



Financiamiento de la vivienda en Chile

Alejandro Alarcón
Edgardo Demaestri
Bernardita Piedrabuena

**Banco
Interamericano de
Desarrollo**

Instituciones para el
Desarrollo

División de Mercados
de Capital e
Instituciones
Financieras

NOTA TÉCNICA

IDB-TN-693

Septiembre 2014

Financiamiento de la vivienda en Chile

Alejandro Alarcón
Edgardo Demaestri
Bernardita Piedrabuena



Banco Interamericano de Desarrollo

2014

Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo

Financiamiento de la vivienda en Chile / Alejandro Alarcón, Edgardo Demaestri, Bernardita Piedrabuena.
p. cm. — (Nota técnica del BID ; 693)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Housing—Finance—Chile. 2. Rental housing—Finance—Chile. 3. Real estate business—Chile. 4. Mortgage loans—Chile. I. Demaestri, Edgardo C. II. Piedrabuena, Bernardita. III. Banco Interamericano de Desarrollo. División de Mercados de Capital e Instituciones Financieras. IV. Título. V. Serie. IDB-TN-693

<http://www.iadb.org>

Las opiniones expresadas en esta publicación son exclusivamente de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.

Se prohíbe el uso comercial no autorizado de los documentos del Banco, y tal podría castigarse de conformidad con las políticas del Banco y/o las legislaciones aplicables.

Copyright © 2014 Banco Interamericano de Desarrollo. Todos los derechos reservados; este documento puede reproducirse libremente para fines no comerciales.

Contacto: Edgardo Demaestri: edgardodm@iadb.org

Resumen

Tomando como punto de partida un diagnóstico preliminar sobre la problemática y el grado de profundidad alcanzado por el financiamiento de vivienda en Chile, y sobre la base de entrevistas y una encuesta a actores principales del mercado, el presente documento analiza la evolución y situación actual del financiamiento de vivienda. El análisis se focaliza en factores clave relacionados con el funcionamiento de los mercados financieros, la regulación financiera y el marco legal, los aspectos institucionales, y las características del mercado de alquileres. El trabajo se refiere especialmente a temas de particular interés, tales como la utilización de bonos hipotecarios y la securitización, el papel de la regulación prudencial, la importancia de la unidad de fomento, la política de subsidios, y el papel de la banca pública. Se exploran los desafíos futuros del financiamiento de vivienda y se presentan recomendaciones de política. Asimismo, se identifica un conjunto de lecciones aprendidas que pueden ser de utilidad tanto para Chile como para otros países de América Latina y el Caribe. Este estudio forma parte de una iniciativa de investigación más amplia que el Banco ha estado encarando con el propósito de respaldar el desarrollo del financiamiento a la vivienda. La iniciativa incluye una serie de estudios temáticos y de diagnóstico encarados para una muestra representativa de países de la región.

Códigos JEL: E44, E51, G14, G21, G28, L85, R31

Palabras clave: ahorro previo, banca pública, Chile, crédito hipotecario, financiamiento de vivienda, garantía, institucionalidad, leasing habitacional, marco legal, mercado inmobiliario, políticas públicas, regulación, securitización, subsidios, supervisión

Índice

1.	Introducción	3
2.	Contexto Actual.....	4
2.1.	Situación de la vivienda	4
2.2.	Comportamiento del mercado inmobiliario en los últimos años.....	7
2.3.	Instrumentos para el financiamiento de la vivienda.....	10
2.4.	Indicadores de riesgo.....	13
2.5.	Tasas de interés	13
3.	Temas de interés.....	14
3.1.	Mercados financieros	14
	Bonos hipotecarios	14
	<i>Leasing</i> habitacional.....	15
	Securitización	19
3.2.	Regulación financiera y aspectos legales	20
	Protección a los consumidores	20
	Contratación de seguros	20
	Regulación prudencial.....	21
	Marco regulatorio	22
3.3.	Aspectos institucionales	23
	La importancia de la Unidad de Fomento	23
	Política pública de subsidios para adquisición de viviendas.....	24
	El papel de la banca pública de Chile.....	30
3.4.	Características del mercado de alquileres	31
	Arrendamiento inmobiliario.....	31
4.	Recomendaciones de política y lecciones aprendidas.....	34
4.1.	Recomendaciones de política	34
4.2.	Lecciones aprendidas del caso chileno. Recomendaciones preliminares para otros países.....	38
	Referencias	41

1. Introducción

El financiamiento de la vivienda en Chile ha tenido un crecimiento y desarrollo exuberante en los últimos 25 años. Dicho comportamiento ha llevado a Chile a ser uno de los países de la región con mayor grado de profundidad en el mercado de financiamiento a la vivienda.

Numerosas reformas económicas fomentaron el desarrollo de un mercado financiero y de capitales con acceso a recursos de largo plazo que facilitaron el financiamiento de la vivienda. Entre ellas se pueden mencionar: i) la creación de una unidad de cuenta indexada a la inflación creíble y transparente; ii) la liberalización de los mercados financieros junto con la implantación de una supervisión financiera eficaz y sólida; iii) la reforma previsional de comienzos de los años ochenta, y iv) la consolidación de un marco macroeconómico capaz de brindar estabilidad a la economía.

A nivel de políticas públicas, desde inicios de los años setenta existió una política social de Estado destinada a satisfacer las necesidades de vivienda de los grupos con más dificultades de acceso a los mercados privados de financiamiento, que fue focalizándose progresivamente en subsidios a la demanda.¹ Dicha política logró cerrar las brechas cuantitativas de vivienda de esos grupos.

Durante todo este período, los instrumentos utilizados principalmente por los bancos para movilizar el financiamiento para la compra de vivienda fueron mutando, adaptándose a las circunstancias regulatorias y de mercado del momento. Así, hasta principios de 2004 el financiamiento a través de letras hipotecarias fue el principal instrumento utilizado para el otorgamiento de financiamiento para la compra de vivienda. A partir de entonces, los créditos hipotecarios (mutuos) comenzaron a ganar importancia. En el caso de Chile, la titularización o securitización fue una experiencia con desarrollo limitado; en tanto que el *leasing* habitacional no ha logrado penetrar en el mercado.

Por otra parte, el financiamiento de BancoEstado —el banco público de Chile— se concentró en propiedades de bajo valor que adquirieron familias de bajos ingresos. El mayor riesgo crediticio que implican estos deudores explica el deterioro registrado en la cartera de la institución en los últimos años, sumado a la falta de ejecución de los créditos impagos en 2009 y 2010. Esto se convirtió en un importante factor de riesgo debido a la importancia que tiene la cartera hipotecaria en el BancoEstado.

Pese a los avances y el liderazgo regional de Chile en materia de financiamiento de vivienda, persisten espacios de posibles mejoras en este mercado. Según el trabajo de Bebczuk y Demaestri (2012), donde figuran encuestas a diferentes actores del mercado, algunos obstáculos relevantes para el funcionamiento del mercado de financiamiento de

¹ Véanse Morandé y García (2004) y UN-Habitat (2009) para más detalles.

² Esto no está respaldado por evidencia, pues aun en períodos de escasez de financiamiento en los

la vivienda en Chile serían: i) la falta de acceso por parte de los bancos a líneas de financiamiento nacional e internacional a largo plazo;² ii) la poco atractiva combinación entre rentabilidad/riesgo de los créditos hipotecarios respecto de otros productos (desde la perspectiva de los bancos); iii) los rigurosos requisitos de documentación requeridos por la regulación; iv) la falta de un esquema de subsidios a la demanda de créditos hipotecarios para familias de ingreso medio, y v) la ausencia de un mercado de alquiler para fines de vivienda.

A partir de este diagnóstico preliminar, y teniendo en cuenta el grado de profundidad alcanzado por el financiamiento de vivienda en el país, el presente documento analiza el desarrollo y la situación del mercado de financiamiento de la vivienda en Chile, enfocándose en factores clave relacionados con el funcionamiento de los mercados financieros, la regulación financiera y el marco legal, los aspectos institucionales, y las características del mercado de alquileres. Asimismo, se exploran los desafíos futuros y se identifican un conjunto de recomendaciones de política y lecciones aprendidas que pueden ser de utilidad tanto para Chile como para otros países. En la segunda sección se analizan la situación actual de la vivienda en Chile y la evolución reciente del mercado inmobiliario y el financiamiento de la vivienda. En la tercera sección se presentan y analizan los temas específicos que resultan relevantes para entender el funcionamiento y desarrollo del mercado de financiamiento de la vivienda. En la cuarta y última sección se presentan las recomendaciones de política y las lecciones aprendidas a la luz de la evidencia presentada en las secciones anteriores.

2. Contexto Actual

2.1. Situación de la vivienda

Al igual que muchos países de América Latina, Chile vivió un acelerado proceso de urbanización a mediados del siglo XX, resultado de la migración campo–ciudad. Esta migración dio origen a las mayores demandas por vivienda y localización urbana. A partir de 1980 la migración campo–ciudad se ha reducido hasta casi desaparecer; sin embargo, las ciudades chilenas continúan creciendo de forma importante. A pesar de este crecimiento, las áreas urbanas ocupan solo el 0,3% del total del territorio nacional, y aún si se consideran únicamente los suelos agrícolas, que de todas formas se han expandido, las ciudades representan menos del 5%.

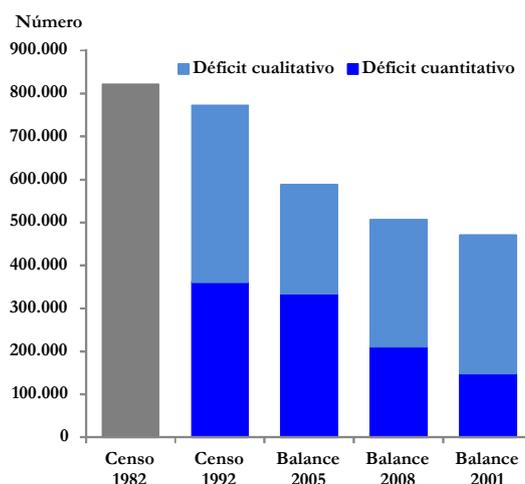
El crecimiento se asocia con una importante mejora en la cobertura de los servicios básicos para la población, lo que incide en su mejor calidad de vida y refleja el mayor nivel de formalización de la vivienda. Sin embargo, el aumento del ingreso y la progresiva disminución del déficit cuantitativo imponen desafíos para la ciudad, generando nuevas demandas de vivienda y espacios públicos de mejor estándar y contribuyendo al impulso del desarrollo urbano. Otros factores que impulsan el

² Esto no está respaldado por evidencia, pues aun en periodos de escasez de financiamiento en los mercados internacionales de crédito, el país ha gozado de financiamiento abundante.

crecimiento urbano de Chile son el aumento de la tasa de motorización, la disminución del tamaño de los hogares y el aumento del número de hogares unipersonales.

En cuanto al déficit habitacional, ha ido disminuyendo consecutivamente desde 1982, impulsado por la fuerte reducción del déficit cuantitativo. Sin embargo, se observó en el período un aumento del déficit cualitativo de las viviendas (Gráfico 1).³

Gráfico 1
Reducción del déficit habitacional de interés social
Número de viviendas

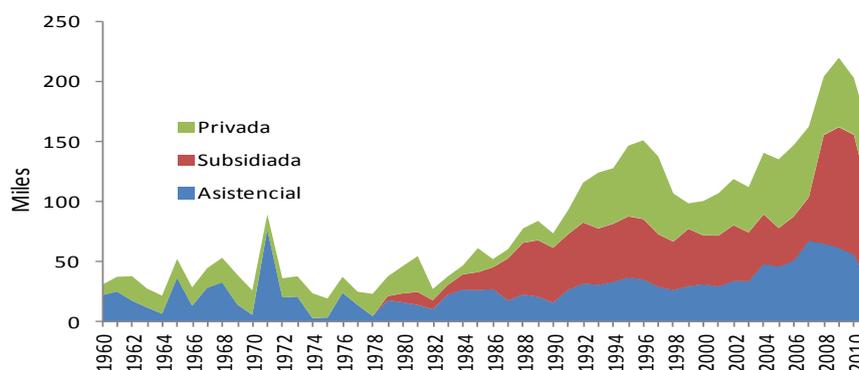


Fuente: “Oportunidades de mercado para atender la vivienda y desarrollo urbano. La experiencia chilena”, presentación de Javier Hurtado Cicarelli, Cámara Chilena de la Construcción (CChC).

La reducción del déficit habitacional se ha logrado principalmente gracias al importante aumento de la construcción de viviendas registrado a partir de mediados de los años ochenta. En particular, la actividad subsidiada (público-privado) comenzó a cobrar importancia desde entonces (Gráfico 2), y durante los últimos diez años se han entregado en promedio más de 100.000 subsidios al año. El gasto público en vivienda como porcentaje del PIB de Chile es superior al que registran la gran mayoría de los países desarrollados, debido a que en Chile la mayoría de los subsidios son para la compra de viviendas, lo que a su vez incide en el alto porcentaje de propietarios que posee el país. Paralelamente, el aumento de la inversión en vivienda de origen privado que comenzó a mediados de los años ochenta potenció el aumento de la construcción de viviendas.

³ Se entiende por déficit cualitativo aquel que se relaciona al hacinamiento de las viviendas y a viviendas que necesitan reparación y/o ampliación.

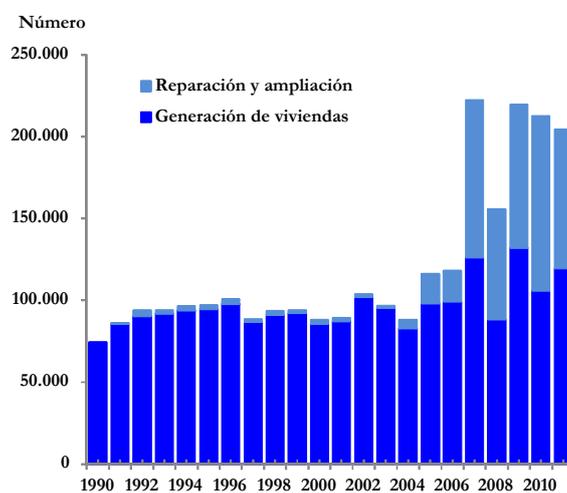
Gráfico 2
Evolución de la construcción habitacional
Miles de viviendas



Fuente: CChC.

La entrega y el pago de subsidios para la generación de viviendas fueron protagonistas hasta 2005. A partir de ese año, se incrementaron fuertemente los subsidios para la reparación y ampliación de las viviendas, a fin de combatir el déficit cualitativo. Específicamente, la entrega de subsidios para reparación se intensificó a partir de 2007. En tanto, el pago de estos subsidios comenzó con fuerza en 2008 (Gráfico 3).

Gráfico 3
Tipo de subsidio otorgado



Fuente: Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU).

*Incluye Programa Regular y Reconstrucción.

En Chile, la mayoría de los residentes de viviendas son propietarios. En efecto, desde los años noventa, alrededor del 80% de los residentes son propietarios. Esta proporción es muy alta en comparación con la que exhiben otros países (Cuadro 1).

Cuadro 1
Propiedad de la vivienda y PIB por habitante

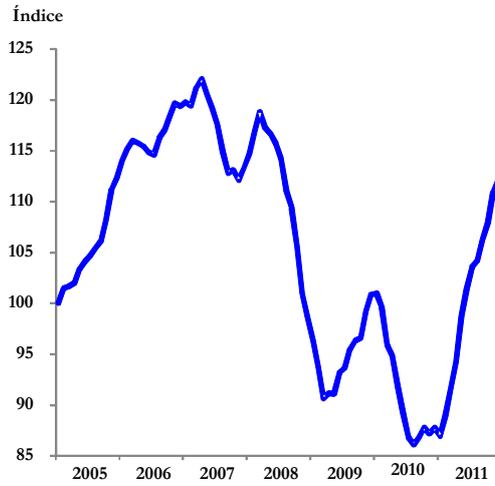
	% propietarios	PIB por hab. (US\$ PPA)
España	85%	30.621
Grecia	83%	30.535
Italia	80%	31.909
Irlanda	77%	41.282
Australia	70%	39.231
Reino Unido	69%	36.496
Estados Unidos	68%	46.436
Suecia	61%	37.905
Japón	60%	32.443
Francia	55%	34.208
Alemania	42%	36.449
Rep. Checa	47%	25.232
Portugal	76%	24.021
Argentina	73%	14.559
Brasil	69%	10.427
Perú	74%	8.647
Chile	80%	15.331

Fuente: “Oportunidades de mercado para atender la vivienda y desarrollo urbano. La experiencia chilena”, presentación de Javier Hurtado Cicarelli, CChC.

2.2. Comportamiento del mercado inmobiliario en los últimos años

Recientemente, los niveles de actividad del mercado inmobiliario han experimentado una visible expansión, a pesar de la desaceleración experimentada por la economía a fines de 2008 y durante 2009 (Gráfico 4). En 2011, las ventas de viviendas a nivel nacional se incrementaron en un 25,3% –alrededor de 60.000 unidades–, mientras que durante los primeros cinco meses de 2012 ascendieron a 27.390 unidades, lo que da cuenta de una nueva y elevada variación anual de 24,3%. Por su parte, el crecimiento en la oferta de viviendas ha sido menos dinámico que el de las ventas. En particular, entre enero y mayo de 2012 la oferta se expandió en un 14,1%.

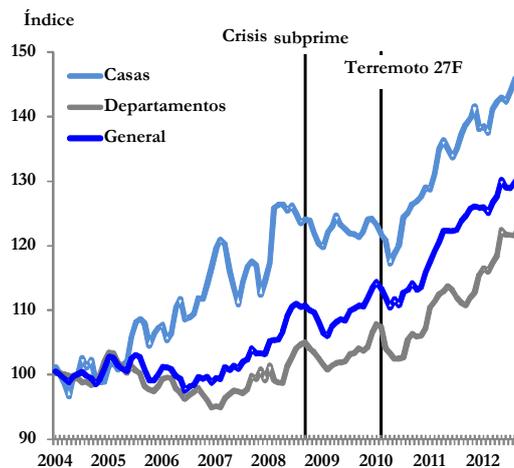
Gráfico 4
Venta de viviendas
Índice real, promedio móvil 12 meses



Fuente: CChC.

Paralelamente, en los últimos años se ha observado un aumento importante del precio de las viviendas. De acuerdo con el estudio realizado por la Cámara Chilena de la Construcción (2012), donde se analiza la evolución de los precios de las viviendas desde 2004 hasta 2012, se detectó un alza considerable de los precios de los bienes raíces, especialmente en los últimos tres años. De hecho, el valor promedio de las casas en 2011 fue de 3.400 UF (US\$153.668), es decir, un 13,3% superior al observado en 2010 y un 26% superior al observado en 2009 (Gráfico 5).

Gráfico 5
Índice real de precios de viviendas



Fuente: CChC.

El crecimiento del valor de los inmuebles se explica por varios factores, entre los que se destacan: el refugio de los inversionistas en bienes raíces a causa de las crisis económicas, mayores parámetros de calidad de las construcciones debido a exigencias normativas, el encarecimiento del precio de los suelos, una política monetaria más expansiva y un desarrollo sostenido de la economía que ha impulsado el aumento de los costos.

Si bien el aumento de los precios es real y se explica por los factores enunciados anteriormente, en lo sustantivo, se ajustaría a los fundamentos de la economía e iría alineado con el crecimiento de diversas variables en el país tales como la baja tasa de desempleo, el incremento de los salarios y la estabilidad de las tasas hipotecarias. Por otra parte, en el caso de Chile, se observa que el aumento del precio de las viviendas es bastante similar al del PIB. Según el Banco Central, las estimaciones muestran que el crecimiento agregado de los índices de precios estratificado y hedónico está suficientemente en línea con la evolución de la actividad económica y las tasas de interés de largo plazo.

A su vez, el Estado ha contribuido con el aumento del precio de las viviendas al restringir los beneficios tributarios, por ejemplo, en relación con la devolución parcial del IVA para la construcción de viviendas con un valor superior a 4.500 UF (US\$210.395). En efecto, a partir del 1 de julio de 2009 comenzó a regir la Ley 20.259, que estableció que el beneficio del IVA rebajado para la construcción de viviendas (crédito por el IVA de 65%, lo que implica una tasa efectiva de 6,65%) desaparecería para las viviendas de valor igual o superior a 4.500 UF a partir de dicha fecha. El impacto de esta medida ha sido variable, pero es claro que desde entonces no se aplica la devolución parcial del IVA a partir de las 4.500 UF, lo que puede representar entre un 5 y 6% del costo de la construcción que, como se sabe, es parte importante del precio final de la vivienda. En todo caso, el efecto en las ventas ha sido menor, dado que el segmento de compradores de vivienda sobre ese monto puede absorber un pequeño aumento en el valor de venta (aunque no más allá de un 8 ó 10%). Asimismo, cabe destacar que en algunos casos las empresas vendedoras asumieron los mayores costos, debido a la alta competencia que existe en el mercado inmobiliario actual.

Por otro lado, la estructura de financiamiento de los proyectos y la incertidumbre del ciclo económico han llevado a que la industria bancaria no preste el 100% del costo de los proyectos, sino que exija capital propio a las empresas del sector, lo que también ha contribuido al aumento del valor de las viviendas.

El comportamiento del mercado inmobiliario y del valor de las viviendas ha llevado a algunos analistas a predecir la existencia de una burbuja en este mercado. Sin embargo, el Banco Central de Chile reportó en su Informe de Estabilidad Financiera que no existe evidencia de burbujas en el sector⁴, aunque recalcó que en los últimos dos años se generó una dinámica de aumentos de precios de viviendas residenciales en ciertas comunas que no se había observado anteriormente. En la práctica, lo que se ha

⁴ Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*, primer semestre de 2013.

detectado son aumentos significativos de precios en algunos nichos, derivados de movimientos dinámicos dentro de la ciudad y que están íntimamente relacionados con los precios de esas viviendas, ya sean destinadas a habitación u oficinas. Estos nichos corresponden a patrones ligados a zonas geográficas de Santiago, modas y expectativas de plusvalías ligadas al desarrollo de carreteras y ampliaciones del metro en la capital, entre otras. Los principales movimientos detectados últimamente son proyectos en Providencia–Ñuñoa con un rebalse de demanda de un sector a otro de la ciudad. Otros son La Dehesa–Chicureo, La Reina–Peñalolén y Santiago Centro–Estación Central, que toman unos cinco años en constituir una masa crítica de proyectos. Todos estos proyectos obedecen a planos reguladores que restringen la altura y densidad de las edificaciones, entre otros. Lo anterior revela la escasez de espacio que existe en Santiago. Este factor y las restricciones regulatorias están repercutiendo en el costo de armado de los proyectos y, en consecuencia, se produce un aumento de los precios.

En el mismo sentido, el precio de los alquileres depende casi exclusivamente de las leyes de la oferta y demanda, lo que desestima que se esté produciendo algún tipo de burbuja especulativa en ese mercado. La experiencia muestra que los alquileres son predictores de las burbujas. Estas están precedidas por la generación de una "demanda falsa", ya que muchos inversionistas que desean aprovechar el aumento del valor de las propiedades irrumpen en el mercado cerrando al inicio de la obra (en verde) y cediendo su promesa cuando la obra está por terminarse. Si a la propiedad la compra un usuario final no hay problema, pero si se trata de un inversionista, el alquiler será la renta de su inversión. Para que la inversión sea rentable debe haber arrendatarios que paguen lo esperado por la inversión. Si no hay arrendatarios o si existen pero están dispuestos a pagar una cantidad muy inferior a la esperada, se desinfla la burbuja y esto empieza a impactar en los precios de los bienes raíces. En términos generales, en el mercado chileno actual sigue habiendo demanda real de alquileres a precios altos, los que han subido conforme con el valor de los activos.

Por otro lado, existen algunos compradores que buscan inflar artificialmente el precio de las propiedades (especuladores) y tratan de aprovecharse de la información asimétrica. Las inmobiliarias han reaccionado claramente al no aceptar cesiones a precios distintos de su valoración de mercado, o sólo aceptando precios que procuran eliminar utilidades anormales de los especuladores.

2.3. Instrumentos para el financiamiento de la vivienda

En los últimos 10 años se ha observado un incremento importante de la cartera hipotecaria como proporción del total de activos de los bancos. Dicha tendencia se ha visto afectada desde la caída de *Lehman Brothers* a fines de 2008, tal como se observa en el Cuadro 2. No obstante, los créditos hipotecarios siguen creciendo por sobre la tasa de crecimiento del PIB.

Cuadro 2
Préstamos por tipo de operación
Porcentaje de la suma de los créditos comerciales, de consumo, vivienda y
comercio exterior

Tipo de colocaciones	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Sep-12
Comercial	57,8%	62,6%	62,0%	62,5%	60,4%	58,9%	56,5%	58,6%	57,2%	57,1%	54,3%	56,2%	55,1%	54,7%	50,5%
Consumo	11,7%	9,4%	8,9%	8,5%	9,5%	10,6%	11,2%	12,4%	13,0%	13,0%	12,2%	12,6%	13,0%	13,1%	14,8%
Vivienda	19,3%	18,0%	18,7%	18,3%	19,3%	20,8%	22,3%	20,9%	20,6%	20,6%	23,3%	25,5%	26,1%	25,0%	27,0%
Comercio exterior	11,2%	10,0%	10,3%	10,6%	10,8%	9,7%	10,0%	8,2%	9,2%	9,3%	10,2%	5,7%	5,8%	7,2%	7,7%

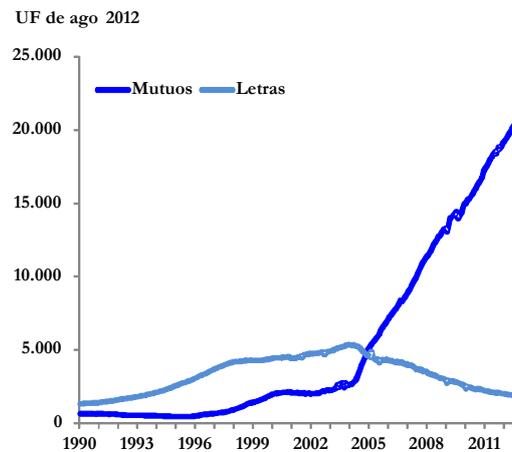
Crecimiento
Variación del porcentaje real anual

Tipo de colocaciones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Sep-12
Comercial	3,8%	7,9%	-1,1%	2,1%	9,9%	13,8%	13,2%	14,6%	5,4%	1,9%	2,4%	10,7%	11,9%
Consumo	-1,7%	3,8%	13,2%	15,3%	19,3%	23,6%	21,7%	7,8%	-2,3%	2,2%	8,3%	12,7%	15,8%
Vivienda	5,1%	4,2%	6,2%	12,3%	18,8%	16,2%	14,6%	16,2%	10,8%	8,6%	8,5%	7,6%	8,9%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF).

Las dos principales formas de financiamiento a la vivienda utilizadas en Chile han sido las letras o créditos hipotecarios y los mutuos hipotecarios. En el caso del financiamiento hipotecario con letras, lo que se le presta a la persona no es dinero sino letras de crédito hipotecario que la institución de crédito vende en la Bolsa de Comercio de Santiago, obteniendo así los recursos con los que efectivamente se financia al deudor. Estas letras son compradas por inversionistas a un precio que varía de acuerdo con las condiciones del mercado, por lo que puede generarse una diferencia positiva o negativa entre el valor par de la letra y el precio al que ésta es transada. En caso de que las letras sean vendidas a un precio inferior al valor par, la pérdida puede ser asumida por el deudor o la institución financiera, sin perjuicio de que el deudor deba pagar el monto original y de que se cancelen los costos de comisión de venta al respectivo Corredor de Bolsa. Por su parte, el mutuo hipotecario endosable es un crédito en dinero, lo que significa que la persona recibe siempre el 100% del crédito aprobado, sin que exista incertidumbre sobre el monto del financiamiento y sin costos adicionales. El banco acreedor puede transferir este tipo de crédito mediante endoso, lo que queda registrado en la escritura pública respectiva. Sin perjuicio de lo anterior, la administración del crédito queda radicada en el banco, que continúa siendo el canal de comunicación del deudor para todos los efectos. El financiamiento bancario de los últimos años ha provenido fundamentalmente de mutuos hipotecarios endosables, en marcado contraste con la caída experimentada por las letras hipotecarias (Gráfico 6). Desde enero de 2004 se observa una creciente sustitución de letras hipotecarias por mutuos hipotecarios.

Gráfico 6
Mutuos y letras hipotecarias
Miles de millones de UF de agosto de 2012



Fuente: SBIF.

Esta sustitución surge de la preferencia por los mutuos hipotecarios respecto de las letras hipotecarias que tanto los oferentes de créditos –en este caso los bancos– como los clientes demuestran. En primer lugar, los bancos cuentan actualmente con recursos propios para financiar las operaciones de financiamiento hipotecario, y además los mutuos hipotecarios se pueden endosar, vender o securitizar. En segundo lugar, el financiamiento a través de letras hipotecarias se vio y se ve afectado por el ciclo económico, que en su parte baja tiende a producir letras que se venden por debajo de su valor par y, por lo tanto, a requerir financiamiento adicional para cerrar la brecha.⁵ Este financiamiento proviene muchas veces de créditos de consumo, sobre los que se carga una tasa de interés muy superior a la de los créditos hipotecarios. Por otro lado, a principios de 2004 se produjo una abrupta caída en las tasas de interés, lo que incentivó la sustitución de créditos hipotecarios emitidos anteriormente a tasas muy altas por refinanciamiento a tasas más bajas a través de mutuos endosables.

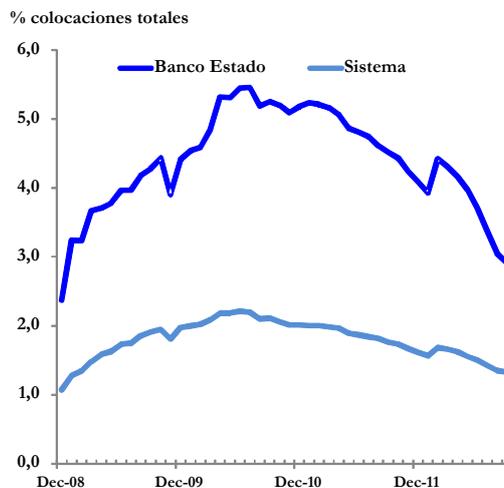
Por último, el uso del *leasing* hipotecario como instrumento para financiar la adquisición de viviendas ha sido escaso. Cabe señalar que los bancos no presentan demasiado entusiasmo a la hora de difundir su oferta de financiamiento hipotecario a través del *leasing*, en cambio promueven con extraordinario interés el financiamiento a través de mutuos hipotecarios, lo que demostraría un interés comercial mayor por este tipo de instrumento. En la sección siguiente se analizan con más detalle las razones de la poca penetración del *leasing* hipotecario en el mercado financiero.

⁵ Especialistas consultados han reportado diferencias de hasta 10% del valor de la vivienda adquirida.

2.4. Indicadores de riesgo

Sin duda, el ciclo económico ha marcado la evolución del riesgo en el mercado de financiamiento de la vivienda en Chile. A fines de 2008, a causa de la caída de *Lehman Brothers*, se produjo una restricción de crédito como consecuencia de la recesión que enfrentó Chile en 2009, lo que derivó en el incumplimiento de pagos por la mayor cesantía que enfrentó el país. En consecuencia, el índice de riesgo de la cartera hipotecaria subió abruptamente. Si bien desde fines de 2008 y hasta mediados de 2009 la tasa de morosidad de los créditos hipotecarios aumentó, el aumento fue limitado y se concentró principalmente en el banco público (BancoEstado). En la actualidad, las tasas de morosidad han retornado a los niveles previos a la crisis, influenciadas positivamente por las altas tasas de empleo que muestra la economía (Gráfico 7). Este comportamiento resulta natural, ya que las deudas hipotecarias de los clientes de la banca de Chile se han caracterizado por tener prioridad sobre los créditos de consumo, lo que permite predecir que, en general, el impacto de un deterioro de la economía global sólo tendría efectos acotados sobre la morosidad del financiamiento de vivienda.

Gráfico 7
Índice de riesgo de la cartera hipotecaria
Cartera vencida sobre colocaciones totales



Fuente: SBIF.

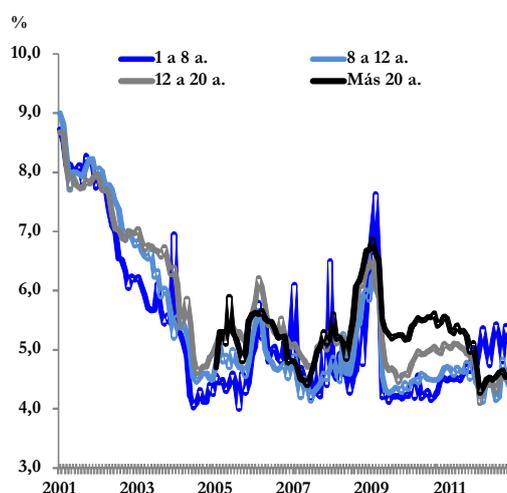
2.5. Tasas de interés

Las tasas de interés de los créditos hipotecarios han ido bajando en los últimos años. La combinación de políticas macroeconómicas consistentes, la derrota de los procesos inflacionarios descontrolados y la ampliación del rol de los inversionistas institucionales han permitido que las tasas de interés del país no sólo hayan disminuido en forma tendencial y a niveles razonables, sino que también hayan mantenido cierta estabilidad

separándose de la volatilidad que mostraron con anterioridad al desarrollo del mercado de la vivienda en el país.

En la primera parte de 2012, las tasas de interés de más corto plazo (hasta 8 años) tendieron a subir de forma más rápida que las tasas asociadas a períodos más largos, contradiciendo la convención de que las tasas de financiamiento a más largo plazo deben ser más altas debido a las connotaciones de liquidez y un mayor riesgo. Asimismo, las tasas hasta 12 años son las que presentan la mayor volatilidad en el mercado, tal como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

Gráfico 8
Tasas de interés de los mutuos endosables
Porcentaje anual sobre UF



Fuente: SBIF.

Por otra parte, las tasas asociadas a períodos más largos se han estabilizado en valores históricamente bajos (Gráfico 8). En los últimos años, las tasas a más de 20 años han tendido a subir, pero en forma acotada. Es interesante constatar que el impacto de la recesión de Chile de 2009 se verificó inmediatamente con el aumento abrupto de las tasas de interés para todos los plazos a comienzos de dicho año.

3. Temas de interés

3.1. Mercados financieros

Bonos hipotecarios

Durante el primer trimestre de 2012, el Banco Central de Chile y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras trabajaron en un nuevo marco regulatorio para contribuir al desarrollo de bonos hipotecarios a fin de proveer un nuevo instrumento de

financiamiento para los préstamos hipotecarios otorgados a personas. Los recursos que se levanten a partir de estas emisiones podrán ser destinados al financiamiento de la adquisición, construcción, reparación o ampliación de viviendas. Las autoridades han destacado el hecho de que estos bonos reciben un tratamiento especial en la Ley General de Bancos, por lo que representan un riesgo de crédito relativamente más bajo para sus inversionistas.

Estos bonos hipotecarios podrían generar la recaudación necesaria para el financiamiento de un conjunto de créditos, con lo que teóricamente permitirían diversificar el riesgo de esa cartera. Sin embargo, los bancos han indicado que las restricciones al uso de estos recursos impiden su utilización en forma amplia. Pese a que existe un plazo de 18 meses desde la colocación de los bonos y la destinación de los recursos al otorgamiento de crédito basado en mutuos hipotecarios, no se pueden compartir financiamientos. Esto se puede transformar en una enorme cantidad de recursos inmovilizados para el banco que tiene otras alternativas para financiar viviendas. Resulta poco claro que con el bajo costo de fondos que presentan otras formas de financiamiento, los bancos demuestren un interés considerable por este tipo de bonos. La mayor ventaja de riesgo, es decir, que el banco sea emisor del instrumento, no logra contrapesar lo anterior.

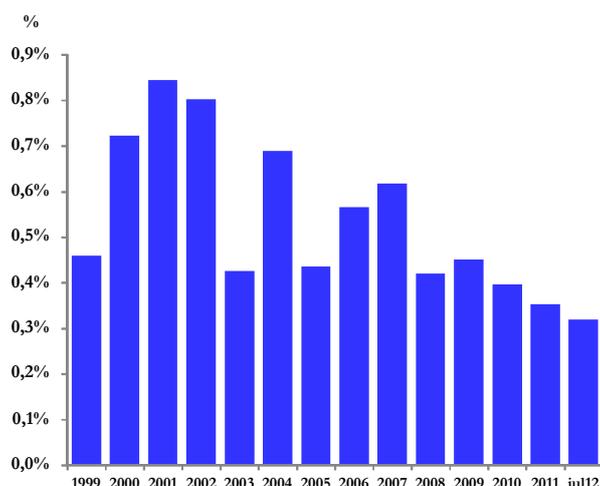
Leasing habitacional

A mediados de los años noventa se estableció en Chile el marco legal y regulatorio para las operaciones de *leasing* habitacional (Ley No. 19.281). Desde entonces, las operaciones de *leasing* no han representado una fuente de financiamiento importante para la compra de viviendas.⁶ En promedio, entre los años 1999 y 2012, el financiamiento bancario a través del *leasing* ha representado sólo un 0,5% de las operaciones hipotecarias bancarias otorgadas mediante letras o créditos hipotecarios (Gráfico 9).⁷

⁶El *leasing* habitacional es un mecanismo para la compra de vivienda, donde el comprador suscribe con la institución que lo otorga un contrato de arrendamiento con promesa de compraventa. El contrato estipula el pago de un arriendo mensual y un ahorro programado con el objetivo de juntar el dinero equivalente al precio convenido de compraventa de la vivienda. La vida útil del contrato se extiende hasta el momento en que el dinero acumulado en la cuenta de ahorro del titular sea equivalente al precio prometido que estipula el contrato de *leasing*.

⁷Las operaciones hipotecarias bancarias representan alrededor del 85% de las operaciones hipotecarias totales del mercado financiero chileno.

Gráfico 9
Montos de *leasing* en Chile
Porcentaje del crédito hipotecario



Fuente: Banco Central de Chile y SBIF.

Los requisitos que se solicitan para acceder al *leasing* son menos exigentes que en el caso de los créditos hipotecarios, especialmente respecto del monto inicial requerido para ingresar al sistema. En particular, el financiamiento puede cubrir hasta un 95% del precio de la vivienda, por lo que este producto está destinado a personas con poca capacidad de ahorro, pero que pueden pagar un arriendo (especialmente, los jóvenes). Los requisitos en cuanto a la vivienda incluyen un monto mínimo en el valor (500 UF) y una superficie construida no superior a los 140 mts².⁸ Cabe señalar que la compra mediante *leasing* puede acogerse a un subsidio estatal en caso de que la vivienda cueste entre 500 UF y 1.500 UF.⁹ En cuanto a la posibilidad de cancelación anticipada, el mecanismo es más simple que en el caso de los créditos hipotecarios, ya que la vida útil del contrato puede acortarse si el deudor ahorra más recursos y logra reunir el monto necesario para pagar el precio de venta estipulado en el contrato.

Sin embargo, desde el punto de vista del comprador se dan una serie de desventajas en cuanto al uso del *leasing* como medio de financiamiento para la compra de vivienda. En primer lugar, el costo es mayor que el de un crédito hipotecario. De acuerdo con el MINVU (2009), las tasas de interés de un *leasing* habitacional alcanzaron un promedio del 10% anual real entre 2005 y 2008. A modo de referencia, en 2009 las tasas de interés de los créditos hipotecarios se ubicaron en torno al 6,7%.

Una segunda desventaja del *leasing* con respecto a los créditos hipotecarios es que en Chile se permite a las personas naturales descontar los intereses pagados por los créditos hipotecarios de su base imponible, y esto no es posible al suscribir un *leasing* habitacional. Cabe señalar que en el caso de las personas de ingreso medio-alto este

⁸ DFL2 de 1959.

⁹ Normado por la Ley 19.281 de 1993.

beneficio tributario opera como un desincentivo para solicitar *leasing* hipotecario porque pagan impuestos a la renta, a diferencia de las personas de ingreso bajo y medio-bajo que se encuentran exentas de este pago.

Una tercera desventaja (desde la perspectiva del solicitante de *leasing*) es que en el contrato el que otorga el crédito es el dueño del bien inmueble (el activo queda en el balance de la institución crediticia hasta que el contrato finalice en forma satisfactoria para ambas partes y el comprador ejerza la opción de compra), y ante el incumplimiento de pago de la cuota acordada, la institución crediticia solicita la devolución del inmueble de inmediato. Por su parte, en el caso del crédito hipotecario, ante el incumplimiento en el pago de las cuotas por parte del deudor, el banco tiene que solicitar el remate del bien inmueble, y este proceso lleva un tiempo. Esta diferencia en el tratamiento del deudor ante la falta de pago, puede generar en las personas la percepción de que no son “dueñas” de la vivienda si la financian mediante *leasing*, lo que genera una mayor inseguridad.

Cabe mencionar que la última desventaja a su vez representa una ventaja para el oferente del *leasing*, ya que el deudor es 100 por ciento socio del banco; es decir que asume el riesgo total en caso de no pagar las cuotas establecidas. Por lo tanto, el banco podría cobrar una menor tasa de interés por este tipo de financiamiento.

Lamentablemente, no existen estudios disponibles para Chile que permitan discernir si la falta de desarrollo del mercado del *leasing* se debe a un problema de demanda, oferta o ambos. Sin embargo, es notoria la diferencia de costo respecto de los créditos hipotecarios. Una hipótesis plausible es que el mayor costo se deba a que los bancos focalizan este producto hacia un grupo de personas que tienen menores ingresos y una trayectoria laboral corta (jóvenes); por lo tanto, se tiene sobre ellos una percepción de mayor riesgo de incumplimiento de pago. Por otro lado, las personas que solicitan este tipo de productos en general no cumplen con los requisitos para acceder a un crédito hipotecario (de estar en condiciones, solicitarían este tipo de crédito ya que el costo es más bajo y se sentirían “dueñas” de su vivienda), lo que genera una selección adversa. El mayor costo también refleja el mayor costo de fondeo al que acceden las instituciones que otorgan *leasing* habitacional, debido a que su cartera se considera más riesgosa.

La evidencia sugiere que las personas que usan el *leasing* hipotecario son más riesgosas. Tomando como ejemplo a una de las instituciones financieras que ofrece *leasing* hipotecario en Chile, se observa que los indicadores de cartera deteriorada y provisiones para el *leasing* hipotecario resultan más altos que los de los créditos hipotecarios (Gráfico 10). En todo caso, futuros estudios sobre este tema podrían explicar mejor el porqué de las altas tasas de interés del *leasing* hipotecario.

habitacional no estaría bien focalizado. Simian (2010), usando datos de 2006, muestra que este tipo de subsidio es utilizado principalmente por hogares de los dos quintiles superiores de ingreso.

Por último, no ha sido posible evaluar el éxito de la política de subsidio al *leasing* habitacional. Como indica el informe del MINVU (2009), es necesario identificar y cuantificar el grupo objetivo al cual esta política pretendía cubrir y verificar si el grupo está siendo correctamente atendido por este tipo de subsidio. La identificación y cuantificación del grupo objetivo aún no ha sido realizada.

Securitización

La Ley de Securitización (Ley No. 19.301) tiene su origen en 1994 y modificó a la Ley No. 18.045 del mercado de valores. Esta ley, que permitió securitizar activos bancarios, apareció con una preeminencia fundamental hacia la securitización de créditos hipotecarios, que representaron la mayor proporción de activos securitizados al comienzo de la aplicación de este instrumento financiero en Chile.

Producto de las turbulencias internacionales a comienzos del 2000 y la aplicación de políticas monetarias expansivas, hubo una caída abrupta de las tasas de interés que produjo un escenario negativo para la securitización en 2004. Por un lado, muchas entidades bancarias procedieron a sacar del balance un volumen importante de las carteras hipotecarias. Por ejemplo, carteras que tenían un valor de 100 fueron securitizadas (es decir, vendidas) por 120 en función de la caída de las tasas de interés, y se produjeron importantes ganancias de capital para las entidades que realizaron estas transacciones. Por otro lado, la caída de las tasas de interés incentivó a los bancos a recibir prepagos por las carteras hipotecarias, ya que los préstamos estaban pactados originalmente a tasas mucho más altas y los bancos, que habían originado esos préstamos, seguían administrando la cartera. En la mayoría de las situaciones, los clientes efectuaron prepagos a un valor inferior al que habían sido securitizados dichos préstamos, contra los que se habían emitido bonos que habían sido vendidos a inversionistas institucionales. Por lo tanto, resulta claro que el resultado del prepagó era sensiblemente menor que el valor facial de los bonos correspondientes a la securitización de las carteras hipotecarias.

Hubo compensaciones de bancos a inversionistas institucionales, pero el mecanismo quedó afectado. El rescate de los bonos por la liquidación de carteras, a pesar de ser exitoso en la mayoría de los casos, provocó gran inquietud entre los tenedores, que manifestaron su voluntad de abstenerse de participar en nuevas operaciones de este tipo. De la misma forma, los bancos que habían vendido sus carteras para los procesos de securitización no ofrecieron nuevamente este tipo de activos para securitizar, situación que se ha mantenido en el tiempo. En conclusión, el interés por securitizar préstamos de viviendas disminuyó notoriamente.

A lo anterior se une el hecho de que se modificaron las normas contables sobre la base de las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por su sigla en inglés),

lo que desincentivó la securitización desde el punto de vista del emisor del instrumento. De acuerdo con las normas contables anteriores, en el caso de una cesión de activos el originador –ya sea un *retail* o un banco– vendía una cartera de activos menos líquidos y se quedaba con liquidez por el monto total de la cartera cedida. Sin embargo, en la actualidad, las reglas IFRS estipulan que la liquidez sólo se considera en aquella porción de la cartera que se vende a término, ya que existen otras modalidades de venta que no se aceptan como venta sino como crédito. Por ejemplo, cuando parte de la securitización se realiza en forma de bonos subordinados, la parte líquida de la cartera vendida es claramente un traspaso de riesgo. La parte no líquida (por ejemplo, un bono subordinado) retiene el riesgo en el originador, y, de acuerdo con las reglas IFRS actuales, se considera como un préstamo que no se puede sacar del balance y no como una venta. Hecha esta distinción, la securitización se vuelve un instrumento menos atractivo para el emisor del instrumento de securitización.

3.2. Regulación financiera y aspectos legales

Protección a los consumidores

En los últimos años hubo avances en relación con la protección a los consumidores. A través de la Ley No. 20.555 se establecieron una serie de nuevos reglamentos relativos a: los créditos de consumo, el “Sello Sernac”, las tarjetas de crédito bancarias y no bancarias, y los créditos hipotecarios, entre otros. Por otro lado, se dotó al Servicio Nacional del Consumidor con una serie de atribuciones en materia financiera.

En cuanto a los créditos hipotecarios, el nuevo reglamento representa un avance en transparencia y dinamismo para el mercado del financiamiento hipotecario chileno. Entre los principales avances del nuevo reglamento hay que destacar la obligación de las instituciones financieras que otorgan créditos hipotecarios de dar a conocer al público la Carga Anual Equivalente (CAE) del crédito, indicador que expresa en forma porcentual el costo total de servir un crédito hipotecario en un período anual, cualquiera sea el plazo pactado para el pago de la obligación. La CAE incluye el capital, la tasa de interés, el plazo y todos los seguros asociados al crédito hipotecario, además de los gastos o cargos por productos o servicios voluntariamente contratados, si los hubiere. La posibilidad de que los clientes puedan comparar de forma más simple las características de las operaciones debería impactar positivamente en los costos del financiamiento, así como también en los costos operacionales asociados a las operaciones hipotecarias.

Contratación de seguros

A principios de 2012, entró en vigencia la modificación al decreto con fuerza de Ley No. 251, o Ley de seguros. De acuerdo con esta ley, los bancos y cualquier otra entidad que otorgue créditos hipotecarios y que como consecuencia contrate seguros de desgravamen –por muerte o invalidez e incendio– y coberturas adicionales –sismo y maremoto–, por cuenta y cargo de sus clientes, deberán licitar las contrataciones.

Los seguros deberán contratarse colectivamente por la entidad crediticia por medio de una licitación pública con bases preestablecidas. Las compañías de seguros cuya menor clasificación de riesgo sea igual o inferior a BBB no podrán participar de estas licitaciones. Los seguros deberán contratarse al oferente que presente el menor precio – incluida la comisión del corredor de seguros si correspondiese–, salvo que durante el proceso alguna de las compañías experimentara un deterioro notorio de su solvencia, lo que deberá acreditarse. En este caso, los seguros se adjudicarán al segundo menor precio.

Se espera que esta nueva normativa imprima mayor competencia en el mercado de los seguros asociados a créditos hipotecarios.

Regulación prudencial

La normativa vigente produce una situación denominada “arrastre de cartera”, que busca considerar los efectos globales del endeudamiento por deudor que adquiere distintos tipos de préstamos. El arrastre de cartera, de acuerdo con las normas SBIF, busca clasificar la cartera de clientes en forma global según el nivel de riesgo, desde los más altos a los más bajos. Por otra parte, la información sobre el tipo de riesgo y tipo de crédito se cruza y consolida para establecer si se trata de un crédito Normal, Subestándar o en Incumplimiento, determinándose así las provisiones respectivas. Dentro de esta clasificación, resulta claro que los créditos con garantías reales, por ejemplo los de vivienda, requieren menos provisiones que los de consumo. Así, la pérdida esperada máxima de un crédito hipotecario podría acercarse al 2% de su provisión respectiva, mientras que la pérdida esperada máxima de un crédito de consumo podría acercarse al 90% de la provisión correspondiente.

La cartera que cae en incumplimiento puede ser provocada por un efecto de arrastre de otras deudas de los clientes. Por ejemplo, un buen cliente que postula a un crédito de vivienda podría incumplir en obligaciones tributarias pendientes, lo que va a afectar su análisis de crédito ya que frente a un proceso de remate por incumplimiento durante el proceso de pago de dividendos, el fisco tiene prioridad y, por lo tanto, obtendría los recursos primero. En consecuencia, el principio de endeudamiento global señala que se deben observar todas las deudas que tiene un cliente, con el fin último de resguardar aquello que disminuye el riesgo de los préstamos de vivienda en última instancia: las garantías reales.

En línea con lo anterior, en el otorgamiento de los créditos de vivienda se deben examinar las obligaciones globales, donde es clave la calidad de la información suministrada por los clientes o las agencias que administran información de deudores (Data Bureau), a fin de evitar el encarecimiento de los créditos y a su vez integrarlos a un mercado maduro y a más bajo costo.

En conclusión, el análisis de riesgo para financiar viviendas en el sistema bancario cruza información, especialmente la relativa al endeudamiento del cliente, incluidas sus deudas fiscales. Gracias a lo anterior, BancoEstado, uno de los principales proveedores

de financiamiento de vivienda, tuvo por ejemplo en 2012 sólo 200 casos de remate de un total de 500.000 viviendas con créditos vigentes. Esto demuestra que, incluso en entidades que presentan riesgo más alto para el financiamiento de vivienda, el proceso de remates se ha minimizado gracias a normas que buscan clasificar el riesgo global de un cliente y no sólo el que deriva del endeudamiento relativo al financiamiento de vivienda.

Asimismo, resulta atractivo para los bancos proveer este tipo de créditos, debido a su bajo riesgo y la liberación de capital que implican las garantías reales, lo que incide en la rentabilidad de una línea de crédito. En este sentido, es destacable que los bancos buscarán instancias para liberar capital en el proceso crediticio a fin de reasignarlo a otros tipos de financiamiento más riesgosos, que muchas veces proveen mayor rentabilidad.

Marco regulatorio

Los inversionistas institucionales son una de las claves para el rápido desarrollo que ha registrado en Chile el mercado de financiamiento de la vivienda en los últimos años. Sin embargo, existen regulaciones que aún resultan restrictivas y que inciden en los costos de financiamiento. En Chile, un emisor no puede ocupar un margen de más de 7% en la cartera de una administradora de fondos de pensiones (AFP), incluidos los títulos de renta fija (bonos) y los títulos de renta variable (acciones). Durante mucho tiempo se ha sugerido aumentar el margen a 10% a fin de buscar espacio para los bonos y generar una disminución directa en el costo de financiamiento. Esta discusión sigue en curso.

Como se advierte en la primera parte de este estudio, durante el primer trimestre de 2012, el Banco Central de Chile y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras trabajaron en un nuevo marco regulatorio para promover el desarrollo de bonos hipotecarios. Los analistas de mercado consultados han concluido que la demanda de este tipo de bonos aún no ha sido importante, y, por lo tanto, no se ha logrado reducir el costo de financiamiento. Resulta claro entonces que el debate sobre el 7% sigue absolutamente vigente. Es decir, se observa un mercado hipotecario donde las letras hipotecarias se reducen como instrumento de financiamiento debido a las restricciones de márgenes por emisor, mientras que los bonos alternativos no se demandan.

Por otra parte, instrumentos tales como los mutuos endosables podrían incrementar el financiamiento y aumentar el porcentaje del valor de la vivienda entre un 80 y 90%, siempre y cuando no se vean afectadas las repercusiones sobre la estabilidad del sistema financiero. En todo caso, un margen de 100% parece inadecuado porque no estimula los hábitos de ahorro e incentiva la tendencia a la falta de pago de los dividendos, ya que el cliente deja de ser socio del banco cuando se le financia el valor total de la vivienda.

Según datos entregados por analistas del sistema bancario relativos a costos de transacción, los notarios y conservadores de bienes raíces incrementan alrededor de un 10% los costos de adquisición de una vivienda, además de extender los plazos de

adquisición. Actualmente se impulsa una reforma en Chile para asegurar la propiedad de la vivienda, en lo que se ha denominado el folio real versus el folio personal. En el folio real, sólo se requiere la presencia del banco con un vale vista para que se perfeccione la transacción, en cuyo registro simplemente se agrega la transferencia. Bajo esta modalidad no hay riesgo de una venta fraudulenta o dolo, y bajan los costos transaccionales porque no se trata de un nuevo registro, a diferencia del antiguo sistema basado en folio personal, donde era necesario pagar toda nueva transferencia. Asimismo, bajo este sistema se extienden los plazos de embargo, lo que permite a los compradores la posibilidad de obtener más información ante la existencia de propiedades de dudoso origen. En síntesis, la reforma reduce el poder monopólico de notarios y conservadores, entrega más certidumbre jurídica y disminuye sensiblemente los costos de transacción para los clientes bancarios al momento de adquirir una vivienda.

3.3. Aspectos institucionales

La importancia de la Unidad de Fomento

En las primeras siete décadas del siglo XX, Chile experimentó inflaciones altas y crónicas, cuestión que frenó el desarrollo del mercado de capitales de largo plazo en moneda nacional. A fin de fomentar el desarrollo del mercado hipotecario, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) introdujo en 1967 la Unidad de Fomento (UF), una unidad que se reajusta de acuerdo con la variación mensual del IPC del mes anterior.¹⁰ Posteriormente, dicha unidad se extendió a otros tipos de créditos, depósitos y contratos. Sin embargo, según Fontaine (2002), la penetración de esta unidad en el mercado de capitales cobró especial fuerza luego de la reestructuración de la banca a principios de los años 80s (que se llevo a cabo con instrumentos indexados a la UF).

Walker (2007) argumenta que la creación de la UF colaboró con el desarrollo del mercado de capitales chileno. La coexistencia de instrumentos indexados y nominales ayudó a completar los mercados, ya que sin la existencia de la UF, muy probablemente el mercado se hubiera protegido del riesgo usando moneda extranjera y los instrumentos denominados en pesos hubieran sido de plazos más cortos. A su vez, la indexación financiera incentivó el ahorro. A juicio de Walker (2007), la indexación fue una condición necesaria para el desarrollo, pero no suficiente. Se requirió contar con otras condiciones, como por ejemplo, tasas de interés determinadas por el mercado (que no haya represión financiera) y un organismo supervisor efectivo. Asimismo, un ambiente macroeconómico estable y la privatización de las empresas públicas y del sistema de pensiones fueron otros factores importantes en el proceso de desarrollo del mercado de capitales chileno.

¹⁰Dicho reajuste se aplica diariamente entre el día 10 del mes en curso y el día 9 del mes siguiente. Es decir, en la práctica la indexación tiene un rezago de 40 días.

Por otro lado, los detractores de la indexación argumentan que, desde el punto de vista macroeconómico, la indexación a la inflación pasada aumenta la inercia inflacionaria, lo que disminuye la probabilidad de lograr una estabilización rápida y de bajo costo. Sin embargo, Herrera (1997) muestra que para países con inflación moderada y frecuencia de indexación mensual, el coeficiente de sacrificio cae a cero. Lo anterior se cumple en un escenario de credibilidad y con la implementación gradual de una estrategia para bajar la inflación. El caso de Chile responde a estas características, ya que desde 1991 el Banco Central de Chile inició un proceso gradual de reducción de la inflación, que fue ganando credibilidad rápidamente. Por lo tanto, el uso extendido de la UF durante todo este período no debería haber tenido un costo mayor en términos de producto para la economía.

El uso de la UF es generalizado en la economía chilena y no se circunscribe al mercado bancario o de valores. La UF es usada en los contratos de arriendo, el pago de pensiones alimenticias, las matrículas de colegios y universidades, el pago de pensiones de jubilación y el pago de seguros, entre otros. En el mercado inmobiliario en particular, casi la totalidad de los préstamos hipotecarios se otorgan en UF, así como la mayoría de los precios de venta y arriendo de viviendas. De esta forma, se protege el traspaso de riqueza entre acreedores y deudores ante variaciones de la inflación y se fomenta el ahorro, facilitando la disponibilidad de recursos para la inversión.

A nivel de los bancos, el uso extendido de la UF trajo numerosos beneficios que se reflejaron en una mayor disponibilidad de crédito hipotecario, a mayores plazos y a menores tasas activas. En primer lugar, la UF fomentó el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo que fueron utilizados por los bancos para financiar sus colocaciones hipotecarias –operaciones de largo plazo–, disminuyendo de ese modo el descalce de plazo entre activos y pasivos. En segundo lugar, el uso de la UF ayudó a los bancos a calzar sus activos con sus pasivos en términos de monedas. Estos beneficios permiten que el banco sea percibido como menos riesgoso, lo que se traduciría en menores costos de fondeo y, por otro lado, un manejo más eficiente del riesgo, lo que eventualmente se traduciría en menores márgenes de intermediación y tasas activas inferiores.

Política pública de subsidios para adquisición de viviendas

La política habitacional chilena ha sido fundamental para superar el déficit habitacional del país y aliviar la pobreza. Según Razmilic (2012), en los últimos 30 años, un promedio del 60% de las viviendas construidas cada año fueron edificadas o bien adquiridas con el apoyo total o parcial de subsidios habitacionales directos. Por otro lado, los programas sociales de vivienda han significado un importante esfuerzo fiscal por cuanto el gobierno central ha destinado en promedio un 3,4% del gasto fiscal total a este tipo de programas desde 1990 a la fecha.

El Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU) es el principal encargado de la implementación de la política social de vivienda en Chile. Desde mediados de los años

setenta, las principales modalidades que ha utilizado el MINVU para llevar a cabo su política han sido la oferta directa de viviendas a las familias pobres, la provisión de crédito a familias pobres para la adquisición de vivienda y el otorgamiento de subsidios directos a la demanda para la compra de vivienda. A mediados de la década de 2000, el MINVU abandonó los programas basados en la entrega directa de inmuebles o de créditos hipotecarios para la compra de vivienda por parte del Estado, debido a los problemas de eficiencia y efectividad que presentaban estas modalidades.¹¹ A partir de entonces, el MINVU sólo utiliza la modalidad de subsidios a la demanda, y en 2004 creó el Fondo Solidario para la Vivienda (FSV). El FSV se dividía en dos fondos. El FSV I estaba focalizado hacia las personas más vulnerables y otorgaba un *voucher* por el valor total de la vivienda a adquirir. El FSV II estaba focalizado hacia grupos menos vulnerables y permitía cubrir la diferencia entre el precio de venta y los aportes con recursos propios de los postulantes o con un crédito hipotecario otorgado por un banco comercial de plaza (UN-Habitat, 2009).¹²

Por último, el sistema denominado D.S.No.40 estaba focalizado en personas de ingresos medios, que tenían acceso a un crédito, y funcionaba en forma similar al FSV II.

¹¹Uno de los factores que explican la falta de eficacia y eficiencia de los programas del Estado de oferta directa de viviendas se relaciona con el déficit habitacional, que a medida que fue disminuyendo hizo que los aspectos de calidad pasaran a ser un factor muy importante en la demanda. Este nuevo tipo de demanda es mucho más compleja y el MINVU no fue capaz de responder. En el caso de los programas del Estado de crédito directo para la adquisición de viviendas, la baja tasa de recuperación de los préstamos afectó la eficiencia del programa. Para conocer más detalles véase UNHabitat (2009).

¹²El Estado complementa con subsidios de remate, de originación y de seguro de desempleo para ayudar a bancarizar a aquellas familias que no son sujetos de crédito.

Cuadro 3
Resumen de los principales programas habitacionales vigentes a diciembre de 2010

Programa de vivienda	Principales características	Monto del subsidio	Ahorro mínimo	Valor tope vivienda
Fondo Solidario de Vivienda I	Subsidio para la compra de vivienda nueva o usada de carácter asistencial (regalada), para el primer quintil más pobre de la población	US\$12.000-21.000 *	US\$450	US\$33.000-43.000
Fondo Solidario de Vivienda II	Subsidio para la compra de vivienda nueva o usada con crédito hipotecario, para el segundor quintil más pobre de la población	US\$12.000-19.000 *	US\$1.350	US\$45.000
Subsidio Habitacional (DS 40)	Subsidio para la compra de vivienda nueva o usada con crédito hipotecario, para el tercer quintil más pobre de la población	US\$4.000	US\$900-3.600	US\$27.000-45.000
Programa de Protección del Patrimonio Familiar	Subsidio para mejorar y/o ampliar la vivienda y mejorar su entorno	US\$540-5.200	US\$45-220	
Subsidio Habitacional Extraordinario (DS 04)	Subsidio para la compra de vivienda nueva o usada con crédito hipotecario, vigente en 2009 como mecanismo para fomentar el empleo y enfrentar la crisis financiera internacional	US\$18.950	US\$1.350	US\$43.000

*Depende del lugar en el territorio nacional.

Fuente: “Oportunidades de Mercado para Atender la Vivienda y Desarrollo Urbano. La Experiencia Chilena”, presentación de Javier Hurtado Cicarelli, CChC.

Cabe señalar que la política pública habitacional toma en cuenta que una gran proporción de chilenos no son completamente bancarizables. Los bancos no dan préstamos a algunos segmentos de la población, entre otras cosas, por las altas tasas de morosidad; la poca ejecución de las garantías reales; las altas tasas de interés asociadas a préstamos de bajos montos y alto riesgo; la falta de subsidios para eventos de liquidación de hipotecas; la renuencia de los bancos a rematar o liquidar hipotecas en sectores populares, y la falta de medición de ingresos de los clientes de sectores de bajos recursos que tienen dificultades para comprobar sus ingresos (trabajadores independientes, comisionistas, y pequeños empresarios, entre otros).

El último punto es de especial relevancia, dado que la participación de bancos privados en el financiamiento hipotecario muchas veces entra en conflicto con la comprobación de los ingresos de los potenciales tomadores de crédito. Frente al desconocimiento de la capacidad de pago de los clientes, los bancos tienden a minimizar el monto otorgado. Dado que estos sectores no pagan impuesto al trabajo, llamado en Chile de segunda categoría, ni IVA (impuesto al valor agregado), no hay mecanismos formales para verificar los ingresos. Por lo tanto, el ahorro aparece como un factor clave para formalizar a estos sectores y puede ser utilizado como complemento para un financiamiento menor al 100%, situación en la cual el deudor se vería incentivado a dejar de pagar frente a problemas económicos.

La focalización de los subsidios fue disminuyendo entre 2004 y 2010. Según Jacobelli (2012) estas fueron algunas de las razones: i) se tendía a dar subsidios a personas que no eran vulnerables ya que se usaba la Ficha de Protección Social (FPS) como instrumento de focalización, donde el mismo individuo reportaba la cifra de ingreso y no existía verificación con fuentes alternativas; ii) los proyectos incluían personas que en realidad no necesitaban la vivienda porque las postulaciones al FSV debían ser grupales; iii) se desincentivaba la movilidad entre subsidios por los saltos discretos en el valor del subsidio, y iv) el grupo emergente optaba por subsidios del FSV destinados a grupos más vulnerables por las pocas alternativas existentes.

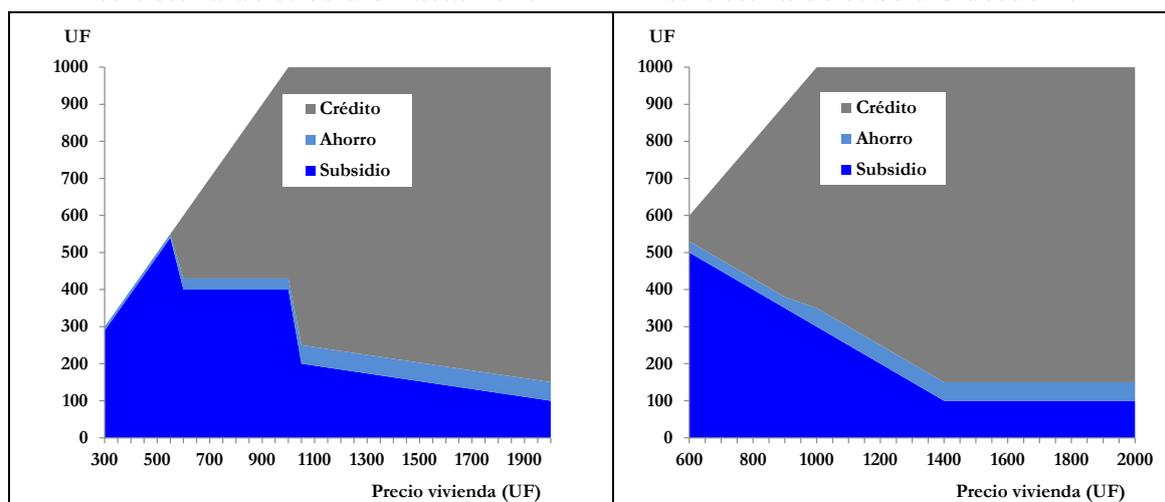
Por otro lado, el subsidio de localización junto con el levantamiento de las restricciones para el uso del subsidio en la compra de viviendas usadas produjo un aumento en los precios de las viviendas que no estuvo acompañado de una mejora en la calidad. A partir de 2006, el MINVU comenzó a enfocar sus políticas en la mejora de la calidad de las viviendas en cuanto a tamaño y localización, mediante un aumento del subsidio. El subsidio de localización estaba destinado a la adquisición de viviendas en áreas consolidadas de las ciudades y que estuvieran mejor provistas de servicios. Este subsidio podía ser de 200 UF en el caso del FSV1 y de hasta 100 UF en el caso del FSV2. Así, el monto promedio a nivel nacional de los subsidios pagados a través de programas sin deuda y orientados a hogares del primer quintil de ingresos pasó de 250 UF a 450 UF en tres años, en tanto que los subsidios orientados a familias del segundo y tercer quintil subieron a 200 UF desde un nivel aproximado de 100 UF, vigente al menos desde 1990 (Razmilic, 2012). Como en las grandes ciudades la mayoría de las viviendas cumplen con los requisitos exigidos, podían comprarse haciendo uso del subsidio de localización. La evidencia presentada por Razmilic (2012) sugiere que una proporción importante del monto del subsidio fue traspasada a los precios sin aumentar la calidad de las viviendas, en particular en Santiago. Lo anterior responde a que los compradores, al no poner recursos propios significativos, no tienen suficientes incentivos para negociar el precio de venta ni verificar la calidad de las viviendas. Por su parte, el incentivo para el vendedor es cobrar el monto máximo del subsidio sin mejorar la calidad de las viviendas. En consecuencia, Razmilic (2012) considera que mientras el Estado siga siendo el principal actor comprador en el segmento vulnerable y las familias beneficiadas no tengan mayores incentivos para negociar, en la práctica los subsidios seguirán impactando los precios.

Los problemas mencionados llevaron al gobierno a modificar la política de subsidios habitacionales. Jacobelli (2012) expone que el nuevo sistema de subsidios es más amplio, flexible y completo, al eliminar los saltos discrecionales que llevaban a una mala focalización y distorsiones en los precios (Gráfico 11). Como se mencionó anteriormente, hay familias que no pueden ser bancarizadas, entonces la política social se concentra en entregar de forma gratuita y luego combinar progresivamente subsidios con financiamiento privado o estatal (BancoEstado).

Gráfico 11

Estructura de subsidio hasta 2010

Estructura de subsidio desde 2011



Fuente: CChC.

El nuevo esquema de subsidios introducido en 2011 divide los programas en aquellos destinados a grupos vulnerables (Fondo Solidario de Elección de Vivienda D.S.No.49) y aquellos destinados a grupos emergentes y medios (Sistema Integrado de Subsidio Habitacional D.S.No.1, Subsidios al *Leasing* Habitacional y Programa de Protección del Patrimonio Familiar D.S.No.255). Se permite la postulación individual a los distintos tipos de subsidio y se elimina el amarre de los postulantes a un proyecto determinado. Paralelamente, se perfecciona el proceso de verificación de ingresos de los postulantes y ocupación de las viviendas (con castigos predeterminados en caso de falsificación de datos) y se evita la subdivisión artificial de familias o dobles beneficios.

El actual esquema de subsidios cubriría satisfactoriamente a los segmentos de ingresos bajos, que accederían a una vivienda en el marco del Fondo Solidario, y a los segmentos emergentes y de ingresos medios que accederían a una vivienda en el marco del D.S.No.1. El cuadro 4 resume las principales características de cada tipo de subsidio.

Cuadro 4
Sistema de subsidios habitacionales en Chile, 2012

	Fondo solidario de elección de vivienda	Compra de vivienda		
	D.S.No.49	D.S.No.1, 0	D.S.No.1, I	D.S.No.1, II
Tipo de vivienda/sitio		Nueva o usada		
Sector	Urbanos o rurales	Urbanos o rurales		
Precio de la vivienda a: todas las regiones, excepto zonas b y c b: depende del tipo de subsidio c: Regiones de Aysén y Magallanes, provincias de Palena y Chiloé, comunas de Isla de Pascua y Juan Fernández	Sin límite de precio	Hasta 800 UF Hasta 800 UF Hasta 800 UF	Hasta 1.000 UF Hasta 1.200 UF Hasta 1.200 UF	Hasta 2.000 UF Hasta 2.000 UF Hasta 2.000 UF
Monto máximo subsidio a: todas las regiones, excepto zonas b y c b: depende del tipo de subsidio c: Regiones de Aysén y Magallanes, provincias de Palena y Chiloé, comunas de Isla de Pascua y Juan Fernández	De 380 a 700 UF dependiendo de la zona, localización y factibilización	500 UF 600 UF 700 UF	500 UF 600 UF 700 UF	Hasta 1.400 UF, 300 UF Sobre 1.400 UF, 100 UF Hasta 1.400 UF, 350 UF Sobre 1.400 UF, 100 UF Hasta 1.400 UF, 400 UF Sobre 1.400 UF, 100 UF
Fórmula de cálculo	http://simuladorsubsidi-ods49.minvu.cl/	Lineal, desciende de acuerdo con precio de la vivienda		
Ahorro mínimo	10 UF	40 UF	30 UF	50 UF
Edad	mín. 18 años	mín. 18 años		
Puntaje FPS	menor o igual a 8.500	máx. 13.484	máx. 13.484	máx. 13.484, opcional
Tipo de postulación	grupal	Individual o grupal		

(1) Hasta 2.000 UF si la vivienda está en zonas de Renovación Urbana o Desarrollo Prioritario, o zona de Conservación Histórica.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del MINVU.

Cuadro 5
Resumen de programas de subsidio para la generación de viviendas vigentes hasta 2010 vs. desde 2011

Quintiles de Ingreso	Programas para comprar viviendas vigentes hasta 2010	Programas para comprar viviendas vigentes desde 2011
I	Fondo Solidario de Vivienda I (DS 174)	Fondo Solidario de Elección de Vivienda (DS 49)
II	Fondo Solidario de Vivienda II (DS 174) Fondo Solidario de Vivienda III (DS 174)	Sistema Integrado de Subsidio Habitacional (DS 01) Título 0 y Título I
III	Sistema Subsidio Habitacional (DS 40) Subsidio Habitacional Extraordinario (DS 04)	Sistema Integrado de Subsidio Habitacional (DS 01) Título II
IV	-	-
V	-	-

Fuente: CChC.

El papel de la banca pública de Chile

BancoEstado es un banco público que tiene el liderazgo en el mercado de financiamiento habitacional.¹³ De acuerdo con un estudio realizado para el BID (Parrado et al., 2012), el BancoEstado es uno de los 4 bancos más grandes del país y el único de propiedad del Estado. Según cifras suministradas por la SBIF, cubría un 16% del mercado a junio de 2010. El estudio agrega que el BancoEstado es prácticamente el único que garantiza créditos hipotecarios para familias de bajos ingresos: el tamaño promedio de un crédito hipotecario que se origina en un banco privado es 5 veces el tamaño promedio de un crédito hipotecario que se origina en BancoEstado.

Por otra parte, BancoEstado es el banco comercial que provee la mayor parte del financiamiento a familias que reciben subsidios del Estado (Cuadro 6).

Cuadro 6
Tamaño de los créditos hipotecarios por Banco

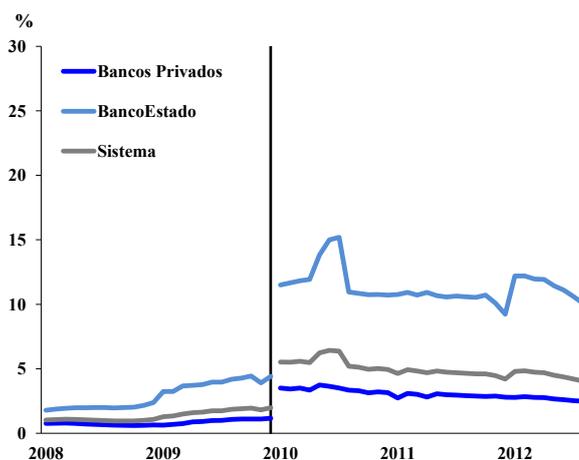
	Agosto 2012	
	Número	Tamaño promedio, US\$
Bice	3.919	149.828
Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	51.100	80.588
Consorcio	2.848	34.636
Corpbanca	33.807	80.097
De Chile	103.243	80.714
De Crédito e Inversiones	60.392	79.912
Falabella	15.268	37.507
HSBC Bank (Chile)	0	0
Internacional	406	72.690
Itaú Chile	17.919	96.155
Paris	1.063	21.474
Penta	0	0
Rabobank Chile	0	0
Ripley	4.215	18.298
Santander-Chile	169.338	62.785
Scotiabank Chile	82.113	39.332
Security	6.353	150.464
The Royal Bank of Scotland (Chile)	0	0
BancoEstado	698.552	12.512
TOTAL	1.250.536	37.307

Fuente: SBIF.

Sin embargo, la evolución de la cartera vencida es notoriamente distinta cuando se compara el caso de BancoEstado con el resto de los bancos privados (Gráfico 12).

¹³La relevancia de BancoEstado en el país queda demostrada con su presencia en más del 65% de las comunas de Chile (incluida CajaVecina). Dos de cada 5 chilenos tienen cuenta de ahorro en este banco y 2 de cada 3 familias con crédito de vivienda bancario son clientes de BancoEstado.

Gráfico 12
Evolución de la cartera vencida de créditos hipotecarios, 2008-2012



Fuente: SBIF.

Claramente, el financiamiento de BancoEstado se concentró en propiedades de bajo valor que adquirieron familias de bajos ingresos. El mayor riesgo de aquellos deudores explica el deterioro de la cartera en el período indicado, a lo que se suma la falta de ejecución de los créditos impagos en 2009 y 2010. Asimismo, dada la importancia de la cartera hipotecaria de BancoEstado, esto ha llegado a ser un importante factor de riesgo para la institución.

3.4. Características del mercado de alquileres

Arrendamiento inmobiliario

El tema del arrendamiento de bienes inmuebles por parte de empresas ha suscitado un creciente interés en el país. Así, en los últimos años en Chile se han desarrollado una serie de proyectos inmobiliarios ligados al arrendamiento, principalmente de oficinas. No obstante, el arrendamiento de viviendas por parte de empresas es un negocio que no ha despegado en el país, a diferencia de lo que se observa, por ejemplo, en Estados Unidos, donde las empresas son dueñas y administradoras de edificios de departamentos, que se ofrecen para arriendo.

La rentabilidad del negocio de arriendo de bienes inmuebles es afectada principalmente por tres factores: los costos asociados a la falta de pago de la renta, incluidos la pérdida de renta de los meses que demora el proceso de desalojo más los costos asociados al mismo (abogados, juicio, etc.); los costos de administración y depreciación por el (mal) uso del inmueble, y el costo asociado con no percibir una renta durante el período en que el inmueble está vacante.

Si bien las empresas dueñas de los bienes inmuebles han creado diferentes mecanismos para mitigar estos costos a fin de que el negocio sea rentable, hay factores estructurales más difíciles de cambiar que influyen fuertemente sobre los costos antes mencionados. Así, en Chile un juicio de desalojo en el caso de arrendamiento de inmuebles para

vivienda puede durar entre seis meses y dos años. En cambio, la tardanza en el desalojo no se observa cuando se trata de bienes inmuebles para fines comerciales porque la empresa arrendataria no tiene incentivos para seguir produciendo en el lugar si ya no es capaz de pagar los costos fijos. Al mismo tiempo, la ley no tiende a proteger a este tipo de arrendatarios como lo hace con los que arriendan viviendas. Un segundo factor se refiere a la falta de información sobre la calidad de los arrendatarios. En el caso de Chile, no existe una base de datos que consolide la información de pago (deuda, cuentas, arriendos) de las personas naturales. Por último, la tasa de movilidad interregional o intercomunal del país es baja en comparación con lo que se observa en Estados Unidos, y tampoco existe una importante población flotante de origen extranjero que trabaje o estudie en el país. Por lo tanto, en términos estructurales, la tasa de desocupación en el caso de bienes inmuebles destinados a vivienda en Chile sería más alta que la de Estados Unidos.

En lo que se refiere al arriendo de bienes inmuebles para fines comerciales, en Chile han surgido fondos de inversión que compran estos activos y los arriendan por períodos que van de 5 a 15 años, y de esa manera consiguen los flujos para quienes invierten en dicho fondo. Existen varios fondos extranjeros, pero también locales, como los Fondos de Celfin e Independencia, entre otros, para los que lamentablemente no se cuenta con estadísticas. Por su parte, el mercado de sociedades inmobiliarias que venden estos activos fijos que luego los dueños buscan arrendar, está constituido aproximadamente por unas 300 empresas, de las cuales las cinco más grandes del mercado tienen una participación del 25%, mientras que si se consideran las 10 más grandes, la participación aumenta al 30%.

Existen dos aspectos clave que han permitido el desarrollo de este negocio, pero que no obstante afectan el precio de compra-venta de los bienes inmuebles. Por un lado, los dueños (fondos de inversión) obligan mediante los contratos que perfeccionan las compras a las sociedades inmobiliarias a que estas provean una administración de dichos activos fijos que minimice los costos de depreciación, de manera que los arrendatarios no malogren las instalaciones que están ocupando. Por otro lado, las compras de estas inversiones inmobiliarias están atadas a una promesa por parte de las sociedades inmobiliarias, quienes deben garantizar un cierto porcentaje de ocupación. Por ejemplo, al momento de la compra, las empresas inmobiliarias deben garantizar un 80% de arrendatarios. Esto se liga a castigos que inmediatamente operan cuando no se cumple la promesa de arrendamiento, lo que obviamente repercute sobre el precio de compra.

Recuadro 2: Proceso de desalojo de viviendas por falta de pago en Chile

En Chile no se ha desarrollado un mercado inmobiliario importante para el arrendamiento habitacional, en contraste a lo que ha sucedido con el mercado de oficinas. Uno de los factores que han incidido en esta falta de desarrollo es que la normativa legal, aunque se ha perfeccionado y ha disminuido los plazos de desalojo en caso de morosidad, tiene aún un piso de seis meses, lo que desincentiva a los propietarios a desarrollar este tipo de negocios.

El arrendamiento es un contrato regido por las disposiciones del Código Civil (Art. 1915 y siguientes) y la Ley No. 18.101, que regula el arrendamiento de predios urbanos. Además, cuenta con un procedimiento especial ante tribunales. Si se considera el estado actual del procedimiento civil, la demora en los procesos no resultará extraña, sin perjuicio de que últimamente se han observado mejoras y de que el espíritu del procedimiento busca ser más rápido y eficiente que otros.

En el caso de morosidad, se puede llevar a juicio a un arrendatario por deuda de arriendo. La ley da derecho al arrendador a entablar un juicio después de un período entero de mora, o sea, si el pago del arriendo es mensual, basta con un mes impago. El demandante debe primero fijar qué elementos usará para probar la morosidad del arrendatario. Si usa testigos para probar, no pueden ser más de cuatro, y sus nombres deben estar incluidos en la demanda. No necesita de un abogado si el monto del arriendo es inferior a 4 UTM (1 UTM es aproximadamente el doble de una UF). Para montos superiores se requiere la representación de un abogado.

La demanda se presenta ante un juzgado civil. El juicio es verbal, pero las partes podrán presentar minutas escritas relatando los hechos y haciendo sus peticiones. Una vez finalizado el juicio, se puede solicitar que el arrendatario moroso abandone la propiedad. El juez puede dictar como sentencia que el arrendatario entregue la propiedad en un plazo máximo establecido en la sentencia. Si llegado el día el arrendatario no ha entregado la propiedad, el juez puede ordenar el lanzamiento, que debe ser ejecutado por la fuerza pública. También es posible que el juez declare que la demanda no tiene lugar, en cuyo caso no se puede presentar una nueva demanda hasta seis meses después, a menos que hayan ocurrido nuevos hechos.

4. Recomendaciones de política y lecciones aprendidas

4.1. Recomendaciones de política

Considerando el amplio acceso a la vivienda con el que cuenta la población chilena, la rica experiencia en materia de implantación de subsidios y el grado de acceso al financiamiento, las siguientes recomendaciones de política están orientadas a promover mejoras relativamente marginales sobre la situación actual. En términos generales, el sentido principal de las recomendaciones apunta a reducir la brecha que existe entre la percepción de riesgo y el riesgo objetivo de algunos segmentos de la población para endeudarse, así como a promover mejoras en los esquemas de subsidio.

Específicamente, las propuestas preliminares se enfocan en cinco grandes áreas: i) mejorar el acceso al financiamiento de vivienda para el segmento de la población que no cuenta con acceso o que lo tiene, pero en condiciones financieras menos favorables que las que podrían lograrse (tasas de interés, plazo, porcentaje del valor de la vivienda que se financia); ii) ampliar el acceso al financiamiento del segmento de la población que no es inmediatamente “bancarizable” mediante el *Leasing* Habitacional; iii) facilitar el acceso al alquiler de viviendas como solución transitoria para la posterior adquisición de vivienda; iv) mejorar el alcance y la eficiencia en la utilización de los subsidios; y v) mejorar la calidad de las viviendas mediante el otorgamiento de subsidios y financiamiento.

1. El segmento de la población que actualmente no cuenta con acceso al financiamiento de vivienda o que lo tiene en condiciones financieras menos favorables que las que podrían lograrse (tasas de interés, plazo, porcentaje del valor de la vivienda que se financia), podría estar interesado en adquirir propiedades cuyo valor oscile entre 1.000 y 3.000 UF (entre US\$45.000 y US\$135.000, aproximadamente) y constituirse en un segmento muy rentable para las instituciones de financiamiento.

Las recomendaciones de política tendientes a mejorar el acceso al financiamiento de vivienda para este segmento de la población se orientan a mejorar la percepción de riesgo por parte de los prestamistas, facilitar el acceso a un mayor pie, promover mayores economías de escala en los intermediarios financieros, y reducir los costos de registro y transferencia de propiedades.

Para mejorar la percepción de riesgo por parte de los prestamistas, lo que ayudaría a reducir las asimetrías de información que actualmente existen en el mercado de financiamiento hipotecario, se propone el desarrollo/perfeccionamiento de los siguientes instrumentos:

- Seguro de cobertura de riesgo de los créditos hipotecarios (*mortgage default insurance*), que facilitaría el financiamiento de una mayor proporción del valor de la vivienda (mayor relación *Loan to Value*);
- Esquema de ahorro previo, que suministraría información positiva sobre la capacidad de afrontar cuotas del potencial tomador de crédito; y

- Mecanismos de información sobre la capacidad, récord de pago de alquileres y récord de pago de tarjetas de crédito del potencial tomador de crédito. En el caso de los mecanismos ya existentes, sería preciso trabajar para mejorar/facilitar el acceso a la información que los mismos provean.

A fin de facilitar el acceso a un mayor pie, que permitiría disminuir el porcentaje del valor de la vivienda que se financia y reducir la percepción de riesgo de las instituciones financieras, se propone el desarrollo de los siguientes instrumentos:

- Seguro de cobertura de riesgo de los créditos hipotecarios (*mortgage default insurance*); y
- Esquema de ahorro previo, que permitiría contar con mayores recursos financieros disponibles a la hora de afrontar el pago del pie.

Por último, se considera pertinente reducir los costos asociados a la adquisición de viviendas, en especial de aquellas comprendidas en el rango de valores demandados por este segmento de la población (entre US\$45.000 y US\$135.000). Para ello, se recomienda:

- Implementar mecanismos que permitan reducir los costos de registro y transferencia de propiedades (costos notariales, etc.).

2. Una importante proporción de chilenos de bajos ingresos no tiene acceso ni a los subsidios ni al sistema financiero y, por ende, tampoco tendrá acceso al financiamiento de la vivienda. Los bancos no dan préstamos a este segmento de la población – considerado “no inmediatamente bancarizable” –, entre otras razones por el riesgo de morosidad, la poca ejecución de las garantías reales y la incapacidad de comprobar sus ingresos (trabajadores independientes, comisionistas, etc.).

El *leasing* habitacional constituye un instrumento financiero cuyo desarrollo se estima que podría contribuir a ampliar el acceso al financiamiento de vivienda de este segmento de la población. En consecuencia, sería beneficioso promover el uso de este instrumento con este objetivo. Para ello, las propuestas de política se orientan a acelerar la oportunidad en que la propiedad es transferida a la persona que toma el *leasing* y a reducir los costos de fondeo de las compañías que ofrecen este instrumento.

La falta de desarrollo del mercado de *leasing* habitacional en Chile puede responder a problemas de demanda, de oferta o ambos. Una de las características del *leasing* habitacional que podría considerarse una desventaja desde el punto de vista del comprador es el hecho de que la propiedad de la vivienda se mantiene en poder del prestamista hasta que el deudor termina de pagar la totalidad del contrato y ejerce la opción de compra. Esta característica podría generar cierta inseguridad en los clientes y, por ende, desincentivar la demanda de este instrumento. En este sentido, acelerar la oportunidad en que la propiedad es transferida al comprador podría ayudar a incentivar la demanda. Por lo tanto, se propone modificar la regulación financiera actual a fin de:

- Lograr implementar un sistema de *leasing* habitacional que permita, después de transcurrido cierto período de tiempo y bajo ciertas condiciones, transformar el contrato de *leasing* (propiedad del prestamista) en un crédito hipotecario (propiedad del prestatario).

Por otro lado, los mayores costos que los contratos de *leasing* habitacional representan para el cliente respecto de los créditos hipotecarios refleja, entre otras cosas, el mayor costo de fondeo al que acceden las instituciones que ofrecen este instrumento, debido a que se considera que su cartera es más riesgosa. En consecuencia, para fomentar la oferta de este instrumento deberían adoptarse medidas tendientes a reducir los costos de fondeo de las compañías de *leasing*. En esta línea se propone el establecimiento de:

- Un sistema de garantía de carteras de *leasing*; y
- Un mecanismo para mejorar las características de las securitizaciones de las carteras de *leasing*.

3. Entre los factores que podrían estar frenando el desarrollo del mercado de alquileres para vivienda en Chile se encuentran el hecho de que la ley tiende a proteger al inquilino en caso de morosidad (los juicios de desalojo tardan entre seis meses y dos años) y la falta de información disponible sobre la calidad de los arrendatarios. Ambos factores generan incertidumbre en los arrendadores y, por ende, tienden a deprimir la oferta de viviendas para alquiler.

A fin de incentivar la oferta de este mercado, lo que contribuiría a facilitar el acceso al alquiler como solución habitacional transitoria para la posterior adquisición de vivienda, las recomendaciones de política se orientan a brindar mayores certezas al arrendador mediante la mitigación de los riesgos que enfrenta y la mejora de la información disponible sobre la calidad de los arrendatarios. A tales efectos se recomienda:

- Revisar la legislación y regulación vigentes, para que estipulen claramente la posibilidad de desalojar una vivienda en caso de incumplimiento del contrato de alquiler por parte del arrendatario (falta de pago);
- Desarrollar mecanismos de información, como por ejemplo una central de pago de arriendos, que permitan consolidar la historia de pagos (deudas, cuentas, arriendos) de una persona. Estos mecanismos, al proveer tanto información negativa como positiva sobre la capacidad de pago de los arrendatarios, además de contribuir a reducir la percepción de riesgos, servirían para comprobar la capacidad de pago de las cuotas de un eventual crédito de vivienda; y
- Desarrollar un esquema de seguro en caso de morosidad en el pago del arrendamiento como el que existe en Uruguay, por ejemplo. Este mecanismo podría contribuir a la profundización del mercado de alquileres ya que al darle mayor seguridad a los propietarios se podría inducir una reducción en el costo, lo que a su vez incentivaría la demanda.

4. Si bien el mecanismo de subsidios para la adquisición de viviendas implementado en Chile desde los años noventa ha contribuido significativamente a reducir el déficit habitacional, aún hay segmentos de la población que no reciben subsidios ni tienen acceso al financiamiento, y se presume que parte de los subsidios son apropiados por actores diferentes de la población objetivo.

A fin de mejorar el alcance y la eficiencia en la utilización de estos subsidios, que implican un importante esfuerzo fiscal, las recomendaciones de política se orientan a mitigar el riesgo de que haya superposición de subsidios para determinados segmentos de la población y de que los subsidios generen distorsiones en los precios de las viviendas o en las tasas de interés de los créditos.

Para mitigar el riesgo de que haya superposiciones inconsistentes de subsidios para determinados segmentos de la población, se recomienda:

- Revisar las escalas de cobertura de los subsidios por tramo de valor de las propiedades y por tramo de ingreso de los individuos, buscando eliminar posibles inconsistencias; y
- Compatibilizar los esquemas de subsidio para la compra de propiedades, para el *leasing* habitacional y para el alquiler de viviendas.

Para mitigar el riesgo de que los subsidios generen distorsiones en los precios (se traspasen a los precios de las viviendas o a las tasas de interés de los créditos), se recomienda:

- Revisar la vinculación que existe entre los montos de los subsidios y los valores de las viviendas a subsidiar;
- Implementar un mecanismo de información sobre las tasas de interés disponibles para créditos vinculados con subsidios; e
- Implementar un mecanismo de subasta de carteras de créditos vinculados con subsidios, mediante el cual las carteras sean asignadas a las instituciones que ofrezcan las menores tasas de interés activas.

5. En lo que se refiere a mejorar la calidad de las viviendas, los esquemas de subsidios empleados hasta el momento no han mostrado resultados demasiado alentadores. Como se mencionó anteriormente, a partir de 2006 el MINVU comenzó a enfocar sus políticas en la mejora de la calidad de las viviendas mediante un incremento de los subsidios (subsidio de localización y levantamiento de las restricciones de subsidios para la compra de viviendas usadas). No obstante, el aumento de los subsidios se tradujo en un aumento de los precios de las viviendas que no fue acompañado por una mejora de la calidad.

Las recomendaciones de política planteadas a continuación pretenden contribuir a mejorar la calidad de las viviendas mediante el otorgamiento de subsidios y

financiamiento para mejoras. Específicamente se orientan a mitigar el riesgo de que los esquemas de subsidio resulten en una peor calidad de las viviendas y a desarrollar mecanismos que faciliten el financiamiento de mejoras a la vivienda.

Para mitigar el riesgo de que los esquemas de subsidio resulten en una peor calidad de las viviendas (que se genera debido a que bajo el esquema actual los compradores no aportan recursos propios significativos y, por ende, no tienen mayores incentivos para verificar la calidad de las viviendas) se recomienda:

- Revisar los códigos de calidad con los que deben cumplir las construcciones subsidiadas (en particular los asociados a créditos hipotecarios), así como también los procesos de vigilancia de su aplicación.

Para desarrollar mecanismos que permitan facilitar el financiamiento de mejoras a la vivienda, se recomienda:

- Establecer/revisar el esquema de subsidios para mejoras a la vivienda de segmentos de la población con acceso a financiamiento.

4.2. Lecciones aprendidas del caso chileno. Recomendaciones preliminares para otros países.

Como se mencionó anteriormente, Chile es uno de los países de la región con mayor desarrollo del mercado financiero en general y del mercado de financiamiento de la vivienda en particular: el crédito privado y el crédito hipotecario representan el 77% y 19% del PIB respectivamente, porcentajes que resultan ampliamente superiores al promedio de la región.¹⁴ Numerosas reformas económicas fomentaron el exuberante desarrollo que ha registrado el mercado de financiamiento de la vivienda local en los últimos 25 años y el consecuente liderazgo regional que alcanzó el país en este sentido. En consecuencia, el caso chileno arroja importantes lecciones aprendidas que podrían ser de gran utilidad para guiar el proceso de desarrollo de este mercado en otros países de la región.

1. En primer lugar, cabe destacar que el sistema de indexación utilizado en Chile (la Unidad de Fomento) es uno de los pocos ejemplos regionales exitosos en este sentido. El uso generalizado de la UF (a partir de los años ochenta) en la economía chilena, que protege el traspaso de riqueza entre acreedores y deudores frente a variaciones de la inflación, fomentó el desarrollo del mercado de capitales local, el ahorro y, por lo tanto, la inversión. Asimismo, facilitó el manejo de activos y pasivos (emitidos en una misma unidad) por parte de los intermediarios financieros, lo que permitió reducir los costos de intermediación financiera. Estos efectos resultaron de suma importancia para la profundización del mercado financiero en general y del mercado de financiamiento hipotecario en particular.

¹⁴ A modo de ejemplo, el crédito hipotecario como porcentaje del PIB para Brasil, Colombia, Guatemala y Paraguay es, en promedio, del 2,9% (Bebczuk y Demaestri, 2012).

El consecuente impacto que tuvo la adopción masiva de la Unidad de Fomento sobre el desarrollo del financiamiento en mejores condiciones financieras deja como lección aprendida la importancia que tiene contar con una unidad de cuenta (creíble y transparente) de uso generalizado, cuyo valor sea relativamente constante en el tiempo.

2. Del análisis realizado a lo largo de este estudio, se desprende que la securitización de hipotecas no ha sido un factor relevante para el desarrollo del mercado de financiamiento de la vivienda en Chile, donde se logró canalizar ahorro de largo plazo para financiamiento de vivienda sin necesidad de utilizar ampliamente la securitización. En este sentido, la experiencia chilena constituye una importante lección aprendida al demostrar que es posible instrumentar un mecanismo eficiente de canalización de ahorros de largo plazo sin recurrir a instrumentos sofisticados como la securitización, cuya implementación podría resultar algo compleja debido al escaso desarrollo de los mercados de capitales de algunos países de la región.

Resulta tanto o más interesante que el punto anterior el hecho de que el sistema de securitización chileno, aún sin ser demasiado exitoso en términos de desarrollo, constituye en sí mismo una importante lección aprendida. Queda demostrado que si se opta por este tipo de instrumento, es posible implementar un esquema de securitización no sofisticado como el que se utiliza en Chile, mediante el cual los bancos mantienen el riesgo dentro de sus balances. De esta forma, se evita una conducta de riesgo moral por parte de las instituciones financieras y además puede prescindirse de una estructura o de un mercado de capitales con un nivel de desarrollo tan alto como el que se necesita en un sistema de titularizaciones estándar donde los activos son transferidos a un fideicomiso.

3. Por otro lado, cabe señalar que si bien Chile cuenta con un esquema eficiente de banca de segundo piso (Corporación de Fomento de la Producción), este no fue utilizado como mecanismo de fondeo para el financiamiento de créditos hipotecarios, sino que directamente se utilizaron fuentes de financiamiento doméstico gracias a que los bancos lograron captar ahorros y generar instrumentos financieros que facilitaron el fondeo de largo plazo. En este sentido, el caso chileno deja como lección aprendida el hecho de que si existen mecanismos de captación de ahorros eficientes y fuentes de fondeo de largo plazo, es posible desarrollar esquemas de financiamiento de vivienda sin la necesidad de recurrir a un mecanismo de banca de segundo piso.

4. Uno de los instrumentos centrales de la política habitacional chilena es, sin lugar a dudas, el mecanismo de subsidios para la adquisición de viviendas que se viene implementando desde los años setenta y que resultó fundamental para superar el déficit habitacional que aquejaba al país en ese entonces. De la experiencia chilena se puede inferir, como lección aprendida, que un esquema de subsidios eficaz y eficiente debe ser simple y preferentemente tener las siguientes características: i) que brinde apoyo directo a la demanda de vivienda y no a la oferta; ii) que segmente a la población objetivo para llegar a distintos estratos; iii) que no requiera acceso al financiamiento para el segmento de la población de ingresos muy bajos como para acceder al sistema financiero

(segmento considerado no bancarizable); iv) que establezca una relación inversa entre el monto del subsidio y el precio de la vivienda y así contribuir (en algún grado) al aumento de la competencia en el mercado ya que los consumidores tendrían un mayor incentivo a negociar el precio, lo que a su vez redundaría en un uso más eficiente de los recursos, y v) que los subsidios sean diseñados, manejados y otorgados por un único organismo.

5. Por último, se desea enfatizar que el rico proceso de transformación que experimentó la política habitacional chilena a partir del proceso de aprendizaje y corrección de errores relativo a la implementación de un programa de subsidios por un período extenso de tiempo, brinda importantes lecciones aprendidas que podrán contribuir a evitar errores en la implantación de esquemas de subsidios en otros países. Sin embargo, para llegar a contar con el actual mecanismo de subsidios, uno de los más exitosos de la región, la política habitacional chilena tuvo que transitar un largo camino. Como se mencionó anteriormente, desde principios de los años setenta existe en Chile una política social de Estado destinada a satisfacer las necesidades de vivienda de los grupos con más dificultades de acceso a los mercados privados de financiamiento, que con el tiempo fue implementando distintos instrumentos: la construcción directa de inmuebles por parte del gobierno, el posterior otorgamiento de préstamos directos también por parte del gobierno para luego ir migrando progresivamente hacia el otorgamiento de subsidios a la demanda (*downpayment*). En la actualidad, la política habitacional chilena se basa en este instrumento que, a su vez, fue perfeccionándose con el correr del tiempo (por ejemplo, mediante ajustes a la segmentación de la población objetivo y calibración de los subsidios).

El caso chileno muestra entonces que puede resultar eficaz ir perfeccionando gradualmente un programa de subsidios ya implementado, adaptándolo a las necesidades y circunstancias de cada país.

Referencias

- Aparici, G. y A. Yáñez. 2004. “Financiamiento de los Hogares en Chile”. Serie Técnica de Estudios No. 001. Santiago de Chile: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
- Banco Central de Chile. 2012. *Informe de Estabilidad Financiera*. Primer semestre. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.
- Bebczuk, R. y E. Demaestri, 2012. “Restricciones al financiamiento de vivienda en América Latina: enfoque metodológico y resultados de encuesta.” Washington, DC: BID. Documento mimeografiado.
- Centro Latinoamericano de Estadísticas Habitacionales. 1994. “Boletín de Estadísticas Habitacionales. Chile: el financiamiento de la vivienda, 1980-1993”.
- CEPAL. 2002. “El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina”. Santiago de Chile: CEPAL.
- FitchRatings. 2005. “Leasing habitacional ¿Bajos prepagos para siempre?” Junio.
- Fontaine, J. A. 2002. “Consecuencias de la nominalización de la política monetaria”. *Cuadernos de Economía* 39,117: 253–275. Santiago de Chile: Universidad Católica de Chile.
- Lefort, F. y K. Schmidt–Hebbel. 1997. “Indexation, Inflation, and Monetary Policy: An Overview”. En: F. Lefort y K. Schmidt–Hebbel (eds.), *Indexation, Inflation and Monetary Policy*. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.
- Micco, E., E. Parrado, B. Piedrabuena, y A. Rebucci. 2012. “Housing Finance in Chile: Instruments, Actors, and Policies”. IDB Working Paper No. IDB-WP-312. Washington, DC: BID.
- MINVU (Ministerio de Vivienda y Urbanismo). 2009. “Informe Final de Evaluación Programa Subsidio Leasing Habitacional”. Santiago de Chile: MINVU.
- Morandé, F. y C. García. 2004. “Financiamiento de la Vivienda en Chile”. Washington, DC: BID.
- Razmilic, S., 2010. “Precios, subsidios e incentivos: cómo los programas habitacionales terminan por predeterminedar el precio de las viviendas sociales”. Tesis de Magister en Planeación Urbana. Cambridge, MA: MIT.
- Servicios Estudios Económicos BBVA. 2008. “Situación Inmobiliaria Chile”. Agosto.
- Simian, J. M. 2010. “Logros y desafíos de la política habitacional en Chile”. *Estudios Públicos* 117 (verano), pp: 271–322. Centro de Estudios Públicos.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile. *Compendio Normas Contables*. Capítulo B-1. “Provisiones por riesgo de crédito”.

UN-Habitat. 2009. *Housing Finance Mechanisms in Chile*. Naoribi: UN-Habitat.

Walker, E. 1997. “The Chilean Experience in Completing Markets with Financial Indexation”. En: F. Lefort y K. Schmidt–Hebbel (Eds.). *Indexation, Inflation and Monetary Policy*. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.