron fusionando hasta desaparecer.

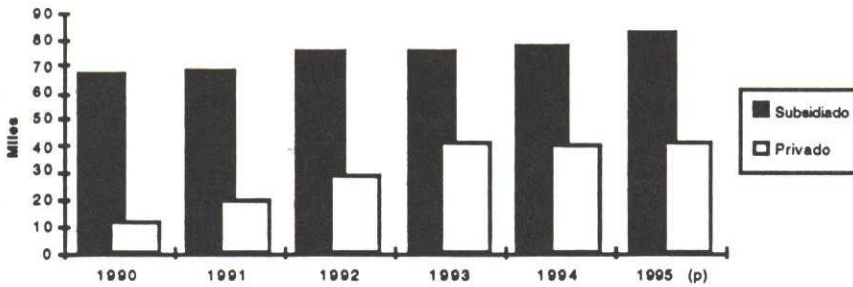
3. 1978: Las Letras de Crédito Hipotecarias

- a) Para llenar el vacío en el financiamiento de la vivienda, a inicios de 1978 se autorizó a los bancos a otorgar créditos mediante la emisión de Letras de Crédito Hipotecarias. Al día de hoy las Letras Hipotecarias pueden ser utilizadas para financiar además bienes raíces no habitacionales.
- b) En sus inicios, el mercado de capitales era incipiente, por lo que el Banco Central de Chile establece un poder comprador de letras de crédito, para aquellos préstamos de menos de UF 620, a 12 años plazo, a una tasa del 8% y una comisión del 4%. Este poder comprador funcionó entre 1978 y 1980 y alcanzó una suma de 70 millones de dólares.
- c) Hacia 1980 el propio mercado fue capaz de generar una demanda razonable por estos instrumentos, por lo que no hubo necesidad de mantener el poder comprador. Los más importantes Inversionistas Institucionales eran las antiguas Cajas de Previsión y diversos nuevos agentes que comenzaban a aparecer a raíz de la liberalización del mercado de capitales, particularmente los Fondos Mutuos de Renta Fija.
- d) Después de la reforma del sistema previsional en 1981, este sitio pasa a ser ocupado por los Fondos de Pensiones y las Compañías de Seguros de Vida.

4. 1978: El Subsidio Habitacional

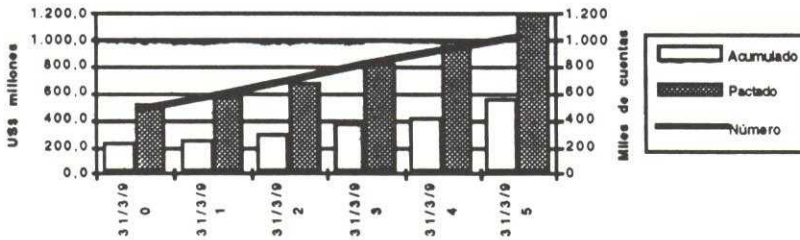
- a) Hacia fines de la década de los '70, el MINVU pone en marcha un sistema de subsidios explícitos a la demanda de vivienda que está focalizada a los sectores medios y bajos. Anteriormente, los subsidios estaban implícitos en las tasas de interés, en el valor del terreno o en los costos de construcción.
- b) Este es un sistema tripartito, donde el Estado subsidia sólo una parte del valor de la vivienda. El beneficiario debe hacer un esfuerzo y debe ahorrar para poder postular al subsidio y así acceder a una vivienda. El saldo del precio se financia con un crédito complementario otorgado por alguna institución financiera.
- c) Sin lugar a dudas el sistema ha sido muy efectivo para satisfacer las necesidades de vivienda de las personas. Como se aprecia en el siguiente cuadro, durante este año se espera que se solucionen los problemas de vivienda de cerca de 80 mil familias, a través de los diferentes programas de subsidios existentes.

Número de unidades vendidas por año



- d) Otro hecho destacable es el enorme interés de las personas por acceder a estos subsidios, como lo evidencia el creciente volumen depositado en libretas de ahorro para la vivienda, que supera los US\$ 500 millones con cerca de un millón de ahorrantes.

Ahorro para la Vivienda

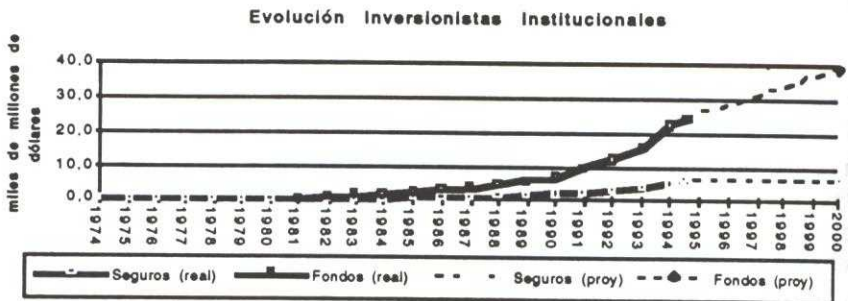


- e) Esta fuerte demanda queda evidenciada además por el hecho que hay 8 postulantes a subsidios básicos que han cumplido los requisitos para su obtención, por cada subsidio disponible.
- f) Sin embargo hay un claro déficit de oferta de financiamiento. A modo de ejemplo, los arrendatarios de viviendas básicas, PET o sus similares de antiguos programas, pagan cánones de arrendamiento que varían entre 3 y 7 veces el dividendo que pagan los deudores de esas viviendas, lo que es síntoma de una oferta de viviendas, lo que es síntoma de una oferta de vivienda insuficiente para la demanda.
- g) Esta oferta insuficiente, se debe a que la gran mayoría de las instituciones financieras prefieren operar en los préstamos de mayor monto para altos ingresos, dejando el financiamiento de las viviendas de bajo monto al Estado. Para ello se aducen al menos dos factores:
- 1) Los altos costos administrativos del otorgamiento y de operación de largo plazo de los créditos de bajo monto.
 - 2) La precariedad de la garantía hipotecaria en créditos bajos en la eventualidad de su ejecución, por el hecho que no hay un mercado secundario por estas viviendas, pues sólo se subsidian las viviendas nuevas, y las connotaciones socio-políticas que conlleva la liquidación de garantías, particularmente si se está compitiendo con entidades Fiscales, que en casos de crisis serán menos rigurosas en estos procesos.

5. 1981: El nuevo Sistema Previsional

- a) Como es de todos conocido, hasta 1981 operaba en Chile un sistema previsional de reparto, donde las pensiones de cada período se cubrían principalmente con las cotizaciones de los trabajadores activos del mismo período. Este sistema estaba sumido

- en una profunda crisis, que se arrastraba desde la década de los '60.
- La dictación del D.L. 3.500 que modificó el sistema previsional, ha sido un factor clave en el desarrollo del financiamiento habitacional, pues en la práctica ha permitido disponer de cuantiosos recursos que pueden ser canalizados a solucionar el problema habitacional.
 - En efecto, los Fondos de Pensiones y, muy especialmente, las Compañías de Seguros dedicadas a otorgar rentas vitalicias, requieren disponer de instrumentos financieros de largo plazo en que invertir los recursos que manejan. Además está decir que aquellos instrumentos derivados del financiamiento inmobiliario se ajustan perfectamente a estas necesidades, tanto en plazo como desde el punto de vista del riesgo que se asume.
 - Desde 1991 se ha ido permitiendo la inversión en diferentes tipos de bienes raíces o instrumentos derivados del negocio inmobiliario, tanto a los Fondos de Pensiones como a las Compañías de Seguros. En efecto, además de las letras hipotecarias, estos pueden invertir en acciones de sociedades inmobiliarias, cuotas de fondos de inversión, bonos securitizados, bienes raíces agrícolas y urbanos, proyectos de desarrollo inmobiliario, etc. Con todo, el volumen invertido está muy lejos de alcanzar su máximo teórico.
 - Hacia fines de este siglo, se estima que los Fondos de Pensiones y las Compañías de Seguros acumularán entre 40 y 60 mil millones de dólares, por lo que se puede concluir que no habrá escasez de recursos.



6. 1982: La crisis económica

- La crisis de 1982 tuvo un gran impacto tanto sobre el mercado inmobiliario como sobre las carteras de crédito hipotecarios.
- Las altas tasas de cesantía y la disminución de las rentas, provocaron un incremento en la morosidad de las carteras hipotecarias, que obligó a la liquidación de muchas operaciones por la vía del remate judicial.
- Como se sabe, durante los años '84, '85 y '86 se efectuaron repactaciones generales, que si bien aliviaron la situación de miles de deudores que tenían dificultad para pagar, también generaron expectativas de "perdonazos", que incluso al día de hoy afectan las carteras de crédito otorgados por el Estado.
- En efecto, parte importante de la morosidad observada en dichas carteras, parece estar más relacionada con una suerte de "cultura del no pago", fomentada por la escasa voluntad de cobro de los agentes estatales unido a una insuficiente información sobre el estado de la cobranza, que con causas objetivas como es la cesantía.
- Por otra parte, las políticas de apoyo a la banca tomadas como consecuencia de la crisis, si bien fueron necesarias en su momento, han creado un efecto secundario indeseable, que es la idea que "los bancos no quiebran", opinión que es compartida por numerosos inversionistas institucionales.

1988: El Mutuo Hipotecario Endosable

- a) En 1988 se modifica la Ley de Seguros y se autoriza a las Compañías de Seguros a invertir en este tipo de activos para respaldar sus reservas. El otorgamiento y administración de los mutuos se debe hacer a través de una Agencia Administradora de Mutuos Hipotecarios Endosables o de un Banco.
- b) A diferencia de un crédito con letras hipotecarias, donde se emiten títulos de deuda que se transan en el mercado secundario, el contrato de mutuo hipotecario endosable es el instrumento financiero. Adicionalmente es un crédito en dinero, por lo que el deudor no se enfrenta al riesgo de pérdida por venta de letras.
- c) Sin embargo los mutuos presentan una baja liquidez, sobre todo por su gran heterogeneidad. Esto no constituye por el momento una gran desventaja para las Compañías de Seguros, quienes requieren instrumentos de largo plazo para el calce de sus reservas.

1988: El Leasing Inmobiliario

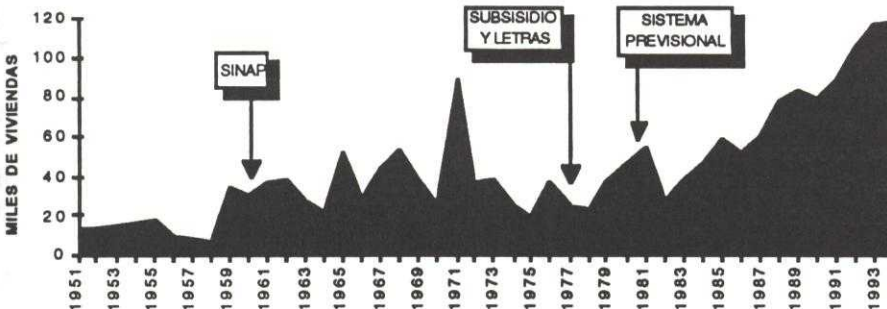
- a) Si bien la Ley de Seguros ha permitido siempre a las Compañías invertir en bienes raíces urbanos no habitacionales, fue la normativa de calce que creó una importante demanda para invertir en este tipo de activos por parte de las Compañías de Seguros de Vida.
- b) No existe una legislación especial sobre el leasing inmobiliario. Estos contratos son simplemente contratos de arrendamiento donde el arrendatario tiene la opción de adquirir el bien raíz transcurrido un plazo de tiempo, por el equivalente a una renta de arrendamiento.

El arrendamiento de viviendas

- a) Si bien el arrendamiento de viviendas no está directamente ligado al tema de esta charla, es interesante hacer algunos comentarios sobre el tema, por las enseñanzas que deja.
- b) Hasta la crisis económica de los años '30, la construcción de viviendas destinadas a los sectores populares en régimen de arriendo, fue un negocio importante y lucrativo. Muchos pequeños inversionistas invertían sus ahorros en la adquisición de viviendas para entregarlas en arriendo.
- c) Con la intención de proteger a las clases más pobres, a partir de esa década se fueron dictando normas especiales, particularmente en lo referente a los precios máximos que se podían cobrar por los arriendos y los derechos del arrendatario. Estas normas, al hacer poco atractivas estas inversiones, provocaron la fuga de los recursos hacia otras actividades, reduciéndose así la disponibilidad y las alternativas de vivienda para los sectores menos favorecidos de la sociedad.
- d) Sólo en 1982 se efectuaron las modificaciones que permitieron liberalizar el mercado de arrendamiento.

En el siguiente gráfico se puede apreciar el efecto que han tenido los distintos hitos históricos en la edificación de vivienda:

PERMISOS DE EDIFICACION



- C. ¿Cuáles son las lecciones que nos deja nuestra historia reciente? A mi entender hay cuatro grandes enseñanzas:

1. La Legislación

- a) La legislación que se redacta pensando más en proteger los intereses de los arrendatarios o los deudores que en crear las condiciones que incentiven la inversión en dichos activos, incrementan innecesariamente las tasas de interés implícitas en los contratos, por cuanto los inversionistas exigirán un elevado premio por riesgo.
- b) Además reduce las disponibilidades de financiamiento, por cuanto participarán sólo aquellos inversionistas menos aversos al riesgo. Este fue el caso del arrendamiento de bienes urbanos durante gran parte de este siglo.

2. La Reajustabilidad

- a) Los créditos de largo plazo deben tener un mecanismo de reajustabilidad, que permita proteger al inversionista de la pérdida de valor del dinero. No hacerlo significa disminuir la oferta de recursos financieros, quedando nuevamente sólo aquellos inversionistas menos aversos al riesgo.
- b) Estos exigirán una tasa interna de retorno tal que minimice su probabilidad de pérdida, para lo cual utilizarán los escenarios de mayor inflación para la determinación del TIR.
- c) Cabe destacar que, de acuerdo a artículos de prensa, el Federal Reserve de Estados Unidos está contemplando emitir bonos reajustables, que protegen al inversionista de la inflación.

3. El Calce entre activos y pasivos

- a) El sistema de financiamiento debe naturalmente generar un calce entre activos y pasivos. Aquellos sistemas que descansan tan sólo en leyes especiales son altamente riesgosos, por cuanto quedan expuestos a decisiones políticas que se traducen en su desmantelamiento, como fue el caso del SINAP.
- b) Este problema no fue exclusivo de nuestro sistema de Ahorro y Préstamo, sino también de muchos otros en América.
- c) Como corolario de lo anterior, se concluye que el financiamiento inmobiliario requiere del sistema de ahorro de largo plazo. Si no existe ahorro de largo plazo, como el que genera un sistema previsional chileno, difícilmente puede haber recursos para destinar al financiamiento de bienes inmuebles, los que, por su naturaleza, necesitan de fuentes de financiamiento de largo plazo. Este es uno de los grandes problemas que enfrentan actualmente otras naciones latinoamericanas.

4. El Rol del Estado

- a) El Estado debe focalizar su acción subsidiaria en los sectores de menores recursos, a través de subsidios explícitos muy transparentes. En este sentido la experiencia chilena ha sido muy exitosa y se está implementando en otros países latinoamericanos.
- b) Asimismo, considero que el Estado no debe actuar como acreedor, por cuanto existen fuertes incentivos a no efectuar una adecuada cobranza de los créditos, lo que incluso puede afectar el comportamiento de pago de carteras de crédito de instituciones financieras privadas. Esta situación, a su vez, incrementa el desinterés del sector privado en los segmentos de viviendas de bajo valor, por cuanto les hace reafirmar su opinión que se trata de carteras riesgosas.
- c) Por otra parte, a pesar que las carteras hipotecarias que genera el Estado tienen malos comportamientos de pago, los instrumentos que son emitidos con el respaldo de éstas (p. ej. letras hipotecarias del Banco del Estado), se transan a una baja TIR que no es coherente con la calidad de la cartera, lo que constituye una competencia desleal para entidades privadas que intenten competir en estos mercados.
- d) Esto encuentra su explicación en el hecho que los inversionistas institucionales perci-

ben que el riesgo efectivo de estos instrumentos es el mismo de un papel estatal, y no el de un título emitido por una entidad comercial.

A mi juicio este es uno de los grandes desafíos que enfrenta actualmente el financiamiento de viviendas para los sectores bajos en Chile, donde el sector privado está prácticamente ausente.

LA SITUACION ACTUAL

En Chile operan 32 bancos y 4 sociedades financieras, de los que 17 bancos y una financiera compiten en el mercado de crédito hipotecario, y 8 Agentes Administradores de Mutuos Hipotecarios Endosables.

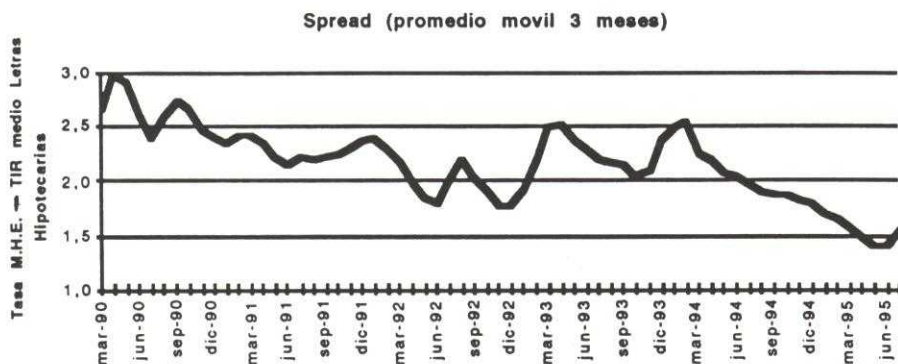
Los principales productos utilizados para el financiamiento inmobiliario son las Letras Hipotecarias para Vivienda y para Fines Generales que pueden emitir los Bancos, los Mutuos Hipotecarios Endosables, otorgados por Bancos y Agencias Administradoras y los Leasing Inmobiliarios utilizados para el financiamiento de bienes raíces urbanos con uso comercial.

Algunos bancos no han participado en este mercado, pues estiman que se requiere de una alta especialización de la administración o consideran que hay otros negocios más rentables.

No obstante, con el desarrollo del mercado de capitales y de fuentes alternativas de financiamiento, es decir, lo que se ha dado en llamar el proceso de desintermediación, han disminuido los márgenes de la banca en sus tradicionales negocios con empresas, por lo que últimamente se ha generado una fuerte competencia en el mercado de créditos personales, incluidos los hipotecarios.

En este contexto, el crédito hipotecario para la vivienda pasa a formar parte de un paquete de productos (cuenta corriente, líneas de crédito y tarjetas de crédito principalmente). Algunos, incluso, lo están utilizando como un producto gancho, es decir, otorgándolos con un muy bajo margen (spread) u ofreciendo financiar hasta un 90% del valor de la propiedad, con la esperanza de lograr un cliente cautivo para el resto de sus productos.

Esta mayor competencia, ha tenido dos efectos que favorecen a los consumidores: Una sustancial rebaja en los spread de los créditos para vivienda, las que han bajado de un 4% hacia principios de la década a un promedio del 1,5% en el mes de junio de 1995.



2. El desarrollo de nuevos productos que facilitan el acceso al crédito, como es por ejemplo el mutuo hipotecario autoajutable, que se otorga a más de 20 años, pero donde el deudor puede ejercer la opción de pagarlo en un plazo menor.
- G. Un fenómeno similar se ha detectado en los márgenes de los leasing inmobiliarios. Hoy en día es común solicitar al arrendatario un pago inicial de alrededor de un 15% del valor de la propiedad, que es equivalente al pié para los créditos hipotecarios, diferencia de la situación de hace dos o tres años donde era posible obtener financiamiento por el 100% del precio de compraventa.

III. EL NUEVO MARCO REGULATORIO

- A. Las principales modificaciones que se han efectuado en los últimos dos años tienen su origen en el deseo de solucionar los problemas que aún quedan pendientes, particularmente fomentar la participación del sector privado en el financiamiento de la vivienda de bajo monto. Me referiré brevemente a ellas, por cuanto muchos de estos temas serán tratados con mayor extensión por otros expositores a lo largo de esta conferencia.

1. Contratos de Arrendamiento con Promesa de Compraventa o "Leasing Habitacional"

- a) A pesar que la regulación primitiva del sistema data de diciembre de 1993, recién el 28 de agosto pasado se publicó la que la modifica, haciéndola operativa y compatibilizándola con la Securitización establecida en la Ley de Mercado de Valores. El Sistema espera la dictación de la normativa administrativa complementaria, la que se estima estará concluida en diciembre de 1995. Por tanto, no ha operado.
- b) Como se sabe, el leasing habitacional es un arrendamiento con promesa de compraventa. Es un sistema bastante más complejo y elaborado que los otros dos métodos de financiamiento que operan actualmente (letras hipotecarias y mutuos endosables), por cuanto consulta la actuación de varias instituciones y una multiplicidad de operaciones y contratos.
- c) Incorpora una serie de innovaciones como son un sistema de ahorro e inversión, un subsidio diferido, el descuento por planilla obligatorio para el empleador, un procedimiento de término de contrato de arrendamiento por la vía de un arbitraje, entre otras. Respecto del contrato de leasing se puede mencionar lo siguiente:
 - 1) El leasing habitacional no tiene la restricción legal consistente en que se deba aportar un pié o cuota de contado, como sí lo exige la letra de crédito o el mutuo hipotecario endosable. Sin embargo, al menos en una primera fase del desarrollo de este nuevo sistema de financiamiento, creo que será difícil encontrar financiamiento por un 100% del valor de una propiedad para la generalidad de los casos.
 - 2) Esta apreciación se funda en los siguientes aspectos:
 - a) *Garantías:*
 - i) Es evidente que un mecanismo donde se financie el 100% del valor de una vivienda, como podría ser el leasing habitacional, frente a uno donde se financia un 75%, como es el caso de los créditos hipotecarios, presentará una menor holgura entre eventuales caídas en el valor de los bienes raíces, haciendo más probables las pérdidas e incrementando el riesgo.
 - ii) De esta manera para igualar el nivel de riesgo entre el leasing habitacional y los créditos hipotecarios, es necesario que el arrendatario prominente comprador haya completado un ahorro previo.
 - b) *Sujetos de Crédito:*
 - i) El objeto de las Sociedades Inmobiliarias es adquirir viviendas para entregarlas en

arriendo con promesa de compraventa y le interesará percibir sin conflicto los arriendos a que tiene derecho. Para esto evaluará en primer término la capacidad de pago del arrendatario y sólo después la calidad de la "garantía".

Desde el punto de vista de los Inversionistas Institucionales, financiar el 100% del valor de una propiedad significa que se financiaría a personas que presentan un mayor grado de riesgo.

En efecto, se puede demostrar que otorgar un leasing por el 100% del valor de una propiedad, significa que se está financiando a una persona que ha sido incapaz de ahorrar, teniendo rentas superiores a las de otra que toma un crédito hipotecario, quien debe acumular un ahorro previo del 25% del valor de la vivienda, con una renta inferior.

Por otra parte, en el Leasing Habitacional, intervienen instituciones existentes, como son los Bancos e Instituciones Financieras y sus Compañías de Leasing filiales y las Cajas de Compensación, y se crean otras nuevas como las Sociedades Inmobiliarias y las Administradoras de Fondos para la Vivienda, las que serán supervigiladas por la Superintendencia de Valores y Seguros. De estas nuevas se puede destacar lo siguiente:

1) *Sociedades Inmobiliarias:*

Se estima que las Sociedades Inmobiliarias actuarán como financistas, es decir, adquirirán las viviendas elegidas por los arrendatarios que son "sujeto de crédito". Es poco probable que intervengan en el negocio inmobiliario propiamente tal, ya que requieren rotar el capital rápidamente.

2) *Administradoras de Fondos para la Vivienda:*

a) Uno de los grandes impactos que tendrá el sistema de leasing habitacional, será sobre el ahorro que se canalice a través de los Fondos para la Vivienda.

b) Como se indicó, hay más de un millón de libretas de ahorro para la vivienda, con un saldo acumulado de más de US\$ 550 millones, que han presentado una rentabilidad histórica del 3,5% real anual. Los Fondos para la Vivienda permitirán a los ahorrantes tener una rentabilidad de largo plazo cercana a las AFP, al capturar rentabilidades de instrumentos que hoy no están al alcance del ahorro popular.

2. **Securitización de Mutuos Hipotecarios Endosables y Leasing Habitacionales**

a) Una de las principales innovaciones introducidas en la Ley de Mercado de Valores en marzo de 1994, corresponde a las Sociedades Securitizadoras, sobre las cuales se expondrá en detalle más adelante.

b) Su objetivo exclusivo es la adquisición de letras hipotecarias, mutuos hipotecarios endosables, contratos de arrendamiento con promesa de compraventa (leasing habitacional) y otros títulos susceptibles de ser adquiridos según determine la Superintendencia de Valores y Seguros, y la emisión de títulos de deuda de corto y largo plazo.

c) Se estima que la securitización en Chile tendrá un impacto positivo sobre las colocaciones de mutuos hipotecarios endosables y contratos de arrendamiento con promesa de compraventa, por cuanto para un inversionista institucional es más atractivo un instrumento de largo plazo líquido con un activo mercado secundario, que el mutuo hipotecario propiamente tal, por ejemplo, que es de muy difícil liquidación.

d) Es importante destacar aquí que es esencial la Securitización para el desarrollo del leasing habitacional, ya que es la única vía por la cual se pueden canalizar los recursos financieros desde los inversionistas institucionales a este sistema de financiamiento.

e) Asimismo los bonos securitizados pueden ser adquiridos por los Fondos de Pensiones, lo que no ocurre actualmente con los mutuos ni con los leasings habitacionales.

f) Por otra parte, una de las grandes ventajas que presenta la Securitización, es la posibilidad de emitir bonos que se ajustan a las necesidades particulares de los distintos

inversionistas institucionales, utilizando lo que se ha denominado "ingeniería financiera".

3. Ley de Perfeccionamiento de Sistema de Financiamiento Habitacional

- a) Recientemente el Congreso ha aprobado una ley que facilita las operaciones de financiamiento habitacional.
- b) Esta legislación permite establecer cláusulas de carácter general, que se archivan separadamente de la escritura pública, entendiéndose que forman parte integrante de esta última. El modelo de cláusulas comunes queda inscrito en el Registro de Hipotecas y Gravámenes respectivo. Esto es especialmente útil para los Mutuos Hipotecarios, por cuanto reduce el número de carillas de cada escritura. Hay que recordar que en los Mutuos Hipotecarios Endosables, el instrumento financiero es el mismo contrato de mutuo, por lo que hay que mantenerlo resguardado, encareciendo los costos de archivo si cada escritura es muy voluminosa.
- c) Asimismo, para el caso de los Mutuos Hipotecarios Endosables, permite otorgar varias copias autorizadas y sólo una única copia endosable. Además se facilita su novación.
- d) Desde un punto de vista de riesgo, se homogeneizan los distintos sistemas. De esta manera se hacen aplicables al Mutuo Hipotecario Endosable, el juicio especial hipotecario que contempla la Ley de Bancos y se permite el descuento por planilla en los mismos términos que establece la ley de leasing habitacional, tanto para los Mutuos Hipotecarios Endosables y los créditos hipotecarios bancarios financiados con Letras.
- e) Sin lugar a dudas, las disposiciones contenidas en este cuerpo legal, respaldarán las futuras emisiones de bonos securitizados, por cuanto permitirán reducir el riesgo de crédito de los activos que respaldarán dichas emisiones.

B. Como mencioné, uno de los grandes desafíos pendientes es el fomento de la participación del sector privado en el crédito para viviendas de bajo monto. Con esta finalidad, se han efectuado algunas experiencias que se enmarcan dentro de este nuevo marco regulatorio. Entre estas destacan:

1. Programa MINVU - AID

- a) A comienzos de este año, CORFO licitó tres cupos de US\$ 3 millones cada uno, para el financiamiento de viviendas de hasta UF 670 de valor. Estos fueron adjudicados por dos Agencias Administradoras y un Banco. Dentro de los próximos meses se efectuaría una segunda licitación por un total de US\$ 10 millones.
- b) Estos recursos son a largo plazo (30 años), y se contempla un mecanismo que facilita la securitización de los créditos otorgados.

2. Subsidios

- a) Para incentivar la participación de la empresa privada en el financiamiento de viviendas de bajo valor, el Ministro de la Vivienda ha planteado establecer un subsidio al otorgamiento de créditos, de manera de cubrir una parte de estos costos.
- b) Asimismo en el futuro se podrán adquirir con subsidio habitacional desde un primer momento viviendas usadas. Se estima que esto permitirá el desarrollo de un mercado de viviendas usadas, que hoy no existe. La demanda por este tipo de viviendas indirectamente reducirá el riesgo de los sistemas de financiamiento de viviendas de bajo valor, por cuanto permitirá liquidar las viviendas de deudores fallidos a un mejor precio que en la actualidad.

IV. EL FUTURO

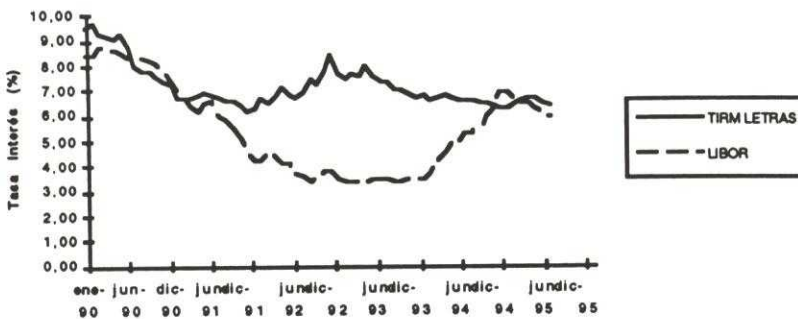
A. Uno de los hechos más trascendentales de los últimos tiempos, es la tendencia a la internacionalización de las economías. Los temas que quizás más impactarán el financiamiento inmobiliario a mi entender son:

1. Ley de Bancos y el Acuerdo de Basilea

- Como se sabe, el Acuerdo de Basilea es un intento de homogeneización de los requerimientos mínimos de capital de los bancos que operan internacionalmente, de manera tanto de asegurarles un mínimo de solvencia como de disminuir las distorsiones en la competitividad entre bancas sujetas a regulaciones diferentes.
- En este sentido, el beneficio para Chile radica en que la adecuación a normas internacionalmente aceptadas eventualmente generaría una disminución en los costos de captar recursos en el exterior.
- El Acuerdo de Basilea sugiere determinar el capital mínimo de un banco dependiendo de la estructura de los activos. De esta manera, el capital total de un banco debe ser mayor o igual al 8% de los activos riesgosos.
- Los activos riesgosos corresponden a la suma de todos los activos ponderados por parámetros predeterminados que sugieren diferentes niveles de riesgo. Este parámetro para los préstamos garantizados por hipotecas sobre viviendas, es de un 50%.
- En los últimos días, el Ministerio de Hacienda ha enviado una proposición al Congreso, donde, entre otras materias referentes a la Ley de Bancos, dispone establecer este parámetro en un 75%.
- Este tratamiento aplicable a los créditos hipotecarios tendrá como resultado ampliar la capacidad de colocación que tienen los bancos actualmente.

2. Liberalización de la Cuenta de Capitales

- La sustancial caída en tasas de interés que han experimentado los créditos hipotecarios en los últimos meses, se debe a la competencia entre las distintas instituciones financieras, que han reducido sus márgenes sustancialmente, como se ha indicado anteriormente. La disminución podría haber sido mayor si no se hubiera establecido un encaje para limitar el flujo de capitales hacia el país durante 1992.



- El cuadro anterior sólo permite comparar las tendencias entre la TIR media de letras hipotecarias, que se expresa en pesos reales, y la tasa LIBOR de 180 días, que está expresada en dólares nominales. Se puede apreciar que como consecuencia de la intervención del Banco Central, se desasoció la tasa interna con la tasa externa.
- Al día de hoy, las tasas internas siguen estando por sobre las internacionales, si bien la brecha ha disminuido. Con todo se estima, que de liberalizarse la cuenta capitales, la TIR interna podría bajar en 1 punto.

3. El Nafta

- a) Tarde o temprano Chile se incorporará a este acuerdo. A diferencia de México, donde la banca estaba fuertemente regulada, estimo que el impacto sobre el mercado de financiamiento será menor, por cuanto la banca que opera en Chile ya es extremadamente competitiva e innovadora.
 - b) Sin embargo, el mayor acercamiento a las economías de América del Norte, probablemente facilitarán negocios novedosos como es la securitización de carteras hipotecarias nacionales en mercados estadounidenses o el uso más frecuente de mercados de derivados ya establecidos en bolsas del hemisferio norte, por ejemplo para cubrir riesgos de variación de tasas de interés.
- B. Sin lugar a dudas la situación del financiamiento inmobiliario en Chile se compara muy favorablemente con otros países. Hemos aprendido numerosas lecciones que no debemos olvidar, y sobre ellas ir solucionando los problemas que aún subsisten.