

EL CRÉDITO DE VIVIENDA

Pasado, presente y futuro



instituto colombiano de ahorro y vivienda

Las ponencias de este libro corresponden al II Congreso Nacional del Ahorro realizado por el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda en Cartagena el 10 y 11 de septiembre de 1992

Cubierta:
Diseño de Hugo Díaz
Ilustración: María Isabel Chaparro

Primera edición: marzo de 1993

© Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda, ICAV

ISBN: 958-95521-0-2

Edición, armada electrónica,
impresión y encuadernación:
Tercer Mundo Editores

Impreso y hecho en Colombia
Printed and made in Colombia

CONTENIDO

PRÓLOGO	
DESAFÍOS PARA EL SECTOR FINANCIERO DE LOS AÑOS NOVENTA	7
UN SISTEMA EN PLENA TRANSICIÓN <i>Enrique Peñalosa</i>	9
PALABRAS DE INSTALACIÓN DEL II CONGRESO NACIONAL DEL AHORRO <i>Eduardo Pacheco Cortés</i>	21
EL CRÉDITO A LARGO PLAZO: MITOS Y REALIDADES <i>Armando Montenegro</i>	27
EL SISTEMA UPAC DESPUÉS DE VEINTE AÑOS <i>Lauchlin Currie</i>	37
LOS GRUPOS FINANCIEROS EN COLOMBIA: DE LA BANCA ESPECIALIZADA A LA BANCA MÚLTIPLE <i>Néstor Humberto Martínez Neira</i>	49
TENDENCIAS FUTURAS DE LA TECNOLOGÍA EN EL SECTOR FINANCIERO <i>Jorge Iván Toro</i>	75
UNA ALTERNATIVA NOVEDOSA PARA LA AMORTIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS A LARGO PLAZO. LA EXPERIENCIA MEXICANA <i>Manuel Campos Spoor</i>	97
¿QUIÉNES SOBREVIVIRÁN EN UN SISTEMA FINANCIERO LIBRE EN COLOMBIA? <i>Javier Fernández Riva</i>	109

LA TITULARIZACIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA <i>Richard Eisenberg</i>	117
LOS FONDOS DE PENSIONES Y EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS <i>José Gabriel Varela Morgan</i>	143
EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS Y SU APLICACIÓN EN COLOMBIA <i>Hernán Beltz Peralta</i>	165
EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS EN EL CONTEXTO DE LOS MECANISMOS DE TITULARIZACIÓN <i>Luis Fernando López Roca</i>	171
VIABILIDAD DEL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS EN COLOMBIA <i>Alberto Gutiérrez Bernal</i>	185
DISCURSO DEL MINISTRO DE DESARROLLO ECONÓMICO EN EL II CONGRESO NACIONAL DEL AHORRO <i>Luis Alberto Moreno Mejía</i>	197
PALABRAS DEL SEÑOR MINISTRO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, EN EL II CONGRESO NACIONAL DEL AHORRO <i>Rudolf Hommes</i>	207
MENSAJE DEL SEÑOR PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA, DOCTOR CÉSAR GAVIRIA TRUJILLO, CON MOTIVO DE LA CLAUSURA DEL II CONGRESO NACIONAL DEL AHORRO. DESAFÍOS PARA EL SECTOR FINANCIERO DE LOS AÑOS NOVENTA	215

PRÓLOGO

DESAFÍOS PARA EL SECTOR FINANCIERO DE LOS AÑOS NOVENTA

Las transformaciones ocurridas en el sector financiero colombiano, durante los últimos meses, han sido importantes y profundas. En este nuevo ambiente de la apertura se cuestionan las concepciones tradicionalmente aceptadas. Se miran con suspicacia las teorías de los sectores líderes a los que deben concederse tratamientos más favorables y se avanza en el desmonte de la banca especializada, levantando restricciones que tanto ésta, como las entidades financieras potencialmente competidoras, habían tenido.

Adquiere entonces una importancia crítica comprender tanto el entorno económico interno como las realidades internacionales de enorme trascendencia y su posible aplicación en Colombia, como son el funcionamiento de los mercados secundarios de hipotecas y los desarrollos de las aplicaciones electrónicas en el sector financiero.

En este Segundo Congreso Nacional del Ahorro, el tema "Desafíos para el sector financiero de los años noventa" sirve de base para analizar las implicaciones, para el sector financiero y los sectores reales y en particular el de la construcción, de las evoluciones recientes y las tendencias futuras. Los ejecutivos de alto nivel, tanto del sector financiero como de otros sectores, lograrán a través de las conferencias y debates una mayor comprensión del entorno actual y los desafíos que depara el futuro.

UN SISTEMA EN PLENA TRANSICIÓN

Enrique Peñalosa *

Nos reunimos en este II Congreso Nacional del Ahorro para celebrar los primeros 20 años de existencia del sistema colombiano de ahorro y vivienda y para analizar los desafíos que enfrenta en la actual coyuntura y para las próximas décadas. Durante sus primeros 20 años las corporaciones de ahorro y vivienda se desempeñaron con éxito como una banca extremadamente especializada. Ahora las autoridades económicas, dentro del contexto de la apertura, han propiciado una mayor integración del sistema financiero para que la mayor competencia entre los diferentes tipos de entidades redunde en una mayor eficiencia. Será difícil, pero no imposible, lograr la subsistencia de unas corporaciones especializadas, aunque menos que en la actualidad, cuya especialización les permita a la vez servir al sector de la vivienda, sin restringirlas tanto que les sea imposible competir con éxito dentro del sistema financiero.

Las realizaciones de las CAV son numerosas. Hoy manejan el 33% de los activos de las entidades de crédito en el país. Han hecho posible el que 1.2 millones de hogares adquieran vivienda propia. Antes de la creación del sistema colombiano de ahorro y vivienda no existían mecanismos privados para la financiación de la vivienda a largo plazo. En el plano estatal el Banco Central Hipotecario, BCH, y el Instituto de Crédito Territorial, ICT, atendían esa necesidad de manera insuficiente e ineficiente. Un aspecto especialmente importante del sistema UPAC es que, a diferencia de lo ocurrido en la mayoría de países en desarrollo durante el mismo período, permitió que en Colombia se atendieran las

* Economista de Duke University con doctorado en administración, de la Universidad de París. Fue secretario económico de la Presidencia de la República y representante a la Cámara. Actualmente es presidente del ICAV.

necesidades de vivienda de las clases medias, sin recurrir a cuantiosos recursos fiscales.

El listado de logros del sistema UPAC es extenso. Creó la cultura del ahorro en los hogares colombianos, no solamente a través del ofrecimiento de tasas pasivas reales positivas, sino de la construcción de una enorme red de oficinas y servicios para los ahorradores. La diferenciación de las CAV de la banca tradicional, imponente y aun intimidante, orientada a las empresas, preferiblemente grandes, es evidente incluso en sus símbolos empresariales, que parecen extraídos de los dibujos animados de Walt Disney.

En el sector financiero las CAV se distinguieron por su liderazgo en la implantación de la electrónica y las telecomunicaciones, como instrumentos de servicios al cliente.

Basándose en la simple observación, puede parecer que la disponibilidad de financiación permitió que la vivienda de las clases medias colombianas fuera más amplia y de mejor calidad que la de las clases medias de países de ingresos per cápita similares. Lo que sí es claro es que el control de calidad de la construcción ejercido por parte de las CAV ha redundado en el mejoramiento de esta actividad en el país.

Se ha cuestionado la importancia macroeconómica de las CAV, señalando que la participación del rubro construcción de vivienda dentro del PIB ha permanecido estable. Sin entrar en ese debate, yo plantearía que el crédito de las CAV, mucho más que como crédito para la construcción, debe analizarse como crédito para los hogares, para las familias. Sin las CAV es posible que se hubiera construido mucho, para alquilar, pero difícilmente habría tantos propietarios. La importancia de las CAV es que han hecho propietarios. Las CAV han sido la más formidable palanca para la construcción de la clase media en Colombia.

Quien es propietario de una vivienda es propietario de un capital. Participa en la valorización que genera el desarrollo. Puede dejar una herencia. Se preocupa por el orden, puesto que tiene algo que perder si hay caos. Su vivienda le sirve además para apalancar créditos para la adquisición de un vehículo, el montaje de una pequeña empresa, la educación universitaria de los hijos, un viaje. Finalmente, también podría argumentarse que resolver el problema de vivienda de los empleados y trabajadores de clase media, que son los más productivos de la sociedad, los hace más productivos. Por tanto, es una excelente inversión.

Requisitos de la banca especializada

Los aperturistas ortodoxos no están muy convencidos de que existan sectores prioritarios, y menos aún de que el apoyo a los eventuales sectores prioritarios justifique la existencia de una banca especializada. Me cuento sin embargo entre quienes consideran que el crecimiento de algunos sectores representa ventajas económicas y sociales para el desarrollo de una nación, que ameritan tratamientos especiales. Uno de aquéllos es la construcción de vivienda en un país en pleno proceso de urbanización.

La vivienda es a la vez una inversión de capital para el desarrollo de un país y una inversión social en calidad de vida y en fortalecimiento de la familia. En los procesos de urbanización acelerada que acompañan el desarrollo, la importancia de la construcción de vivienda es todavía mayor. De la calidad de las ciudades que construyamos dependerá en buena medida la calidad de la civilización colombiana.

Durante los últimos 40 años la población urbana colombiana creció en 450%. La población de las grandes ciudades creció todavía más. Por ejemplo, la de Bogotá creció 630%. Durante los próximos 40 años la población de las grandes ciudades colombianas crecerá en un 100% y el área construida lo hará todavía más, debido a factores como el déficit actual, el incremento de la participación de la construcción institucional dentro del total, o la disminución del número promedio de personas por hogar, entre otros. En Colombia el grupo poblacional en que se concentra la demanda de vivienda, comprendido por las personas entre los 25 y los 44 años de edad, actualmente está creciendo a una tasa de 3.3% anual.

Desde la perspectiva puramente económica, las ciudades son los grandes motores de la producción nacional. Invertir en ellas es buen negocio. De otra parte, la construcción de vivienda en un país como Colombia representa más del 20% de la formación bruta de capital fijo. El efecto de la construcción de vivienda sobre la actividad económica y el empleo es muy grande, puesto que es una actividad muy intensiva en empleo y en el uso de materias primas de origen nacional.

Por todo lo anterior es conveniente que la construcción, y la construcción de vivienda en particular, cuenten con toda la financiación que requieran. Lo que no es evidente es que este propósito exija la existencia de una banca especializada. Lo más probable es que el mercado dejado en libertad garantice la disponibilidad de recursos suficientes para la construcción y la vivienda.

Si luego de sopesar el pro y el contra, se decide que es conveniente mantener una banca especializada en la construcción y la vivienda, lo que debe quedar absolutamente claro es que las limitaciones inherentes a la especialización deben tener una compensación. "Banca especializada" es la descripción eufemística de "banca limitada" o "banca restringida". Que las operaciones de las entidades financieras especializadas estén limitadas mediante regulaciones estatales significa que no pueden realizar actividades de captación o colocación, que permanente o esporádicamente les serían más rentables. Afirmar esto es perogrullada, puesto que de no ser más rentables no habría necesidad de prohibirles el que las llevaran a cabo.

Además de impedir su participación en actividades más rentables que las permitidas, las restricciones pueden afectar seriamente la competitividad de esas entidades, al no poder ofrecer a sus clientes los servicios que otros brindan. Para compensar las costosas limitaciones que implica la especialización, es indispensable que estas entidades tengan algunas prerrogativas exclusivas, referentes a las operaciones que realizan en la captación, en la colocación, así como otras que pueden estar relacionadas, por ejemplo, con los niveles de encaje.

Hacia dónde van las políticas actuales

Las autoridades económicas actuales no son muy amigas de la banca especializada en general, ni del sistema UPAC en particular. En buena medida debido a viejas querellas con el sistema y sus fundadores, o porque la concepción aperturista ortodoxa tiene plena confianza en el mercado libre y desconfía de la existencia de sectores prioritarios y mucho más aún de los instrumentos de intervención para canalizar recursos a estos sectores, uno de los cuales es por supuesto la banca especializada.

Es así como durante los últimos dos años, pero con especial intensidad durante los últimos meses, desde que asumió el manejo de la economía la nueva junta directiva del Banco de la República, se eliminaron una a una, de manera concienzuda y sistemática, todas las prerrogativas que habían permitido la existencia del sistema UPAC como banca especializada. No se eliminaron, sin embargo, las numerosas limitaciones vigentes para las corporaciones de ahorro y vivienda. Con lo cual se constituyó un desequilibrio, que de no modificarse hará imposible la supervivencia de estas entidades, como tales, en el mediano

plazo; porque obviamente podrían convertirse en bancos. Una corporación, el BCH, ya es banco. De las otras nueve, ocho tienen el capital necesario para convertirse en bancos y algunas de ellas lo tienen en niveles muy superiores al de muchos bancos. Es muy probable que ésta haya sido la intención de las autoridades económicas: acabar de una manera sinuosa y sutil con el sistema UPAC, de manera que cuando las corporaciones opten por convertirse en bancos parezca que fue por su propia voluntad y no porque fueron forzadas a ello.

La principal prerrogativa que tuvieron las CAV como compensación a sus restricciones se constituía en que eran las únicas entidades que podían pagar intereses libremente a los depósitos de ahorro a la vista. Los bancos tenían restricciones para ofrecer lo mismo en sus cuentas de ahorro: tuvieron topes a los intereses que podían pagar y períodos mínimos de algunas semanas durante las que debía permanecer el depósito en la cuenta para poder ser remunerado. A partir de enero de 1991 los depósitos a la vista en las cuentas de ahorro de los bancos comenzaron a ser remunerados día a día. Además los bancos pueden ofrecer a sus ahorradores tarjetas de crédito y el servicio de cuenta corriente "asociada" a la cuenta de ahorro, lo que significa que al girar un cheque sin fondos la cuenta corriente respectiva recibe un traslado automático de la cuenta de ahorros. Las CAV, por supuesto, no pueden ofrecer tarjetas de crédito ni chequeras "asociadas". Los depósitos en esas cuasicuentas corrientes remuneradas de los bancos están creciendo por encima del 90% anual, lo que demuestra su éxito. Para que no hubiera duda sobre el mensaje que la junta del Banco de la República estaba enviando a las CAV, entre febrero y mayo de 1992 se incrementaron los encajes de los depósitos en cuenta de ahorro de 1.5% al 10%, a la vez que se les redujeron a las cuentas de ahorro de los bancos, del 17% al 10%.

Las CAV tenían otras prerrogativas: una relación patrimonio-activos más favorable; exclusividad en el otorgamiento de créditos de largo plazo y la autorización para capitalizar los intereses, lo que permitía efectuar créditos con tasas conformadas con un componente variable, la corrección, y uno fijo, el interés; acceso a los cupos de liquidez en el FAVI; posibilidad de mantener excesos de encaje en el FAVI, remunerados con la corrección monetaria. Hoy las CAV, o no tienen estas prerrogativas o ya no son exclusivas puesto que los bancos también las tienen.

En la actualidad los bancos pueden realizar absolutamente todas las operaciones, tanto de captación como de colocación, que realizan las CAV, sin desventaja alguna. La inversa en cambio no es cierta. Hay

decenas de operaciones que realizan los bancos, que están vedadas a las CAV. En otras palabras, hoy un banco no ganaría nada convirtiéndose en CAV, y perdería mucho. Una CAV ganaría mucho convirtiéndose en banco y no perdería nada. Si ninguna CAV se ha decidido todavía a hacerlo es por razones de mercadeo. Sus directivos consideran que a través de 20 años de esfuerzos han constituido una imagen distinta de la de los bancos. Mientras éstos son la banca de las empresas, las CAV son la banca de los hogares, del ciudadano común. Sin embargo, frente a limitaciones objetivas tan numerosas, no es posible mantener indefinidamente el mercado conquistado.

Desde algunos frentes se ha sugerido que las CAV sustituyan sus captaciones de corto plazo en cuentas de ahorro por la venta en el mercado de capitales de títulos representativos de la cartera hipotecaria. Quienes eso afirman tienen la teoría de que el crédito de largo plazo debe estar fondeado por captaciones de plazos equivalentes. Eso no es válido. Precisamente una de las funciones clásicas de los sistemas financieros es la de transformar los plazos. La mayor parte de los sistemas de financiación de vivienda en el mundo se fondean con captaciones de corto plazo.

La esencia de las CAV es la captación de ahorro. Fueron estas entidades las que enseñaron a los colombianos a ahorrar. Y no tuvieron éxito debido simplemente a que pudieron remunerar los ahorros con tasas reales. Desarrollaron una miríada de servicios para sus ahorradores. Hoy tienen más de seis millones de cuentas de ahorro, en más de 1.000 oficinas, en 80 municipios del país. Invierten más de US\$10 millones anuales en publicidad. Con tan formidable estructura para la captación de ahorros, deben poder conseguir recursos a un costo relativamente bajo. No tendría sentido sustituir esos recursos por unos más costosos de inversionistas financieros sofisticados, como los que adquieren los títulos hipotecarios en los mercados de capitales. Las CAV deben ir hacia la titularización de la cartera hipotecaria, pero como un complemento de las cuentas de ahorro y no como un sustituto.

Del lado de la colocación, varios bancos ya están otorgando créditos de largo plazo para la adquisición de vivienda e incluso para la sustitución de los créditos con las CAV; de manera exclusiva, por supuesto, para los segmentos de mayores ingresos. Es increíble que las autoridades económicas permitan que los bancos financien vivienda de clase alta sin exigirles una colocación de créditos en vivienda de interés social, VIS, equivalente a la que tienen que hacer las CAV, a una tasa de corrección monetaria más cinco puntos, la cual implica pérdida. Con-

virtiéndose en bancos, las CAV solamente perderían la obligación de colocar el 20% de su cartera en VIS; las pérdidas que genera la cartera de \$450.000 millones de VIS del sistema UPAC superan los \$30.000 millones anuales. Anteriormente las CAV cubrían las pérdidas generadas por los créditos VIS cobrando unos puntos adicionales a la vivienda de clase media alta y alta. Hoy, cuando los bancos están en la competencia, sostener el esquema es imposible. Si las autoridades económicas continúan autorizando que los bancos presten para que las personas prepaguen a las CAV, no habrá cómo sostener la cartera colocada en VIS, que a finales de este año ascenderá a unos \$600.000 millones.

Las restricciones a las CAV van mucho más allá de la colocación. No pueden obtener crédito externo. No pueden llevar a cabo compraventa de divisas. No pueden hacer el canje de cheques directamente en el Banco de la República, sino que también deben hacerlo a través de un banco. No pueden siquiera ir directamente al Banco de la República por billetes, sino que deben hacerlo a través de un banco. No pueden desarrollar programas de ahorro previo al otorgamiento de un crédito, ni realizar sorteos entre los ahorradores. El listado completo de las limitaciones sería demasiado extenso.

Es relevante señalar, sin embargo, el grave problema que constituye para la operación del sistema la fórmula de la corrección monetaria.

Una nueva corrección monetaria

La corrección monetaria es el componente variable de la tasa de interés UPAC, ya sea para los ahorradores o para los deudores. En un banco, donde la mayoría de los créditos son a corto plazo, no es problema que éstos se otorguen a una tasa de interés fija. Si sube la tasa de captación, se incrementa la tasa de colocación de los nuevos créditos.

No ocurre lo mismo con los créditos de largo plazo. El sistema UPAC tiene una cartera de largo plazo de \$2.3 billones, y sus captaciones ascienden a \$3 billones. Cuando sube la tasa de interés del mercado de captación, las CAV no podrían simplemente ajustarse a la captación a través de un reajuste a la tasa de interés, puesto que se incrementarían sus gastos pero no sus ingresos. Es indispensable que el ajuste se haga a través de la corrección monetaria, de manera que a la vez que pagan más a los ahorradores, reciban más de los deudores.

Durante los 20 años de existencia del sistema UPAC, la fórmula de la corrección monetaria ha sido modificada por decreto en 18 oportu-

nidades. Esa intervención del gobierno no parece preocupar a los aperturistas ortodoxos. Pero no es conveniente. Ha sido necesario modificarla, básicamente porque la corrección se coloca muy por encima o muy por debajo de la tasa de interés de captación del mercado.

La fórmula actual, 50% del DTF más el 20% de la inflación, fue diseñada para que la corrección bajara rápidamente, con el fin de contribuir al objetivo gubernamental de reducir la tasa de interés. Con el reciente incremento del DTF, la corrección monetaria se ha quedado muy a la zaga. El ICAV ha propuesto una corrección monetaria que corresponda al 90% del DTF.

Los bancos están haciendo créditos de largo plazo con base en el DTF más unos puntos de interés. ¿Por qué las CAV no hacen lo mismo? Porque el concepto del UPAC tiene un posicionamiento importante en el mercado.

Una objeción a la fórmula tan similar al DTF, es que sería muy variable, pudiendo reflejarse incluso en las cuotas mensuales de manera significativa. Para evitar esto, será necesario utilizar mecanismos de amortización diferentes de los tradicionales, que estabilicen las cuotas, independientemente de que el costo financiero efectivo del crédito dependa del DTF. El ICAV, conjuntamente con el Ministerio de Desarrollo, ha estudiado el mecanismo de amortización aplicado en México, país en el que están otorgando US\$3.000 millones anuales en créditos hipotecarios.

Con los sistemas de amortización tradicionales del UPAC, los cambios en la corrección monetaria se ven reflejados en variaciones en las cuotas. Con el nuevo esquema, las cuotas serían iguales durante el año, reajustándose una sola vez anualmente, en la proporción en que lo haga el salario mínimo. Los cambios en la corrección no implicarían cambios en las cuotas, sino en el tiempo que falta para cancelar el crédito. El tiempo en que se cancela el crédito dependería entonces de los niveles en que se incremente el salario mínimo y de los niveles de la tasa de interés. Para acomodar la posibilidad de que en algún momento las autoridades económicas decidieran eliminar el salario mínimo, o incrementarlo muy por debajo de la inflación, puede incluirse una cláusula de salvaguardia que estipule que en el caso de que el salario mínimo crezca en un porcentaje inferior en más de cinco puntos porcentuales respecto a la inflación, el reajuste se haría de acuerdo con la inflación. Además de evitar que las fluctuaciones del DTF se reflejen negativamente sobre las cuotas mensuales, el nuevo sistema facilitaría llegar con crédito UPAC a los estratos de menores ingresos que le temen a endeudarse en UPAC. Esto será especialmente cierto una vez que se

elimine el control de la tasa de interés a los créditos VIS, lo que es absolutamente indispensable en las circunstancias actuales.

Nuevas líneas de crédito para las CAV

Como revolucionaria fue considerada la medida del ministro de Desarrollo, Jorge Ospina, de autorizar a las CAV efectuar créditos para inversiones distintas de las inmobiliarias tradicionales. No obstante el escándalo que produjo esa innovación, las restricciones de esos créditos eran serias: primero, podían ser destinadas sólo a inversión; y la definición de "inversión" se dejaba al libre y arbitrario albedrío de la Superintendencia Bancaria. El plazo no puede ser menor de cinco años. La única garantía aceptable es una vivienda y el monto del préstamo no puede exceder los \$108 millones. Los bancos, en cambio, pueden destinar los recursos que captan en cuenta de ahorro a cualquier fin, con cualquier plazo, en cualquier monto y con cualquier garantía.

Algunos colombianos ven en la diversificación de la cartera de las CAV una peligrosa aproximación a la multibanca, la cual puede efectivamente implicar riesgos. El primero es que en aras de la ortodoxia del libre mercado se deje sin recursos a un sector altamente prioritario en un país en plena urbanización, como es el de la vivienda. Sin embargo, aun con multibanca, el gobierno puede exigir a las entidades financieras la colocación de unos porcentajes mínimos de la cartera en los sectores considerados prioritarios, como el de la vivienda.

Otro inconveniente de convertir a las CAV en bancos es que reducen su solidez. La cadena se rompe por el eslabón más débil. El 80% de las operaciones de una gran entidad financiera puede ser muy segura. Pero el 20% restante puede ser riesgoso y llevar la entidad a la quiebra, arrastrando tras de sí a todas las demás. En la medida en que una entidad financiera concentre sus operaciones en el crédito hipotecario y no efectúe créditos por montos demasiado grandes, sus riesgos son menores. Tanto el sector que atienda prioritariamente como sus ahorradores estarán muy seguros. A esto habría que agregar que unas CAV dedicadas con prioridad al sector construcción e inmobiliario, seguramente lo atenderán mejor que un banco con otras prioridades.

Por todo lo anterior, así como por la gran confianza que han logrado en la ciudadanía, sería una lástima que las CAV se convirtieran en bancos. Sin embargo, si las autoridades no toman medidas importantes, y pronto, este desenlace es inevitable.

¿Para dónde deben ir las CAV?

Es importante recordar qué son estas entidades. Mucho más que la banca de la construcción o del sector inmobiliario, son la banca de los hogares. Su especialidad está en conocer los flujos de recursos de los hogares, en atender sus necesidades de servicios. Es allí donde deberían mantenerse y concentrarse.

Para lograrlo, pueden y deben llegar con mayor dinamismo a los grupos de menores ingresos. En alguna medida, los 1.2 millones de hogares que durante los últimos 20 años adquirieron vivienda con crédito UPAC, ingresaron así a la clase media. El gran desafío es hacer lo mismo con otros tres o cuatro millones de hogares durante los próximos 20 años. Llegar a los hogares de menores ingresos sólo será posible, por supuesto, con tasas de interés comerciales. Y en la medida en que los grupos de menores ingresos impliquen mayores riesgos y costos administrativos, las tasas de interés de estos créditos no sólo no podrán ser menores que el promedio, sino que deberán ser superiores. Si el gobierno quiere algo distinto, deberá hacer aportes presupuestales. El crédito a estos sectores de la población, aun a tasas altas, les representarán un enorme apoyo, puesto que la alternativa es no tener crédito, u obtenerlo de los agiotistas.

Para consolidar la imagen de seguridad del sistema, los créditos deberán seguir con garantías hipotecarias, aunque no necesariamente de vivienda. Cualquier inmueble podría servir para este propósito, incluyendo los lotes. En su concentración estratégica en el crédito a los hogares, las CAV no pueden limitarse a la financiación de vivienda. El 70% de los hogares colombianos, casi cinco millones, es propietaria de su vivienda. Ahora tienen otras necesidades. Desde hace ya varios años, las CAV no sólo han atendido bien la demanda de crédito para la construcción y para la adquisición de vivienda nueva y vivienda usada, sino que han tenido unos excedentes muy importantes de recursos. Durante los últimos meses éstos han oscilado alrededor de los US\$750 millones. Ahora que los bancos entran de lleno a financiar la construcción y la adquisición de vivienda, estos excedentes serán aún mayores.

Las CAV no le temen a la competencia. Están entre las entidades más tecnificadas y eficientes del sector financiero. No pueden, sin embargo, competir con las manos amarradas. Deben eliminarse, por tanto, todas las restricciones que afecten su competitividad, especialmente en los servicios que puedan ofrecer a las personas. Deben, por ejemplo, ofrecer tarjetas de crédito, cambio de divisas. Deben tener igualmente

acceso directo al Banco de la República y, en general, la mayor igualdad con las entidades con las que compiten. Sus únicas restricciones consistirían en que su cartera tendría que ser hipotecaria, con la excepción de unos cupos menores para las tarjetas de crédito, y que un porcentaje de su cartera debería estar colocado en vivienda en general y otro en vivienda social. Hay que recordar, sin embargo, el principio general: cualquier restricción que se imponga debe estar compensada por una prerrogativa exclusiva.

Las restricciones que aquí se proponen, en aras de mantener una banca hipotecaria especializada, aunque no exclusivamente en vivienda, deberían estar compensadas. Por ejemplo, estableciendo restricciones a las cuentas de ahorro de los bancos, que de continuar remunerando libremente los depósitos a la vista, terminarían por sustituir a las cuentas corrientes, incrementando estructuralmente los costos financieros en el país. O con condiciones más favorables en lo referente a encajes, o a la relación patrimonio-activos.

Por supuesto, si las autoridades económicas rechazan cualquier posibilidad de otorgar prerrogativas a cambio de las limitaciones, habrán simplemente optado por la multibanca, así no lo digan; con los eventuales beneficios, así como con los costos y los riesgos que implica este camino.

PALABRAS DE INSTALACIÓN DEL II CONGRESO NACIONAL DEL AHORRO

Eduardo Pacheco Cortés*

Nos reúne hoy en Cartagena, ciudad afín al corazón de todos nosotros, la realización del II Congreso Nacional del Ahorro, que en esta ocasión coincide con la celebración de los veinte años de creación del sistema de valor constante. Los hemos convocado durante este par de días para que analicemos cuáles deben ser las condiciones que hagan posible que el sistema repita sus primeros veinte años de logros y éxitos.

Recuerdo una alcancía de la Caja Agraria, muy bonita por cierto, a donde iban a parar algunas contribuciones que mis padres nos daban; no tenía suficiente uso de razón para comprender que eran pocos los colombianos que tenían una cuenta de ahorro, y mucho menos que en la mayoría de las ocasiones la tasa real de mis intereses era negativa. Y ni hablar de lo que padecían aquellos que aspiraban a realizar su sueño dorado, adquirir una vivienda, pues la oferta de crédito era escasa, los plazos cortos y las amortizaciones constantes. Antes del nacimiento del sistema UPAC, parecería que tanto los ahorradores como los usuarios necesitaban pertenecer a alguno de esos clubes privados, donde hay criterios restringidos de selección, para tener acceso al crédito de vivienda.

Ciertamente el nacimiento del sistema UPAC en 1972 contribuyó en forma definitiva a la educación y modernización financiera del pueblo colombiano. Todos aprendimos o adquirimos conciencia de que con el dinero, al igual que con los hoteles, lo que vale es la noche pasada. Las corporaciones de ahorro y vivienda abrieron oficinas en sitios hasta entonces no servidos por el sector financiero y, a más de esto, colocaron en ellas modernos equipos, desconocidos hasta ese momento en el país. Con orgullo decimos que fuimos los líderes en el cambio tecnológico

* Presidente del Consejo Directivo del ICAV.

que el sector financiero colombiano vivió en las últimas dos décadas. En este período, de los barrios más humildes a los grandes centros comerciales; de las zonas industriales a los sitios donde los colombianos veraneamos, hemos construido una red de casi mil oficinas, cuyo objeto fundamental es servir a nuestros conciudadanos ahí donde viven, trabajan o se divierten.

En estos primeros veinte años hemos financiado un millón doscientas mil unidades de vivienda, con lo cual no sólo hemos sido un aporte importante al desarrollo del país, ayudamos a generar más de quinientos mil puestos de trabajo anuales, sino que nos hemos vinculado con más de un millón de colombianos en el logro de adquirir su propia vivienda. Introdujimos las amortizaciones crecientes, con lo cual se puso al alcance de muchos más colombianos la posibilidad de techo propio, y recuerdo con claridad cómo los profetas del pesimismo hablaban de la voracidad en el aumento de las cuotas; pues bien, lo cierto es que hoy tenemos familias que hace ya cinco años cumplieron con el ciclo, sin contratiempos, pues las cuotas se incrementaron en forma semejante a como lo hicieron sus ingresos. Es otra de las maneras como hemos estado cerca de la gente.

Sin pecar de modestos, el sistema UPAC les ha cumplido a sus clientes, a sus empleados, a sus accionistas y al país. Las cifras que tenemos para mostrar podrían ser muchas, en varias partes de Latinoamérica y del mundo las estudian y nos toman como ejemplo. Pero no sólo representamos entidades que han llevado con éxito el ahorro y el crédito a niveles y a rincones que eran desconocidos en Colombia; creemos ser unos colombianos de bien, honrados y trabajadores que hemos puesto un grano de arena para que nuestra tierra sea un sitio mejor para vivir. Los colombianos no hemos invertido un solo peso en salvar una entidad de las nuestras; creemos que como los que más, hemos sido unos respetuosos y delicados contribuyentes del fisco colombiano; aquí no se evaden impuestos. Por ello en ocasiones nos duele, nos causa incertidumbre, cuando en algunos de los foros más importantes del país, en el Congreso mismo, en los medios de comunicación, y aun por parte de los funcionarios más importantes del gobierno se critica el nivel de nuestras utilidades. Ellas son bien habidas, respetando las normas, y dentro de límites de rentabilidad semejantes a los de otros sectores de la economía. Representamos a unos accionistas que son capitalistas, que realizan y mantienen unas inversiones porque esperan unos dividendos, pero que también quieren a su país y están aquí para quedarse un largo rato. No debe utilizarse el nivel de nuestros réditos para trans-

mitir la impresión de que a nosotros no nos interesan la pobreza y miseria que aflige a muchos de nuestros hermanos. Precisamente, estamos convencidos de que mediante ese proceso de inversión y beneficios llegaremos a curar aquellos males de falta de alimentación, de techo, de seguridad y de educación que padecen millones de los nuestros, en forma más eficiente y en menor tiempo. La injusticia está lejos de nuestra alma.

En la última publicación de utilidades, como siempre, se omite mencionar el incremento en el patrimonio del sector, el cual es significativamente más alto que el de los beneficios; quizá lo que debería destacarse es que los empresarios siguen manifestando su confianza en su negocio y en Colombia. Aprendamos a mirar con admiración a aquellos que tienen éxito, y no con recelo y envidia como parece ser nuestra costumbre.

Cuando se piensa y se analiza sobre las condiciones que creo son necesarias para repetir estos primeros veinte años de logros, aparece una serie de preocupaciones, tanto en la macro como en la microestructura, que quisiera compartir con ustedes.

Sea lo primero decir que es bienvenida la apertura, no sólo como una política que hará de las nuestras unas entidades más eficientes, que tendrán que ofrecer a sus clientes productos y servicios mejores y más baratos, sino también que la economía en general tendrá la capacidad de aumentar significativamente el nivel de producción de bienes y servicios. Si a esta generación de nueva riqueza se le añade un Estado que cumpla con su papel de redistribuidor del ingreso, confiamos todos en que habremos cambiado el viejo esquema, que por lo menos fue lento en solucionar el problema de la marginalidad colombiana. Entiendo que cuando se habla de apertura, de abrir nuestras fronteras a importadores y exportadores, tanto de bienes como de capitales, ello está basado en que la iniciativa de la empresa privada es capaz de producir más eficientemente, es el motor del desarrollo. Los ejemplos de lo que sucedió en la vieja Cortina de Hierro son bien ilustrativos de lo que no se debe hacer. Dentro de este esquema, resulta paradójico ver cómo el señor ministro de Hacienda de hace cuatro años, dentro de su ya conocida y admirada habilidad política, presentó ante el Congreso de la República una reforma tributaria en la cual se redujeron las tasas impositivas, se eliminó la doble tributación, en fin, se procuró crear un clima de incentivos a la inversión nacional y extranjera sin la cual es utópico pensar en generar las tasas de crecimiento que nos permitan salir del subdesarrollo. Pues bien, el ministro del presidente Barco es hoy nues-

tro primer mandatario, y su gobierno ha establecido una reforma tributaria en la que se ha impuesto la mayor transferencia de fondos al Estado, cuyos recaudos reales en 1991 ya habían aumentado casi veinte puntos. Pareciera que ni el presidente ni su partido tienen una filosofía, una plataforma de gobierno. Las circunstancias nos manejan y no nosotros a ellas. Es difícil comprender cómo al mismo tiempo se pretenden lograr las inversiones que el país necesita para renovar su infraestructura productiva y que el fisco le imponga unas mayores cargas al sector productivo. Por lo que leemos en estos días, estas tendencias fiscalistas apenas comienzan; se habla del cambio en el sistema de pensiones, cuya solución se contempla en mayores aportes por parte de las empresas, y de nuevos tributos para los municipios. En alguna medida, con estas actuaciones se está sacrificando la política de apertura. Dentro de criterios de seguridad y responsabilidad, que siempre han distinguido a Colombia en Latinoamérica, el equipo económico ha tomado estas medidas, pero no por ello se puede decir que se dejó pasar una oportunidad dorada. En términos empresariales, se tomó la decisión de solicitarles a los accionistas un aumento de capital, antes de pensar en cambiar los sistemas que estaban produciendo las pérdidas, o en vender activos no necesarios. ¡Qué bueno hubiera sido, por ejemplo, vender algunas de las empresas del Estado, que tan precario servicio prestan, a unos altos costos, y no tener que transferir más fondos a un Estado que tantas inquietudes nos produce! Al proceso de apertura le pararán su dinámica, y desafortunadamente eso se traduce en más años de espera para los compatriotas pobres. En lo posible, hay que tener más consistencia entre las políticas y las estrategias. Como lo señala el mismo gobierno, la participación del capital extranjero es fundamental, por lo que no deben olvidarse las alternativas que éste tiene, aun en nuestro hemisferio.

A estos vientos de competencia no ha sido inmune el sector financiero, y desde la Superintendencia Bancaria y la junta directiva del Banco de la República se han tomado diversas medidas, todas tendientes a que los servicios sean a la vez mejores y menos onerosos. Es loable que la autoridad quiera crear unas condiciones de igualdad entre los distintos subsectores. Esa es la esencia de la apertura. Dentro de este esquema, los encajes de nuestros certificados de depósito son hoy iguales a los de los bancos; y en cuentas de ahorro, en el transcurso de este año, se han adoptado dos aumentos en el encaje, pasando del 1.5 al 10%, aumento equivalente a algo más de doscientos mil millones de pesos. Además éste se liquida con la corrección monetaria del día anterior, lo

cual ocasiona otro impacto financiero. Obviamente, ni nos oponemos ni le tememos a la competencia, bienvenida sea; pero sí tenemos que expresar nuestra preocupación cuando se tiende a nivelarnos con otros estamentos del sector financiero que no tienen la obligación de colocar el 20% de su cartera en vivienda de interés social a una tasa subsidiada, o cuando un porcentaje importante de nuestros créditos está colocado a tasas fijas, que en algunos casos podrían ajustarse legalmente, pero que el Banco Central ha considerado propicio no hacerlo. Hemos visto el ingreso de los primeros bancos al mercado de la financiación de vivienda, en condiciones difíciles de igualar, por cuanto las restricciones nuestras no son aplicables a ellos. Debe encontrarse un justo medio que les reconozca a las corporaciones de ahorro y vivienda, de una parte los créditos sociales subsidiados que otorgamos y, de otra, el desbalance que existe entre los plazos de colocación y de captación. Naturalmente, en un escenario de mercado, el precio debería relacionarse con el riesgo, y esta es la opción que preferiríamos.

Tenemos que reconocer y aplaudir todas las determinaciones que se han tomado para liberar los mercados y terminar una serie de normas que hacían lento y burocrático el trámite de diversos aspectos que interesaban al sector financiero. Hoy hay libertad para abrir oficinas, para cerrarlas; al sistema UPAC se le quitaron los diferentes rangos a los que estaba sometida su cartera y otras que no es el momento para enumerar. Dentro de este espíritu, resulta difícil entender la medida sobre control de las tasas de colocación; parecería no ser consistente, no mostrar coherencia. Todos conocemos los tiempos difíciles que ha debido capear la junta directiva del Banco, y todos conocemos de la experiencia y profesionalismo de sus miembros, pero no por ello deja de llamarme la atención que mientras se propende por la liberalización de la competencia, en un momento de angustia, de duda, se opta por el camino de sobreponer el criterio de una mayoría de la junta al del mercado. A juzgar por lo que ha acontecido en las últimas semanas, parecería que éste tenía razón al no bajar las tasas, como se pensó en el Banco de la República. Cuando se impuso el control, se adujo para justificarlo que el mercado no había actuado suficientemente rápido en la baja de las tasas, y que con la medida se aceleraba la llegada a unos precios de equilibrio. Obviamente, lo sucedido en el último mes cambió la tendencia de las tasas, haciendo inválido el argumento. ¿Valdrá la pena que mientras se pregona la eficiencia y la competencia se tenga un control de precios que, como todo control, conlleva sus distorsiones? Creo interpretar a todos cuando deseamos que la junta tenga éxito en el manejo

monetario, ojalá el índice de inflación de agosto de 1992 sea el punto de inflexión de la curva; el éxito de ellos es el del país. Mantener por mucho tiempo una alta inflación, medios de pago que crecen al 40% y tasas reales de ahorro negativo, puede ser poco menos que imposible.

De mucho tiempo atrás conocí a una persona que hace tres años, en uno más de esos casos que no merecen letra de molde, fue asesinada para robarle un modesto vehículo. La tragedia humana de una madre que se va es algo que sólo se entiende cuando se tiene cerca, dejando unas heridas tan profundas, que los colombianos no somos conscientes de lo que esta guerra que vivimos pueda implicar en el futuro. Con algún interés he seguido el curso de la justicia en este caso, y no exagero mucho al manifestar que no hay mucha diferencia entre si se hubiera o no cometido un crimen. La justicia para la gente de bien no está funcionando. El Estado no está en capacidad de garantizar, como le ordena la Constitución, la honra y bienes de sus ciudadanos. Aquí no se distingue entre el que trabaja y el que roba. La contradicción entre el país económico que tiene su vitalidad, que es el reflejo de la tenacidad y el rebusque de los colombianos, y el país nacional, que cada vez muestra un deterioro mayor en sus valores, tarde o temprano tiene que definirse, quién sabe hacia dónde y con qué consecuencias para nuestros hijos. Todos por naturaleza, y quizá con razón, miramos hacia el gobierno como el ente al que corresponde poner la cara, pero también es cierto que somos conscientes de sus limitaciones e incapacidad, y nos corresponde entonces colaborarle a base de carácter.

Imagínense, ustedes, el país que tendríamos si existiera entre nosotros un mínimo de respeto por algunos valores esenciales. Los capitales, que tanto necesitamos, son bien esquivos a situaciones como las que se viven en Colombia. De todos nuestros males, no hay ninguno más dañino que este irrespeto que profesamos por la vida, honra y bienes de los demás. Colombia sólo llegará a su potencial cuando se fortalezca este talón de Aquiles; no llegar a nuestro potencial es posponer más los justos anhelos de muchas personas. No olvidemos que cada uno de nosotros puede hacer algo para que los valores básicos vuelvan a nuestra tierra.

En nombre de las corporaciones de ahorro y vivienda, del Banco Central Hipotecario y del Instituto que nos agrupa, les agradezco su presencia. Estoy seguro de que su participación hará de este II Congreso Nacional del Ahorro un evento que ayude a consolidar el desarrollo del sistema de valor constante en el país.

EL CRÉDITO A LARGO PLAZO: MITOS Y REALIDADES

Armando Montenegro*

En esta intervención voy a presentar algunas reflexiones sobre el crédito a largo plazo en Colombia. Este tema, que ha despertado tantos debates a lo largo de las últimas décadas, se puede ahora tratar sin demasiada pasión, porque la evolución de nuestra economía y la de los mercados financieros y de capitales, en algún grado, le han quitado el papel protagónico que se le asignó en otros tiempos como instrumento impulsor del desarrollo.

IMPORTANCIA DEL CRÉDITO A LARGO PLAZO

Por muchos años, aquí se pensó que la clave del crecimiento, la inversión y la consolidación de los sectores económicos, era el crédito a largo plazo. Cuando ocurrían terremotos, incendios, sequías, la respuesta exclusiva consistía en ofrecer líneas de crédito a largo plazo. Así mismo, el objetivo de los distintos gremios era lograr para sí una línea de esa naturaleza en el Banco de la República.

En la actualidad, esta idea se ha revaluado. Las empresas, por fortuna, después de un largo período de sobreendeudamiento, piensan otra vez en la capitalización y la emisión de bonos, ya que el crédito no es su única salvación. De la misma manera, cuando ocurren dificultades súbitas o se necesitan programas especiales del Estado, se entregan subsidios directos a los usuarios y no se acude, como antes, a la Junta

* Ingeniero industrial, magíster en economía de la Ohio University, Ph.D. en economía de la New York University, asesor de la Junta Monetaria y jefe del Departamento Nacional de Planeación.

Monetaria para buscar alguna condición preferencial en los créditos de larga maduración.

A pesar de los cambios en las concepciones sobre estos mecanismos, los préstamos a largo plazo ofrecen beneficios innegables, respecto a una secuencia de préstamos a corto o a mediano plazo. El menor costo de transacción es una ventaja evidente de ese mecanismo de largo plazo. Sería impracticable, por ejemplo, realizar una hipoteca cada año y, a su vez, es altamente costoso efectuar prendas o simplemente someterse al estudio del crédito en forma periódica y repetida.

Otro factor que influye en la preferencia por préstamos a largo plazo es la incertidumbre sobre una eventual escasez de recursos en el sistema financiero cuando se requieren refinanciaciones. Los empresarios prefieren una tasa definida a la incertidumbre. Además, existe la probabilidad de que cuando la refinanciación sea necesaria se encuentren restricciones en los préstamos disponibles y el crédito sea negado o diferido.

Estas ventajas del crédito a largo plazo son más importantes en economías con inflación alta y fluctuante y, más aún, con tasas de interés reales con amplias y bruscas variaciones en períodos cortos, como sucede en Colombia. En un caso como el nuestro, la incertidumbre de los empresarios es alta porque las oscilaciones de la inflación y las tasas reales son extremadamente fuertes. En 1986, por ejemplo, contamos con una DTF real de cerca de 20 puntos y en la actualidad ésta está cercana a cero.

UN RECUENTO HISTÓRICO

Los créditos a largo plazo en Colombia han tenido dos grandes destinatarios: la vivienda, por medio de mecanismos específicos, y los sectores empresariales a través del llamado crédito de fomento. En el caso de la vivienda, el BCH, casi desde su fundación, disfrutó del monopolio de las captaciones con cédulas hipotecarias, con plazos hasta de veinte años y sus rendimientos gozaron de excepciones tributarias. Luego, desde la década de los años cincuenta se crearon inversiones forzosas en las secciones de ahorro de los bancos en cédulas del BCH y bonos del ICT, ambos con plazos entre diez y veinte años.

Hasta la creación del sistema UPAC, la financiación de la construcción y compra de vivienda provino fundamentalmente de estas cédulas y de las inversiones forzosas que las autoridades impusieron al sec-

tor financiero con destino a esas dos entidades, las cuales cumplieron el papel de transformar plazos y asumieron los riesgos de la recuperación de la cartera.

Antes de la reforma emprendida por este gobierno, que propició una asignación libre de los recursos por parte de los bancos, una parte del crédito a la vivienda y el de fomento se financió con inversiones forzosas del sector financiero. La mayor parte del ahorro financiero, e incluso las cuentas corrientes, estuvo sujeta a un sinnúmero de inversiones obligatorias o sustitutivas en entidades o fondos estatales. El Fondo Financiero Industrial, el Fondo Financiero Agropecuario, la Financiera Eléctrica Nacional, el Instituto de Fomento Industrial, el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, la Caja Agraria, Proexpo, la Corporación Nacional de Turismo, el ICT, el BCH, el Fondo Vial Nacional, entre otros, fueron financiados con inversiones forzosas desde 1940.

Con estos recursos, estas entidades otorgaron o redescantaron préstamos a largo plazo a familias, industrias, agricultores, ganaderos, comerciantes, cooperativas, exportadores, damnificados de inundaciones y terremotos, hoteleros y municipios. Durante este período, con la excepción del sistema UPAC, no existió crédito a largo plazo que no hubiera sido canalizado a través de las entidades y los fondos descritos. La libre asignación del mercado se consideró imposible y, de hecho, o tal vez por haberlo creído impracticable, el mercado libre no existió. Por ello, la Junta Monetaria decidía quién se beneficiaba de los créditos privilegiados.

Agreguemos que la totalidad de la asignación administrativa del ahorro incluyó créditos con tasas inferiores a las del mercado. Además del plazo, este era el atractivo principal para sus beneficiarios. Como es natural, la demanda de estos recursos excedía su disponibilidad, lo que forzaba a una distribución administrada de los fondos que no propiciaba el incremento de la eficiencia. Finalmente, los beneficiarios potenciales centraron gran parte de su acción en presionar a las autoridades para obtener una canalización forzosa del ahorro, que les favoreciera. En gran medida, este sistema confuso de inversiones obligatorias, más que estimular un sector productivo específico, discriminaba a aquellos que no lograban un cupo y debían pagar los intereses elevados artificialmente por la existencia de inversiones forzosas.

Esta cultura de dirigir el ahorro sólo fue hasta hace poco tiempo rota por la UPAC. Sin lugar a dudas, este sistema constituyó un avance para encomendar al sistema financiero la transformación de ahorros a la vista en préstamos de larga maduración.

EFFECTOS DE LAS ANTERIORES POLÍTICAS

La premisa según la cual el crédito a largo plazo es, por sí solo, un impulsor de la economía o del sector beneficiado, no se sostiene si se analizan sus resultados. Los estudios econométricos de las series de créditos a largo plazo y el crecimiento del producto interno indican claramente que no ha existido una relación de causalidad entre la disponibilidad de crédito a largo plazo y la expansión de la economía. Por el contrario, se observa que la financiación a largo plazo se explica por el nivel de actividad económica.

La falta de causalidad entre crédito y crecimiento económico se corrobora si se comparan las series de préstamos a largo plazo para la construcción y compra de vivienda y la evolución de las licencias de construcción. En este caso, encontramos que existe una débil causalidad de doble vía, es decir, el área construida estimula la oferta de crédito y, a su vez, la oferta de crédito induce a una ampliación del área.

Esto es consistente con otros indicadores que arrojan resultados semejantes. Así, por ejemplo, en 1950 sólo se financiaba formalmente el 11% del valor de las viviendas y la participación de la construcción en el PIB era del 3.5%. En los últimos años la proporción financiada ha oscilado entre el 80% y el 90% y, sin embargo, la participación de la construcción en el PIB es la misma que en 1950.

Estos bajos efectos de los créditos a largo plazo en el pasado merecen un intento de explicación, puesto que era de esperarse un resultado contrario si la economía respondiera a la reducción de costos de transacción y a las facilidades para la inversión productiva. Muy probablemente el tipo de crédito de largo plazo que ha tenido Colombia, controlado, dirigido y asignado burocráticamente, ha impedido que contribuya a una mejor asignación de recursos. Al respecto, deben recordarse las desviaciones que se presentaban en los créditos de fomento por ejemplo; se comenta que era común entre algunos hacendados que el viaje a Europa, la fiesta de quince años de sus hijas o el cambio de carro se hiciera con cargo a los recursos del Fondo Financiero Agropecuario.

Además de lo anterior, quizá el crédito a largo plazo no tuvo efectos positivos por cuanto los subsidios implícitos en sus condiciones desplazaron y prácticamente eliminaron el mercado de acciones y otras formas de financiación. Coincidieron, hace unas décadas, la aparición del crédito de fomento y el decaimiento de las bolsas; y también coinciden en esta época la eliminación de las formas de crédito subsidiado

y el dinamismo renovado del mercado accionario. Además, el abundante crédito subsidiado propició el exceso de endeudamiento de las empresas y fue una de las causas de la crisis financiera de los años ochenta, hecho sobre el cual han insistido varios analistas.

MERCADO Y CRÉDITO A LARGO PLAZO

Ya que el crédito a largo plazo, concedido burocráticamente, no es capaz de irrigar sus ventajas sobre la economía, vale la pena examinar su asignación por medio de mecanismos de mercado. Generalmente se consideró que la dificultad para ofrecer créditos de larga maduración provenía de que en Colombia los depósitos se realizan a la vista o por cortos períodos. Nuestros financistas de antaño consideraron, erróneamente, que la clave de la transformación de plazos dependía del término de los depósitos. Se creía que con los depósitos a la vista era imposible prestar a mediano y a largo plazo. Nada más equivocado. La capacidad de transformar plazos depende de la estabilidad del agregado de las captaciones y no de la maduración de cada una de ellas. El mejor ejemplo de ese fenómeno es el sistema UPAC.

En una economía como la nuestra, es característico que los saldos de captación se incrementen continuamente, por lo menos con la tasa de crecimiento del PIB nominal. Este crecimiento permanente de los saldos de ahorro permite, sin mayor intervención, la transformación de plazos.

También hay que reconocer que a pesar de la estabilidad a largo plazo, las variaciones a corto plazo en las exigibilidades del sistema financiero son altas. Esto indica que la capacidad de transformar plazos depende también del acceso al banco central —como el FAVI—, de la profundidad de los mercados interbancarios, así como de la posibilidad de hacer líquidos los activos en el mercado.

En general, por el exceso de controles y disposiciones legales, así como por el escaso tamaño del mercado financiero, no existió en el pasado un desarrollo libre del crédito a largo plazo. Incluso las operaciones interbancarias fueron hostilizadas y consideradas dañinas para la economía. Por ello, ante los *shocks* financieros y los problemas monetarios, los intermediarios financieros, con razón, prefirieron no correr riesgos y asignar los préstamos a corto plazo.

NORMAS HOSTILES

Las dificultades y riesgos del sistema político creaban un sesgo hacia las captaciones a la vista y, en el ambiente regulatorio que he comentado, se entorpecía así la capacidad del sistema de transformar libremente los plazos. Además de estos hechos, existían prohibiciones explícitas para transformar plazos. Hasta hace poco no estaba permitido que los bancos prestaran a largo plazo, a causa del revaluado concepto de la especialización y, además, estaba vigente una extraña norma legal, de naturaleza moral, que prohibía el interés compuesto, denominada anatocismo y que conducía a los bancos a cobrar la totalidad de los intereses causados en cada período. Esto producía, en presencia de una tasa de inflación alta, la amortización del crédito de manera muy rápida, independientemente del plazo.

El impedimento para capitalizar en el saldo una parte de los intereses causados y, así, diferir en el tiempo una porción de los intereses, limitaba la capacidad de endeudamiento de las empresas y desvirtuaba la esencia del crédito a largo plazo. El sistema UPAC fue hasta hace poco la opción exclusiva para capitalizar intereses y demostró rápidamente que se podía prestar a largo plazo en economías de inflación alta y variable.

CAMBIOS RECIENTES

La mayor parte de las limitaciones a los préstamos a largo plazo por parte del sistema financiero han sido eliminadas. En primer término, se desmontaron muchas de las inversiones forzosas y sustitutivas del encaje; en segundo lugar, se eliminó la prohibición a los bancos para conceder créditos a largo plazo; en tercer término, se autorizó al sistema financiero para capitalizar parte de los intereses causados. Es decir, ya no existe el anatocismo.

Como complemento a estas medidas, y para reducir la especialización financiera, se permitió a las secciones de ahorro de los bancos ofrecer remuneración diaria al ahorro. También las corporaciones de ahorro y vivienda han sido facultadas para otorgar préstamos diferentes de los de compra de vivienda y se han facilitado las transacciones de cartera entre ellas.

Finalmente, para evitar la mayor parte de las distorsiones de los esquemas anteriores, se han eliminado las tasas subsidiadas. Estas me-

didas han cobijado a las corporaciones de ahorro y vivienda en los rangos diferentes del de vivienda de interés social.

En la misma dirección de liberación del mercado se encuentra la apertura a capitales externos, por medio de las inversiones directas y las de portafolio. De esta forma, la economía puede disponer de ahorro para diferentes plazos, lo que permitirá atenuar las oscilaciones de las exigibilidades del sistema financiero doméstico. En este mismo sentido, la Superintendencia de Valores ha desarrollado recientemente la resolución 51 del Conpes, mediante la cual se ofrecen estímulos a la inversión extranjera, en lo referente a la participación del capital internacional en la compra de títulos representativos de acciones o bonos de empresas nacionales.

Igualmente, reglamentó los requisitos para inscribir títulos valores representativos de activos del sector financiero y empresarial. En esta forma, se dispone de nuevos mecanismos para movilizar deuda pública, créditos de entidades financieras, acciones y bonos de empresas.

ACCIONES POR REALIZAR

Con todos estos cambios hemos llegado a una coyuntura para el crédito a largo plazo que contiene una paradoja. Por una parte, con las reformas recientes y con algunas medidas adicionales o complementarias, el crédito a largo plazo podría desarrollarse y crecer y, así, irrigar sus beneficios sobre la economía. En segundo término, encontramos que este instrumento ya no es tan importante como antes para las empresas, por cuanto en las opciones de financiación de las firmas aparecen en primer lugar las acciones, los bonos y otros instrumentos novedosos. Ante todo, buena parte del sector financiero tiene márgenes demasiado elevados y por esto es conveniente el desarrollo de instrumentos sin intermediarios.

En donde el crédito a largo plazo no tiene por ahora sustitutos es en el campo de la construcción. Por ello se mantiene la vigencia del sistema UPAC y se amplía la posibilidad a otros intermediarios para conceder créditos destinados a la compra de vivienda. A su vez, con las ideas de privatización, se está comenzando a desarrollar una estrategia de financiación de las obras públicas, por medio de concesiones al sector privado, el cual puede emitir títulos de largo plazo para acopiar los recursos necesarios.

Por otra parte, existen elementos y medidas de política que pueden cooperar en profundizar y consolidar la financiación a largo plazo. Se puede afirmar, entonces, que en el escenario financiero el crédito a largo plazo va a ser un actor más eficaz pero menos protagónico. Estos desarrollos son los siguientes:

- Para facilitar que las corporaciones de ahorro y vivienda y otras entidades financien construcción privada y pública, y disminuir los riesgos inherentes en la cartera de largo plazo, es indispensable perfeccionar los mecanismos de venta de cartera y de conversión de estos activos en liquidez, a través de la emisión de títulos respaldados en las hipotecas. En esta misma dirección se ubican las iniciativas de desarrollo de los mercados secundarios de hipotecas.
- En segundo lugar, los fondos de cesantías y los fondos privados de pensiones, al invertir sus recursos en títulos representativos de cartera y otros activos, pueden apoyar eficazmente el proceso de liquidez a las entidades que prestan a largo término.
- En tercer lugar, para consolidar nuestro mercado de capitales, es necesario acudir a regulaciones, normas contables y sistemas de información al público que garanticen la transparencia en las operaciones. En este sentido apuntan las iniciativas de crear las agencias evaluadoras de riesgos. Este es un punto en el cual se debe avanzar en los próximos meses.
- Igualmente, resulta conveniente evaluar nuevos sistemas de amortización de largo plazo que permitan flujos de pago acordes con el ingreso de las familias utilizando recursos captados sin el mecanismo de indexación que utiliza el sistema UPAC. En esta categoría se encuentran los esquemas que mantienen fija la cuota durante el año, con ajustes después de los incrementos de salarios.

Para terminar, quisiera resumir algunas de las ideas que he compartido con ustedes. Por muchos años se consideró el crédito a largo plazo como la tabla de salvación de muchos sectores de la economía. Sin embargo, por su diseño, sus mecanismos de asignación, este tipo de financiación no tuvo efectos destacados sobre el crecimiento de la actividad económica.

Recientemente se eliminaron los obstáculos para que el mercado asignara crédito de largo plazo. Por ello, cabe esperar que exista un volumen sólido de crédito de esta naturaleza en los próximos años. Sin embargo, esto ocurre cuando las empresas están encontrando otras op-

ciones para su financiación de largo plazo y sus prioridades estarán en la emisión de acciones, bonos y títulos. Puedo sintetizar estas ideas diciendo que, en el escenario financiero colombiano, para las empresas el crédito de largo plazo sería un actor menos protagónico pero más eficaz. No obstante, estoy convencido de que en la construcción y la vivienda este tipo de crédito mantendrá su importancia en el desarrollo de la economía nacional.

EL SISTEMA UPAC DESPUÉS DE VEINTE AÑOS

Lauchlin Currie*

Comenzaré relatando un incidente de hace unos cincuenta años. En 1941 hice una travesía por el Océano Pacífico y regresé en uno de los famosos hidroaviones Clipper de la línea Pan Am. En ese entonces se gastaban cinco días tanto para el viaje de ida como para el de regreso. Cuando el avión acuatizó en la Bahía de San Francisco, salí a esperar mi equipaje y me paré a contemplar el pesado avión que parecía más un gran bote que un avión. Uno de los pasajeros que estaba a mi lado, y que observaba también, movió la cabeza con asombro exclamando: "¡Todavía no lo puedo creer!".

Ahora siento lo mismo al contemplar el sistema UPAC de hoy y recordar aquel día en septiembre de 1972 cuando fui a una pequeña oficina en el quinto piso del Banco de Colombia para hacer lo que yo esperaba iba a ser el primer depósito en la primera oficina que trabajaría con el sistema UPAC, la oficina de Granahorrar. Existe una expresión que dice: "De una pequeña semilla nace un gran roble". Y para el caso del sistema UPAC, este proverbio describe el cambio que ha habido del pequeño comienzo que el sistema tuvo hace 20 años, al sistema de hoy cuyo número de cuentas ya sobrepasa los 6 millones en un país de 32 millones de habitantes compuesto en su mayoría de pobres y jóvenes.

Probablemente la mayoría de ustedes puede pensar que dicho sistema sirvió para satisfacer una necesidad tan obvia que hacía su creación inevitable. Pero yo les puedo asegurar que esto no fue así. Las probabilidades que existían en contra de su creación eran sumamente altas.

Hubo en ese momento un pequeñísimo grupo de gente que entendió la idea y la apoyó. Todo el resto —y quiero decir "todo el resto"—

* Economista de la London School of Economics y Ph.D. en economía de Harvard, asistente del presidente Roosevelt y asesor del ICAV.

se mostró indiferente, o se opuso. Fue un caso clásico de la clase descrita por Machiavelli en un profundo pasaje de *El Príncipe*, el cual me parece muy adecuado para ser citado aquí. Él escribió:

Debemos recordar que no hay una cosa nada más difícil de planear, más incierta de éxito, ni más peligrosa de manejar que la creación de un nuevo sistema. Su iniciador se encontrará con la enemistad de todo aquel que pueda beneficiarse de la preservación de viejas instituciones, y solamente encontrará defensores indiferentes en aquellos que podrían beneficiarse de las nuevas.

Faltaban casi dos años para la finalización del gobierno de entonces. La aprobación del Congreso para una ley que estaba creando un nuevo sistema de ahorro y préstamo era bastante improbable, ya que el presidente, aun en el caso de que pudiese estar convencido, contaba en ese momento con escaso apoyo dentro del Congreso. Mi motivación personal consistía en proporcionar empleo para una fuerza trabajadora descalificada que se veía forzada a salirse de la agricultura, y en esta forma aliviar en parte la extrema pobreza del campo. Sin embargo, el punto de vista generalmente sostenido para poner en práctica una solución al problema era bastante diferente; se decía que un aumento en la productividad agrícola era la solución.

La propuesta no podía pedir el apoyo de aquellos que favorecían la vivienda denominada "social". Se proponía que éste fuese un sistema en gran parte privado y autofinanciado, que no requiriese subsidios ni estuviese sujeto a presiones por parte del Estado. Ya existía una sólida institución pública encargada de las funciones propuestas para el nuevo sistema. Poder aumentar el capital de una hipoteca al compás de la inflación era algo tan novedoso que causaba alarma entre la gente que tenía en ese momento hipotecas de sumas fijas. Era una creencia bastante difundida que valorar los depósitos de ahorro tan rápido como la inflación, simplemente resultaría en nueva inflación. En lo referente a los bancos comerciales, estaban satisfechos con el sistema del ahorro tradicional sobre el cual estaban pagando un 4% sobre el saldo mínimo, o un promedio del 2% anual.

Así que la situación existente era una en la cual aparentemente no existía una autoridad para el nuevo sistema de financiación de vivienda, no había apoyo para la teoría en que se basaba la propuesta y se contaba con la existencia de poderosas instituciones encargadas del manejo de los ahorros y las hipotecas. Tampoco podía citarse la recesión como una razón, pues el PIB estaba aumentando a una tasa del 7%.

¿Cómo, entonces, comenzó a existir el sistema? De nuevo, podríamos decir, se originó a través de una serie de desarrollos improbables. En primer lugar, el gobierno, y especialmente el entonces director del Departamento Nacional de Planeación, doctor Roberto Arenas, deseaba contar con un plan algo diferente del heredado del gobierno anterior. En 1971, encontrándome en Canadá dictando algunos cursos, fui llamado por el doctor Arenas quien me dijo que el presidente deseaba que regresara al país para trabajar en un plan. Así fue como en julio de ese año regresé y preparé el diseño de un plan que el presidente usaría en la inauguración del Congreso en agosto.

Este fue el Plan de las Cuatro Estrategias. El hecho de que me hubiese tocado a mí y no a otra persona es otra historia improbable que no entraré a discutir. Aunque el Plan no hacía mención a lo que posteriormente se llamó el Sistema UPAC, sí hablaba sobre la deseabilidad de incrementar la construcción residencial como una de las cuatro estrategias del gobierno. La construcción residencial usada como medio para promover la actividad económica era algo novedoso para ser establecido como un objetivo general, aunque no tanto como para ser inaceptable.

El siguiente paso consistió en preparar una medida específica para el presidente con el fin de lograr el objetivo. Para este propósito, pedí asesoría y respaldo a un pequeño grupo de amigos, ejecutivos de empresa, un abogado y algunos expolíticos, con quienes hacíamos reuniones semanales para analizar el tema. Aunque yo ya tenía la teoría, necesitaba ser asesorado sobre la manera como debía incorporarla a la legislación vigente. De estas reuniones, que fueron denominadas como "reuniones del grupo de los miércoles por la noche", surgieron las propuestas de dos proyectos de ley para ser presentados al presidente. Aunque parecían bastante simples, eran el fruto de muchísimas horas de intensa discusión. Su presentación ante el presidente fue hecha a finales de 1971. ¿Por qué decretos-ley? La respuesta está ligada esencialmente a la historia. Mi atención había sido atraída hacia una sección un poco vaga en la Constitución que nunca antes había sido usada. En ella se daba al presidente autoridad para regular el ahorro personal y para ejercer su intervención en el Banco Emisor para ese fin. El uso particular que teníamos pensado no había sido contemplado, pero el abogado de nuestro grupo, doctor Samuel Hoyos Arango, consideró que éste podía ser apoyado por la Corte del Estado.

El apoyo recibido de este grupo mixto, compuesto por gente experimentada, sirvió para reafirmar la confianza tanto del director de Planeación Nacional como del presidente, y también para mejorar el plan.

Después de haber completado el borrador del plan, el doctor Arenas y yo pasamos muchas horas con el presidente Pastrana analizando la teoría básica y su aplicación. Aunque el presidente entendió el plan, y lo aprobó, naturalmente se sentía algo indeciso para atreverse a adoptarlo, debido a lo novedoso del mismo y a la oposición prevaleciente. Hacer esto requería un acto especial de determinación política de su parte.

El siguiente problema consistía en cómo hacer para iniciar el sistema. El BCH consiguió una autorización, aunque aparentemente no tenía intención de utilizarla. Nosotros nos habíamos adelantado al problema y buscamos confrontarlo autorizando a los bancos comerciales y a los grupos financieros asociados para conseguir autorizaciones, pero no se mostraron inclinados a hacerlo. En la entonces Junta de Ahorro y Vivienda, constituida por Decreto-Ley para asesorar al presidente en el uso de sus poderes, pasamos angustiosas semanas, de marzo a septiembre de 1972, esperando alguna organización para la solicitud de un permiso para fundar una corporación. Finalmente, para nuestro gran alivio, el Banco de Colombia obtuvo la autorización para el funcionamiento de Granahorrar. Personalmente pienso que esto sirvió para forzar un poco a otros grupos financieros, y en esta forma nació el sistema contando con sólo un año y medio para ser establecido antes del cambio de gobierno, y había razones para creer que no iba a tener el respaldo del gobierno siguiente. Un factor importante para su aceptación final fue el hecho de que el uso del sistema fuese enteramente opcional tanto para los ahorradores como para los prestatarios.

Este fue uno de los períodos más agitados de mi vida. Fui uno de los miembros de la Junta de Ahorro junto con otra persona no oficial, además de dos ministros —Hacienda y Desarrollo—, el gerente del Banco de la República y el director del Departamento Nacional de Planeación. La composición de este grupo fue en realidad un error de parte mía, puesto que los miembros oficiales eran también miembros de la Junta Monetaria, así que cuando hubo cambio de gobierno a mediados de 1974, la renuncia de los miembros no oficiales, doctor Samuel Hoyos y yo, fue aceptada con prontitud, y la Junta Monetaria asumió las funciones de asesoría de la Junta de Ahorro y Vivienda. En realidad, esto fue una lástima.

Cuando esto sucedió, sugerí al doctor Jorge Cubides, presidente de Granahorrar, la conveniencia de que las CAV formaran una asociación para que en esta forma pudiesen hablar con una sola voz. Lo anterior fue lo que dio origen al Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda. Sin

embargo, se había perdido la conexión directa que existía entre el sistema y el presidente de la República, lo que indudablemente trastornó el sistema.

Lo expuesto anteriormente constituye algunos de los recuerdos que tengo sobre la iniciación del sistema UPAC. Una descripción más completa está contenida en un Cuaderno del CEDE de la Universidad de los Andes y en un libro que será publicado en el Congreso. Pasaré ahora a hacer algunas observaciones más generales.

¿CUÁLES HAN SIDO LOS LOGROS DEL SISTEMA?

Aunque esta es una pregunta fácil de hacer, su respuesta es difícil. Permítanme primero hablar sobre algunas de las críticas. Se ha dicho que el sistema favorecía a los ricos y no resolvía el problema de la vivienda de los pobres. A esta crítica yo respondería que el sistema no fue diseñado originalmente para vivienda social. Se diseñó para atraer el capital privado, y sobre todo para aumentar los gastos en el campo de la construcción residencial. En él no entraban elementos de subsidio, pues se esperaba que desde su comienzo estaría autofinanciado. Sin embargo, en la adopción del sistema hubo un objetivo social, aunque aparecía en forma diferente de lo que es llamado vivienda social. Dicho objetivo se traducía en la provisión de empleo, especialmente para la fuerza laboral más pobre y descalificada, que en ese tiempo era abundante en las ciudades. El empleo se daba no sólo en el sitio mismo de la construcción sino en las industrias que fabricaban materiales de construcción y también en el transporte de material al sitio. Al haber una mayor disponibilidad de fondos, se esperaba que un mayor número de personas podría lograr financiación para su vivienda. Antes de 1972, el financiamiento de la vivienda privada en Colombia se otorgaba a una tasa de interés real relativamente baja, pero los fondos eran estrictamente limitados y sólo unos pocos solicitantes podían ser servidos.

En esa época, la mayor pobreza en Colombia estaba concentrada en el sector rural. A finales de la década de los años cincuenta y en la década de los sesenta, nuevas y mejores técnicas fueron utilizadas en la agricultura. Las yuntas de bueyes y los arados de madera dieron paso a los tractores y a todos los equipos arrastrados por ellos. La demanda de productos agrícolas es en general inelástica, así que una productividad mayor no fue correspondida por una mayor demanda, y los precios tendieron a bajar en relación con los costos. Testimonio de esto es

el caso actual del café. Aliviar la pobreza rural fue, entonces, el motivo original en que se basó la creación del sistema UPAC. Aunque había un motivo económico, en otro sentido también había un motivo social. Últimamente, como lo señalará el doctor Peñalosa, el sistema está desempeñando también un papel en el campo de la vivienda social en el sentido más usual del término.

Se pensó que la demanda de préstamos para construcción sería tan alta que se decidió fijar un límite para los más grandes, y se determinó un período relativamente corto, de 15 años, para su vencimiento. Esto se hizo con el fin de aumentar el volumen de la recuperación de cartera y permitir un mayor número de préstamos. Nuestro pronóstico fue correcto ya que la demanda de préstamos en 1973 fue superior a nuestras expectativas. Más adelante hablaré sobre la experiencia reciente.

Es indudable que, inicialmente, con el gran aumento de los ahorros y de los préstamos para construcción se dio empleo a mucha gente, y que la construcción residencial contribuyó al alto nivel de crecimiento que se presentó en 1973 y en el primer semestre de 1974. El total de ahorros creció, y presumiblemente esto mismo sucedió con todos los fondos dedicados a la construcción. Quizá la indicación más concluyente del éxito fue la aparición de avisos rara vez observados en Colombia, avisos que aparecían en los sitios de las construcciones: "se necesitan obreros", o "hay vacantes".

Tampoco hay duda de que la tasa de crecimiento del sistema, en términos reales, disminuyó notablemente en 1975. Es probable que de cualquier manera la tasa de aumento estuviera destinada a disminuir con el tiempo, pero la disminución fue mayor de la que hubiera podido ser considerada como un signo de madurez. El volumen de cuentas en el sistema había alcanzado un 6.8% del PIB y, al final de 1976, había bajado a un 4.6%. (Finalmente, la cifra alcanzó un 10.8% en 1985). Fueron varios los factores que contribuyeron a esto: la corrección monetaria disminuyó por debajo de la inflación; las tasas de interés fueron elevadas para los depósitos de ahorro tradicionales y para los depósitos a término en los bancos comerciales; el interés sobre las cuentas de ahorro fue disminuido, siendo calculado sobre el saldo mínimo trimestral en vez de serlo sobre el saldo promedio. Se permitió la extinción de la Junta de Ahorro y Vivienda. Ésta había sido una fuerza activadora y promotora del sistema, que servía también para regularlo y ajustarlo según los problemas que se iban presentando.

En resumen, fueron varios los hechos sucedidos a mediados de 1974 que contribuyeron a disminuir el crecimiento del sistema en tér-

minos reales. Al mismo tiempo el crecimiento económico en general tuvo un drástico descenso, lo que probablemente ocasionó la disminución en el crecimiento de los ahorros. El resultado fue que éste no actuó como un fuerte elemento neutralizador para la recesión, como se esperaba que fuese de acuerdo con la teoría del sector líder. Aún existe una fuerte demanda de fondos, como lo demuestran las solicitudes de préstamo, pero muchas de éstas no pueden ser atendidas por falta de ahorros. Hasta hace poco, éste había continuado siendo el mayor problema del sistema. La demanda de préstamos, aun bajo términos más favorables que los originalmente concebidos, siempre estuvo por encima de las nuevas captaciones y del crecimiento de los fondos provenientes de la recuperación de cartera. Los plazos de vencimiento para los nuevos préstamos continuaron siendo de 15 años con la cuota inicial del 30% del valor contemplado para una residencia. En términos de pesos corrientes el sistema ha crecido en forma notable, aunque en términos reales el crecimiento anual ha sido más moderado.

Una crítica inicial que ahora casi nunca se hace, pero que fue ampliamente difundida en 1973-1974, era que la indización causaba inflación. Recuerdo haber dicho y haber escrito entonces innumerables veces que la indización del valor del capital de los ahorros y de los préstamos en el sistema *siguió* por un largo período al aumento en los precios, así que no pudo ser la *causa* de ese aumento. Sobre este tema no hablaré más, excepto para decir que la indización de los pagos laborales hecha en un solo día del año, es una indización inadecuada que puede contribuir para hacer más difícil el control de la inflación ya que hace que todos los costos se eleven simultáneamente. Esto puede contrastarse con la indización diaria hecha sobre los depósitos y los préstamos de UPAC sobre las bases de aumentos anteriores en los precios.

Aunque UPAC en letras mayúsculas dejó de ser una palabra despreciable, la palabra upaquización tiene una connotación ambivalente. Yo creo que el público aún se siente un poco confuso sobre el asunto de la indización para la inflación. Si la indización o, mejor, la corrección monetaria es demorada por un tiempo prolongado es probable que esto haga que se eleven los costos y los precios. Esta es la razón por la cual hice mucho énfasis en la urgencia de hacer ajustes más frecuentes en los salarios en relación con el costo de vida en vez de hacer sólo un ajuste en sólo un día del año. Uno de los méritos del sistema UPAC es que el ajuste de activos y pasivos se calcula cada mes para luego ser distribuido al mes siguiente.

Existe otra preocupación por el sistema: se trata de la financiación de los préstamos a largo plazo hecha a través de las cuentas de ahorro, las cuales pueden ser retiradas en cualquier momento. La respuesta a esta inquietud es que precisamente esa es la función de las CAV. En un país en crecimiento bajo condiciones normales se presenta continuamente un crecimiento real en los ahorros. Si éste cesa, o cuando esto suceda, y exista al mismo tiempo el deseo de convertir los depósitos en efectivo, a quien corresponde enfrentar esta situación es al banco emisor como prestamista de última instancia ya que ésta es una de sus funciones primordiales. Claro está que si una corporación acepta algunas cuentas muy grandes, deberá prever por si ocurre un retiro prematuro. En general, esto es cuestión de tener activos sólidos que puedan ser vendidos, transferidos o usados para un préstamo. Los retiros masivos de las corporaciones hechos al final de cada año han tenido que ser enfrentados con préstamos a corto plazo del Banco de la República para ser reembolsados en enero. La contribución de las CAV en cuanto a movilizar ahorros de corto término para préstamos de largo plazo no es algo nuevo, pero sí es muy importante.

Este punto nos lleva a otro realmente notable: el número de cuentas separadas. Aunque existe alguna duplicación, una cifra que sobrepasa los 6 millones de cuentas separadas en un país pobre, de aproximadamente treinta y tres millones de habitantes, es algo sorprendente. Es cierto que más de un millón de estas cuentas son pequeñas y producen poco rendimiento, y reciben interés en vez de corrección monetaria. Sin embargo, no puede ponerse en duda que el sistema ha contribuido al fortalecimiento esencial de la competencia en el campo financiero.

Otro punto que merece nuestra atención es el referente al volumen de ahorro personal que el sistema ha fomentado a través de la amortización mensual de los créditos hipotecarios. Esta cifra llega a aproximadamente \$35.000 millones por mes, o \$380.000 millones en un año. Lo anterior se ha convertido en una de las formas primordiales de ahorro personal, y éste es un ahorro, que hasta hace poco estaba restringido para la financiación de residencias y de edificios para oficinas.

Existe una contribución que, aunque difícil de evaluar cuantitativamente, pienso es importante. Se trata de la imagen de Colombia en el exterior. Todos sabemos que en general Colombia ha sido objeto de la mala prensa en el exterior. Sin embargo, en cada una de las conferencias internacionales a las que he asistido, el sistema UPAC ha sido admirado y expuesto como modelo para ser seguido por otros países. En un estudio hecho por Robert Buckley, del Banco Mundial, él llegó a atribuir al

sistema UPAC una cuarta parte del crecimiento económico de Colombia desde 1972. Aunque esto es algo difícil de probar, es indudable que dicha conclusión logra mejorar bastante la imagen de Colombia y especialmente del sistema UPAC. Aun el hecho de que otros países hayan encontrado difícil su duplicación, aumenta el prestigio de nuestro sistema. Una comparación que se hace con frecuencia es con la desastrosa experiencia que se tuvo con el Sistema de Ahorro y Préstamo Norteamericano (*Northamerican Savings and Loan System*), y que constituye una de las pocas comparaciones internacionales a nuestro favor entre estos dos países.

Es cierto que el sistema no ha contribuido mucho en cuanto a aliviar los problemas de vivienda de la clase muy pobre, excepto en el sentido de crear empleo y actividad económica, produciendo en esta forma ingreso para pagar arriendo, o interés sobre los préstamos personales. Como se ha observado, el problema de vivienda para la gente más pobre básicamente es un problema de ingresos muy bajos. Realmente, sin contar con un subsidio, es imposible construir casas nuevas bien localizadas, amplias y con los servicios necesarios para personas que solamente están ganando el salario mínimo. Siempre me he sentido confundido por la insistencia de algunos escritores que dicen que la vivienda social debe ser nueva. La gran mayoría de la gente vive en casas que fueron construidas para otras personas, y cuando pueden permitirse obtener mejor vivienda lo hacen comprando o arrendando la ya existente. Hasta donde las CAV han financiado la edificación de nuevas unidades de vivienda, al mismo tiempo han facilitado el denominado por mí proceso de "escalamiento" en la vivienda. Y muchos de los préstamos para construcción individual han sido para apartamentos de la clase trabajadora. Con alguna frecuencia paso por las carreteras de Chía o Cota cerca a Bogotá y puedo observar monstruosos carros Ford o Chevrolet de los años 1951 y 1952 que avanzan en forma majestuosa (*in stately fashion*). Su costo de capital es bajo y además proporciona transporte.

En realidad, desde 1990 el sistema está haciendo préstamos para vivienda social (VIS) cuyo volumen excede las metas fijadas en el Plan de Desarrollo para 1992. A pesar del hecho de que los préstamos muy pequeños son más costosos de administrar y las pérdidas son en general más altas, la tasa de interés cargada del 5% es insuficiente para cubrir los costos y no produce rendimientos netos.

Pero volvamos al tema principal. En una perspectiva de 20 años se debe aceptar que el sistema UPAC ha funcionado bastante bien. Hasta hace poco ha venido prestando en la construcción todo el dinero que le

ha sido confiado tanto en depósitos como en el reembolso de los préstamos, y ni un solo peso del dinero de los depositantes se ha perdido. El sistema avanzó durante los difíciles años al principio de la década de los ochenta, sin haber tenido pérdidas, y en realidad creció en términos reales. Personalmente pienso que sus potencialidades no han sido explotadas del todo, especialmente para los grupos de ingreso medio y medio bajo, aunque esto se ha debido más a la falta de fondos que a una demanda fuerte y continuada.

Algunos escritores han afirmado que la construcción de vivienda tiene una estrecha relación con los movimientos en el PIB. La implicación es que la misma cantidad de construcción hubiera ocurrido con el sistema UPAC o sin él. Dicha creencia asume implícitamente que otros sistemas similares al de UPAC habrían sido creados si éste no lo hubiese sido, y esto ciertamente habría podido suceder. Pero sugerir que el antiguo sistema para financiar construcción de vivienda a través de una suma fija y cédulas hipotecarias habría podido financiar la construcción de los pasados 20 años, es para mí algo inadmisibile.

Aquí puede haber la observación de un estudio elaborado recientemente por el CEDE de la Universidad de los Andes que indica que nuestras estadísticas de planes y gastos sobre construcción no son confiables, y que los gastos reales de la edificación probablemente sobrepasan las cifras reportadas en por lo menos un porcentaje que puede variar entre el 20 y el 30%. Son muchísimas las series estadísticas con movimientos ascendentes y descendentes de acuerdo con las condiciones generales de la actividad económica. Lo interesante acerca del sector de la edificación es que éste ha mostrado, en ocasiones, la capacidad de moverse *contrariamente* a la actividad económica en general.

Y ¿QUÉ SE PUEDE DECIR DEL FUTURO?

Reconozco que las instituciones no pueden permanecer inmodificables y deben ajustarse a las condiciones cambiantes. Sin embargo, por otro lado, debemos tratar de distinguir cuáles condiciones son pasajeras o temporales, y cuáles permanentes. Este año ha ocurrido un profundo cambio en el sistema, el cual, creo, en gran parte se ha debido al enorme exceso de liquidez. Es importante saber si esta condición va a ser permanente o temporal, y si la gran cantidad de depósitos que ha ingresado al sistema va a permanecer o va a ser retirada. Y, si es retirada, qué tan rápido y a qué tasas. Éstas son preguntas difíciles que no intentaré

contestar aquí. Sin embargo, el origen de esta situación puede darnos algunas luces.

El exceso de liquidez presentado por el sistema entre 1991 y 1992 se originó en gran parte como una consecuencia de la política monetaria. Las reservas internacionales estaban creciendo rápidamente en 1991, y las autoridades monetarias tuvieron dificultad en prevenir que éstas inflaran la base monetaria y el volumen de las cuentas corrientes. Mientras tanto se dio término al privilegio que tenían las CAV de traspasar exceso de reservas al FAVI. A finales de 1991 la junta del Banco decidió permitir una gran liquidez en el mercado de crédito con el fin de que las tasas de interés bajaran. La forma de hacerlo fue *no* neutralizando, por un período de tiempo, el total del ingreso de capital y el costo de operaciones anteriores de las OMA. Ésta fue una política efectiva, pero hizo que la corrección monetaria se volviera relativamente atractiva para los inversionistas, y logró que el dinero afluyera a las CAV. En otras palabras, el exceso de liquidez de estas últimas fue así porque las autoridades monetarias hicieron que así fuera. Como consecuencia, y al mismo tiempo, fueron adoptadas ciertas medidas para inducir a las CAV a prestar más para fines diferentes de los préstamos para construcción. Aunque ésta es una historia complicada, el resultado final es que inicialmente el exceso de liquidez fue *creado como parte de una política monetaria*, y posteriormente fueron hechos profundos cambios en el sistema para estimular la actividad y el empleo con el fin de usar dicho exceso.

En otras palabras, existe un peligro significativo al estar haciendo cambios permanentes en el sistema como resultado de condiciones anormales, que se espera sean temporales. Estos cambios van en dirección de la multibanca, haciendo, a largo plazo, que el sistema sea menos diferente y menos competitivo. El aumento de 1 a 10% en los requerimientos de reserva es algo que viene al caso, ya que es el más alto gravamen puesto a las tasas de interés en el cálculo de la corrección monetaria, así que el ajuste está bastante por debajo de la inflación. Esto hace que corramos el peligro de que el sistema UPAC sea cambiado a una unidad de valor adquisitivo inconstante. Éste es solamente un sistema que convierte el ahorro líquido en préstamos para construcción a largo plazo. Para hacerlo se requiere una relación especial y diferente con el Banco de la República.

Un segundo cambio importante consiste, creo, en la posibilidad de acabar con la diferencia entre los "ahorros" sobre los cuales uno recibe interés, y el "dinero" en donde no se paga interés alguno. La diferencia es importante para fines de control monetario. En la Gran Bretaña no

existen series monetarias y el Banco de Inglaterra no sabe con seguridad qué es lo que éstas intentan controlar. En Colombia la distinción es bien clara aunque en este momento está en peligro de volverse confusa. Sobre esto he escrito en otra parte.

La identidad del sistema es algo que no tiene precio. Quizá algunos de ustedes no recuerdan que la palabra formada por la frase Unidad de Poder Adquisitivo Constante era considerada como una mala palabra. El récord de los 20 años ha cambiado todo esto. Por los servicios proporcionados, ahora se ha convertido en el distinguido símbolo de un sistema efectivo y seguro. Sinceramente espero que continúe siendo así.

LOS GRUPOS FINANCIEROS EN COLOMBIA: DE LA BANCA ESPECIALIZADA A LA BANCA MÚLTIPLE

Néstor Humberto Martínez Neira*

Con motivo de este II Congreso Nacional del Ahorro, cuya celebración saludamos con beneplácito, el doctor Enrique Peñalosa —en nombre de las corporaciones de ahorro y vivienda— me ha corrido traslado del siguiente interrogante: ¿Se justifica la banca especializada? Agradezco muy sinceramente la formulación de esta pregunta, ya que nos invita a realizar en esta oportunidad un examen sistemático e integral acerca del modelo de sector financiero que han diseñado las autoridades colombianas durante los últimos años.

Parece de la mayor importancia hacer un planteamiento académico acerca del esquema vigente en nuestro país, dado que al respecto abundan los equívocos y las confusiones. Se dice que nuestro sistema responde a la noción de banca especializada, en ocasiones se habla de banca semiespecializada e incluso de la banca múltiple.

Antes de dar respuesta al interrogante planteado, procede efectuar un repaso sobre los modelos de sistema financiero vigentes en la actualidad.

SISTEMAS FINANCIEROS

Como resultado de un esfuerzo de síntesis mayúsculo, la doctrina se ha encargado de clasificar los sistemas financieros mundiales dentro de dos grandes categorías: la banca especializada y la banca universal; aunque, como lo demuestran diversos estudios recientes, de la legisla-

* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Abogado, economista y magíster en sociedades de la Universidad Javeriana. Superintendente bancario.

ción financiera comparada puede extraerse una gama mucho más amplia de modelos de sistemas financieros¹.

No obstante, consideramos que esta no es la oportunidad propicia para hacer un análisis detallado al respecto; bástenos hacer referencia a los dos modelos convencionales. Sin mayores elaboraciones académicas, convengamos que por *banca especializada* se entiende aquella que solamente puede operar respecto de determinadas actividades financieras o en determinados plazos. Precisamente, refiriéndose a la banca especializada en Chile, Roberto Guerrero del Río manifiesta que dicho concepto coincide con el de aquellas

instituciones financieras que se puedan organizar solamente para cumplir determinadas finalidades de esta naturaleza, y en consecuencia sólo pueden realizar aquellas operaciones propias de su giro específico, estándoles vedada la realización de otras operaciones de índole financiera².

A su turno, se considera *banca múltiple o general* aquella en que dichas restricciones no existen en la regulación bancaria, vale decir tienen libertad para operar en cualquier actividad, y en cualquier plazo, o como dice Londoño Hoyos es un "centro de prestación universal de servicios financieros, con responsabilidad unitaria frente a la clientela, los accionistas y el gobierno"³.

Ha sido bastante arduo el debate acerca del esquema financiero ideal, según lo registra la literatura económica. Pareciera advertirse, no obstante, que en los últimos decenios de este siglo la balanza se inclina a favor

1 Por ejemplo, Miguel A. Lorente distingue entre cinco modelos generales de sistema bancario: 1o. El Modelo inglés, en el que destaca como rasgos generales la escasa intervención oficial y la especialización de las instituciones financieras. 2o. El Modelo germánico, con una amplia libertad de actuación bancaria y con un tipo de instituciones escasamente especializadas. 3o. El Modelo latino, al que sirve de guía el Modelo francés con particular intervención estatal y una especialización muy marcada de las instituciones financieras. 4o. El Modelo norteamericano, en el que la fuerte especialización de las instituciones se combina con un sistema descentralizado de emisión, y 5o. El Modelo bancario de las economías de planificación central. (*El marco económico del sistema financiero*, Barcelona, Ed. Hispano Europea, 1980, pp. 56 y ss.)

2 Roberto Guerrero del Río, "La multibanca en Chile", en *Revista Felabán*, No. 36, Bogotá, noviembre de 1979, p. 133.

3 Fernando Londoño Hoyos, "Estructura funcional del sistema financiero", en *Revista Cámara de Comercio de Bogotá*, No. 8, Bogotá, 1984, p. 36. En el mismo sentido véanse a Rolando Vega, "Transformación de la banca especializada hacia la nueva estructura de la banca múltiple", en *Revista Felabán*, No. 32, Bogotá, diciembre de 1978, p. 305.

del diseño de sistemas de banca universal o banca integrada. El propio Banco Mundial ha dicho recientemente que en su favor operan argumentos tales como "el ahorro de bancos generales, la información más completa acerca de los clientes y la mayor diversificación de los riesgos" y se anticipa a las críticas que se formulan a la multibanca, en cuanto puede conducir a un aumento indebido de los riesgos y a una concentración del poder económico, manifestando que "con normas adecuadas de disciplina y control se pueden evitar esos inconvenientes"⁴.

Ciertamente son varios los argumentos que obran en favor de la multibanca y actúan en contra de la banca departamentalizada. Bien vale la pena hacer un inventario muy elemental de dichas razones:

- La banca especializada es sinónimo de atomización y de ineficiencia. La atomización conduce a un menor tamaño del sistema financiero que se traduce en mayores riesgos desde el punto de vista de su solvencia y en la incapacidad de las instituciones de atender los requerimientos de la economía desde el punto de vista de los cupos individuales de crédito.
- La banca integrada accede más fácilmente a los beneficios de las economías de escala y logra por lo tanto mayores economías de sus costos medios operacionales, lo que difícilmente puede ocurrir con la banca especializada. En efecto, cuanto mayor es el volumen de operaciones posibles por parte de una institución financiera, ésta se aproxima mucho más fácilmente a un costo mínimo de las instituciones financieras. En cambio en los sistemas especializados, particularmente de mercados pequeños, no suelen alcanzarse costos óptimos por los bajos niveles de operación.
- La teoría enseña que los sistemas de banca general son propensos a generar una mejor calidad de sus activos de riesgo. De un lado porque existe la potencialidad de efectuar un mayor control sobre las operaciones y la solvencia del deudor cuando éste accede a un supermercado de servicios financieros y, por el otro, porque es posible lograr una mayor diversificación de riesgos, cosa que resulta más compleja cuando las reglas que definen las operaciones de los sujetos, a la manera de compartimientos estancos, les obligan a operar en determinados sectores de actividad económica haciéndolas más vulnerables a los ciclos de éstos.

4 Banco Mundial, *Informe sobre el desarrollo mundial 1989*, p. 121.

Con razón recientemente decía el presidente de la Asociación Bancaria Alemana:

La libertad de emprender toda clase de servicios financieros da por resultado unas carteras de préstamo más equilibradas y estabiliza la rentabilidad. Abundan los ejemplos que ilustran este punto. Uno de ellos es la erupción de la crisis internacional a principios de los años ochenta, que afectó también a los bancos alemanes al igual que casi todos los bancos que operaban internacionalmente. Pero las consecuencias fueron mucho menos graves en Alemania, toda vez que, en primer lugar, la participación de tales préstamos en el volumen total de operaciones era más pequeña (característica usual de la banca universal) y, en segundo lugar, la elevada rentabilidad de las transacciones en valores en los años subsiguientes permitió a esos bancos acrecentar considerablemente sus respectivas reservas⁵.

- La banca especializada en muchos casos ha sido un subproducto de políticas de represión financiera desarrolladas por las autoridades. En tales eventos se trata de creaciones artificiales, que no corresponden a las necesidades de los mercados. Suele citarse como ejemplo el caso de las sociedades financieras en Chile, que en 1974 se desarrollaron por el tratamiento favorable que en materia de encaje se les otorgó en contra de los bancos.
- Los bancos departamentalizados gravan en general a la economía con mayores costos. No sólo porque dan lugar a una multiplicidad de infraestructuras administrativas, contables, de registro, de manejo y supervisión de las distintas operaciones financieras, sino porque los costos asociados al crédito se aumentan para los usuarios ante la exigencia de redoblar estudios, garantías, etc. En suma, los costos para el consumidor se elevan cuando deben desplazarse entre distintas instituciones financieras para satisfacer las diversas formas de financiamiento que demanda su actividad.
- En un modelo económico de globalización de los servicios como el actual, resulta mucho más complejo para los bancos especializados enfrentar la competencia internacional, tanto más cuando las instituciones del exterior pueden actuar con gran versatilidad desde el punto de vista de las operaciones y servicios que ofrecen en el mercado.
- Desde el punto de vista del desarrollo regional, la multibanca puede conducir a un resultado plausible, en el sentido de conectar una am-

5 Wolfgang Roller, "Sistema de banca universal. Manejo del riesgo y supervisión bancaria", en *Boletín del Cemla*, marzo-abril de 1991.

plia gama de servicios financieros a los distintos puntos geográficos, a través de su amplia red de oficinas.

Por estas potísimas razones y otras muchas que detalla la academia, podría decirse que el desenvolvimiento mundial de la banca apunta en la dirección de la banca múltiple o banca universal. La misma se ha venido consolidando en Europa, a partir de la experiencia alemana. En Italia, por ejemplo, se ha desarrollado un profundo esquema de banca universal. Y en países como Estados Unidos y Francia, que caracterizadamente desarrollaron sistemas de especialización pura, las más recientes reformas empiezan a derribar las murallas chinas que definieron con rigor las fronteras entre sus distintas instituciones bancarias.

A su turno debe registrarse que en los países asiáticos se adelantó, a partir de la década de los años setenta, una intensa reforma financiera que tuvo como componente importante expandir el alcance de las actividades permitidas a los diferentes tipos de establecimientos financieros⁶.

Y más recientemente, la reforma financiera en el Japón ha sido diseñada para permitirle a los bancos penetrar otros negocios, entre ellos el de valores, a través de subsidiarias.

MODELOS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS

Con ocasión de la crisis financiera de los años ochenta, los distintos países de Latinoamérica se comprometieron en el desarrollo de profundas reformas a sus sistemas financieros, orientadas en tres aspectos fundamentales. En primer lugar, lograr una mayor profundización financiera y una mayor capacidad de financiamiento de la economía; en segundo término, promover la disminución del gravamen de la actividad financiera, facilitando su quehacer, pero al propio tiempo someténdola a mayores exigencias de capital y de tributos prudenciales y, por último, plantear una reformulación de los sistemas mismos para demandar una mayor eficiencia en su labor, y menores costos relativos de los servicios financieros, a partir de comportamientos mucho más competitivos en los mercados.

6 *Financial Liberalization, Money Demand and Monetary Policy in Asian Countries*, Washington, FMI, julio de 1991.

Como resultado de ello debió abordarse inexorablemente el dilema acerca del modelo más conveniente para nuestras economías. Muy rápidamente fue superado el planteamiento de la especialización. Se dijo, con razón

que la especialización supone un alto grado de desarrollo económico y financiero de un país, en el cual sí es factible determinar algún tipo de especialización financiera. Pero ello no es aconsejable en los países carentes de ese grado de desarrollo en los cuales es conveniente la existencia de una banca facultada a la más amplia y diversa prestación de servicios⁷.

Y ello es así porque sólo en los mercados grandes y con un número importante de instituciones financieras, al propio tiempo desconcentradas, es posible tener un sistema financiero integral, eficiente y especializado⁸. De esta suerte, la reforma de finales de los años ochenta y comienzos de los noventa en Latinoamérica se inscribió en el sistema de la banca universal o de la multibanca. Pero no dentro del esquema tradicional de la prestación de diversos servicios financieros bajo un mismo techo, sino a través de los denominados *grupos financieros*. Éstos constituyen una expresión más elaborada de la banca múltiple, ya que a través de las subsidiarias un banco comercial universal puede desarrollar cualquier otro tipo de actividad financiera. En efecto, los grupos se erigen de esta manera en una nueva manifestación de la multibanca.

Para nuestro gusto, es un desarrollo mucho más afortunado que el consagrado sistema de universalización de servicios financieros, toda vez que en su diseño se logran obtener los beneficios de la banca universal clásica o individual (tipo Alemania) y se resuelven algunos de los inconvenientes que secularmente se le han imputado a la denominada banca de servicios financieros completos, desde el punto de vista de su control.

A partir de una institución financiera matriz, de carácter global, y con el concurso de sus filiales, un grupo puede ofrecer a su clientela servicios financieros integrados. Porque los partícipes del conglomerado actúan de manera conjunta, bajo las instrucciones de la institución que ejerce el poder de subordinación. Y para aprovechar las economías de escala, de manera recurrente las legislaciones autorizan la utilización de las oficinas de los distintos miembros del grupo para la prestación de

7 Eduardo J. Boneo Villegas y Eduardo A. Barreira Delfino, *Contratos bancarios modernos*, Buenos Aires, Editorial Abeledo Perrot, 1984, p. 16.

8 Rolf Lüders, "La regulación financiera: concentración, economías de escala y la multibanca en Chile", en *Revista Felabán*, No. 36, noviembre 1979, p. 156.

los servicios, siempre que se identifique claramente el sujeto con quien contrata el consumidor. Como rasgo común, igualmente, y para evitar que cada uno de los componentes del grupo incurran en costos operativos adicionales por concepto de servicios computacionales independientes, administración de personal, servicios administrativos y contables, y vigilancia y custodia de valores, entre otros, se autoriza a los partícipes de los grupos para organizar las denominadas Sociedades de Apoyo al Giro o Filiales de Servicios Técnicos y Administrativos.

Igualmente el modelo de los grupos financieros, eufemísticamente denominado en Colombia *esquema de filiales*, se caracteriza por brindar algunas ventajas más, con respecto al sistema tradicional de banca integrada, en especial desde la perspectiva de las preocupaciones de los reguladores, que vale la pena subrayar:

- Permite controlar y regular los conflictos de interés, lo cual se hace más complejo cuando bajo un mismo techo se prestan servicios financieros de distinta naturaleza.
- Preserva a las instituciones bancarias del denominado *riesgo de contagio*.

Haciendo nuestra la opinión de Felipe Morris, digamos con él que:

La razón principal por la cual muchos reguladores optan por un sistema a través de filiales es para aislar a los bancos, y en última instancia a sus depositantes, de posibles adversidades relacionadas con los mayores riesgos que implican las actividades de las filiales, permitiéndoles expandir sus actividades hacia negocios nuevos, aumentando su rentabilidad y competitividad, pero limitando posibles pérdidas, y más importante, evitando que los bancos canalicen una cantidad desproporcionada de los activos del banco hacia dichas actividades o las subsidie⁹.

- En la regulación de la solvencia de los grupos, el capital se define sobre la consolidación de los mismos y se castiga la piramidación del capital en orden a lograr un efectivo respaldo patrimonial de las empresas que integran el conglomerado.

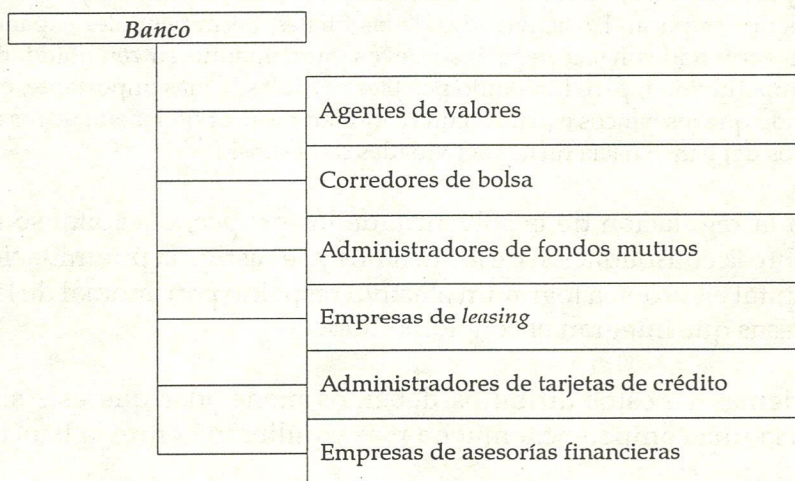
Además de estos atributos debemos mencionar que este sistema propicia una competencia mucho más equilibrada entre la banca y los

9 Felipe Morris, *Ajuste estructural en América Latina y reforma a los sistemas financieros: la regulación y supervisión de las filiales bancarias*, Banco Mundial, mimeo, 1989.

intermediarios financieros no bancarios; permite mantener y cuidar culturas empresariales dentro de un mismo grupo que no resulta conveniente fusionar desde el punto de vista del desarrollo de los negocios y, así mismo, evita la sobrerregulación que podría recaer sobre actividades financieras que no son de naturaleza bancaria, cuando éstas se cumplen por una misma entidad que desarrolla labores de intermediación financiera, como ocurriría cuando actividades de simple gestión o de servicio puedan quedar sometidas a las mismas normas de *capital adecuado*, que rigen para los establecimientos de crédito.

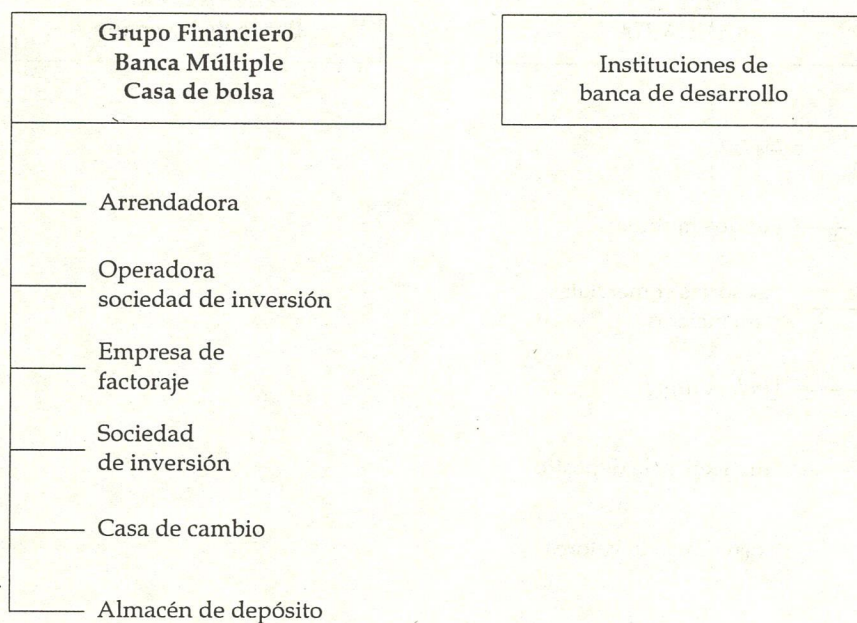
Como punto de partida más reciente de los grupos financieros en Latinoamérica, registramos la reforma financiera chilena de 1986. Ésta autorizó a los bancos para efectuar inversiones en agentes de valores, corredores de bolsa, administradoras de fondos mutuos, empresas de *leasing*, empresas administradoras de tarjetas de crédito y empresas de asesoría financiera (véase Gráfico 1).

GRÁFICO 1
SISTEMA FINANCIERO CHILENO
(1996)



Por su parte, la reforma mexicana de 1990 prescribe la existencia de dos tipos de instituciones de crédito: las instituciones de banca múltiple y las instituciones de banca de desarrollo. Las de banca múltiple, al igual que los grupos financieros y las casas de bolsa, pueden efectuar inversiones en filiales de arrendamiento financiero, operadoras de sociedades de inversión, empresas de factoraje, sociedades de inversión, casas de cambio y almacenes de depósito (véase Gráfico 2). En particular, la puesta en marcha del régimen de agrupaciones financieras ha sido bastante exitosa como consecuencia de la privatización de la banca mexicana; hasta la fecha se han organizado formalmente dieciséis grupos y hay cinco más en proceso de formación.

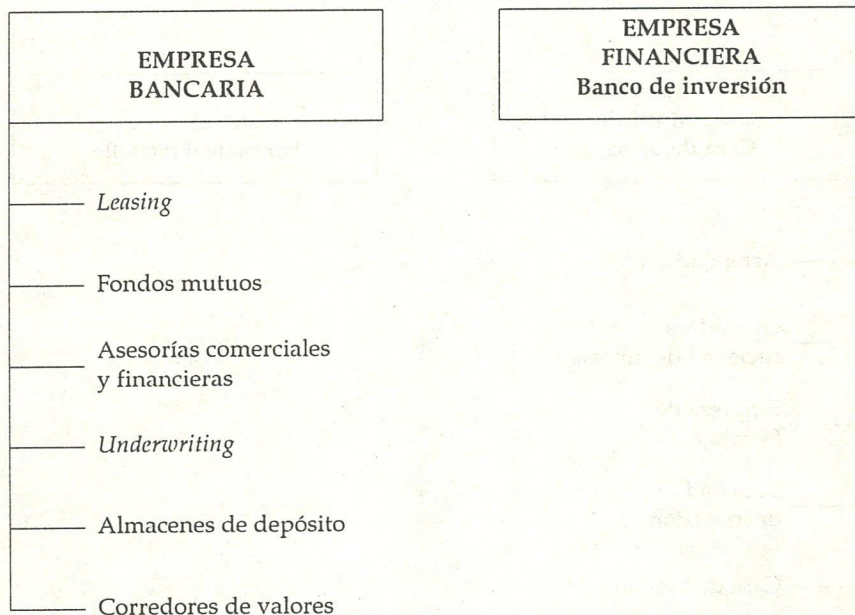
GRÁFICO 2
SISTEMA FINANCIERO MEXICANO
(1990)



Tratamiento similar ha ocurrido en la enmienda legislativa que se ha promulgado más recientemente en América Latina. Se trata de la reforma peruana. De acuerdo con el Decreto legislativo No. 637 de abril de 1991, se tipifican dos clases de establecimientos de crédito: las empresas bancarias y las empresas financieras. Las primeras pueden or-

ganizar empresas subsidiarias de arrendamiento financiero, administración de fondos mutuos, empresas de asesoría de comercio exterior, asesoría financiera, *underwriting*, almacenes generales de depósito y sociedades corredoras de valores (véase Gráfico 3). Aunque, hay que decirlo, la ley contempla como peculiaridad reglamentaria que las operaciones relacionadas con el *leasing*, la administración de fondos mutuos, la prestación de asesorías y las operaciones de *underwriting*, pueden llevarse a cabo también a través de departamentos bajo el mismo techo de la empresa bancaria.

GRÁFICO 3
SISTEMA FINANCIERO PERUANO
(1991)



A todo lo anterior habría que añadir las reformas que se preparan tanto en Venezuela como en Ecuador; la primera presentada ante la consideración del Congreso el año anterior y la segunda elaborada por el Banco Central de Ecuador y próxima a ser sometida ante la consideración del Parlamento de dicho país. El proyecto venezolano crea la figura de los bancos universales que podrán subsistir con en-

tidades especializadas. El ecuatoriano es más contundente al autorizar a los bancos para desarrollar toda clase de operaciones financieras y permitir la organización de instituciones de servicios financieros complementarios.

EL MODELO COLOMBIANO

Con algunos pocos, creo que la Ley 45 de 1923 realmente diseñó un sistema bancario integral, como que no estableció una escisión entre las labores bancarias propiamente dichas, el desarrollo de operaciones de banca hipotecaria, de banca de ahorro y de banca fiduciaria, que podían prestarse a través de secciones especializadas.

Pero con el paso de los años y por razones que escapan al objeto de este trabajo, se derivó en un esquema hiperespecializado que dio como resultado un sistema financiero excesivamente atomizado. Las autoridades cayeron en la trampa, legitimaron nuevas instituciones y segmentaron legalmente el mercado financiero.

Hacia finales de los años ochenta y durante 1990 las autoridades acometieron el empeño de adelantar una reforma financiera de amplio aliento para lograr la modernización del sector. Las normas se han encargado de definir un entorno reglamentario que concede mayores espacios para la libertad en la operación financiera, sin sacrificar las regulaciones básicas de carácter prudencial. La liberalización del sector no constituye un fin en sí mismo de la política; se trata de un instrumento para generar mayores tasas de ahorro transferible, una transformación de plazos más conveniente para los requerimientos crediticios del sector productivo y formas de financiamiento de menor costo. La libertad constituye así mismo un exhorto a la competencia de los agentes económicos; es presupuesto esencial de la innovación y exige el replanteamiento de todas aquellas regulaciones que por vía de la represión, a través de fórmulas tales como la intervención de las tasas, las inversiones forzosas, los encajes, etc., han sido causa preponderante del estado de menor desarrollo relativo de nuestro mercado.

La reforma financiera colombiana no debe examinarse puntualmente en el tiempo, sino dentro de un horizonte mucho más amplio. En efecto, el Estado ha venido desarrollando, a través de sus distintas facultades, una reforma coherente que no se reduce a la Ley 45 de 1990. En ella han intervenido las distintas autoridades de regulación financiera: el Congreso, el presidente de la República, la Junta Monetaria, la

Junta Directiva del Banco de la República y la propia Superintendencia Bancaria.

Teniendo presente los cometidos de este documento, habría que manifestar preliminarmente que la reforma apuntó a la revaluación de la denominada Teoría de los Estatutos Especiales, abolió en alto grado las barreras de los establecimientos de crédito, con mayor énfasis en las operaciones activas, y consolidó un claro esquema de grupos financieros. A través de él se trata de permitir que los establecimientos de crédito puedan desarrollar operaciones de carácter financiero no estrictamente bancarias, facilitando su incursión en nuevas actividades. En particular, el artículo 1o. de la Ley 45 de 1990 los facultó para realizar inversiones en sociedades fiduciarias, en empresas de *leasing*, en sociedades comisionistas de bolsa, en almacenes generales de depósito y en sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía.

Para estos efectos los establecimientos deben actuar como matrices y realizar tales actividades con cargo al patrimonio de los inversionistas; se trata de aislar, así, el ahorro del público de los riesgos propios de estas nuevas actividades, de manera que el monto de las inversiones de capital no pueda exceder el propio patrimonio de la entidad matriz.

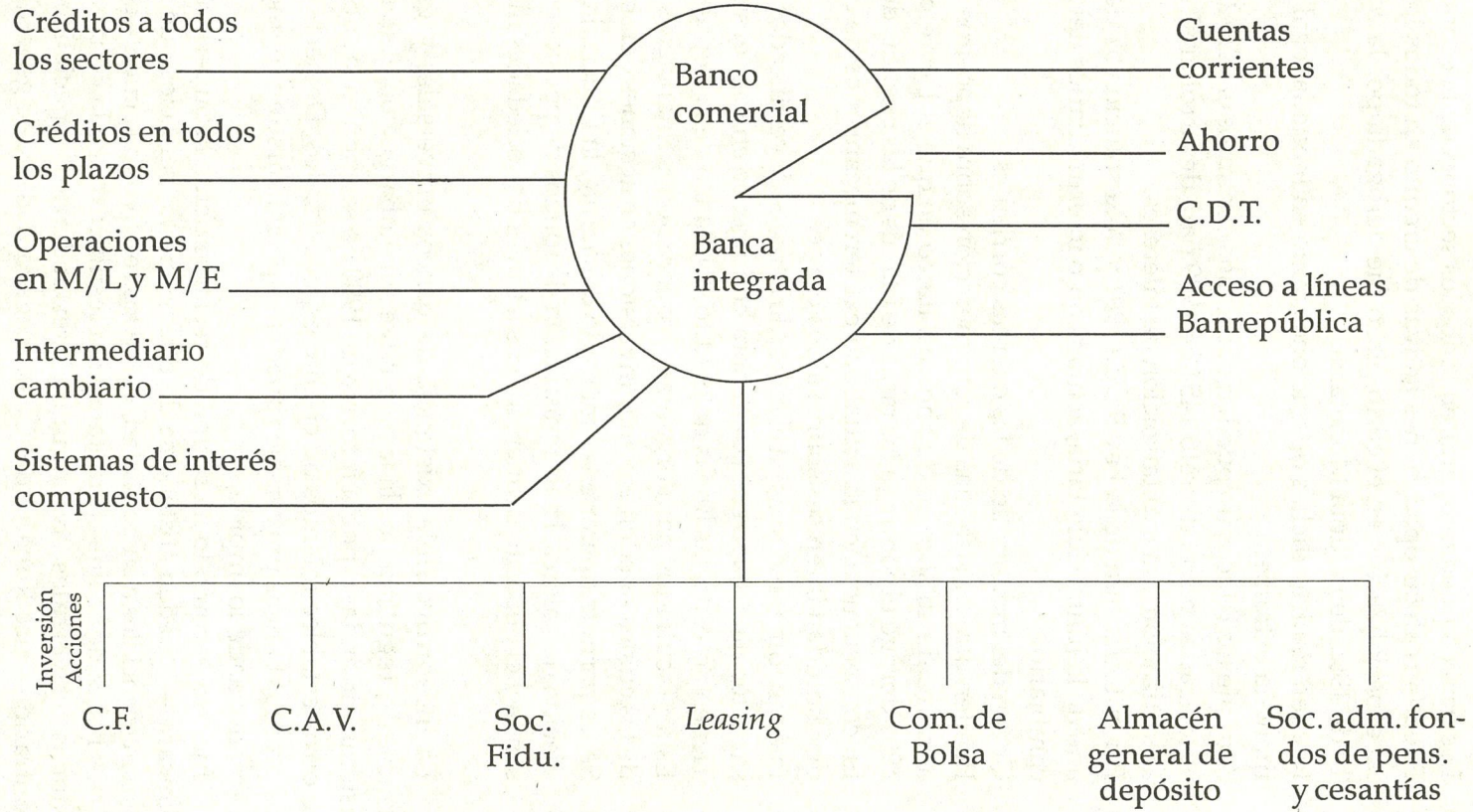
En esta forma hemos arribado a un esquema de universalización de servicios financieros a través de establecimientos de crédito controladores.

Aunque la ley autoriza *in genere* las inversiones en filiales para las distintas clases de establecimientos de crédito, en especial los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial¹⁰, lo cierto es que existe una entidad que puede concebirse marcadamente como un verdadero banco universal, en toda la extensión del concepto; me refiero a los bancos comerciales.

En efecto, si a los desarrollos de la Ley 45 de 1990 se agregan las autorizaciones otorgadas por las autoridades monetarias y financieras, advertimos la presencia en nuestro sistema de una institución que constituye un verdadero banco universal, desde el punto de vista de las operaciones de banca comercial, de servicios financieros no bancarios y de inversiones en el sector real a través de la organización de corporaciones financieras (véase Gráfico 4). Veamos:

10 A las corporaciones de ahorro y vivienda solamente se les permitió participar en el capital de sociedades fiduciarias y de sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantía (Art. 4o., Ley 45 de 1990).

GRÁFICO 4
BANCA UNIVERSAL DE COLOMBIA
Esquema de grupos



- Los bancos pueden operar en todos los sectores de la economía.
- Pueden realizar operaciones activas de crédito en todos los plazos. Su especialización en el corto plazo fue derogada por la resolución 19 de 1990 de la Junta Monetaria.
- Pueden realizar dichas operaciones tanto en moneda legal como en moneda extranjera.
- Aunque los bancos no pueden pactar sus contratos en UPAC, fueron autorizados por el decreto 1454 de 1989 para desarrollar sistemas de amortización con capitalización de intereses.
- Por autorización de la Ley 9a. de 1991 y la Resolución 57 del mismo año de la Junta Monetaria, actúan como intermediarios del mercado cambiario.
- Gozan del monopolio de las cuentas corrientes.
- Pueden ofrecer sistemas de remuneración sobre depósitos a la vista a través de su sección de ahorros, luego de que el Decreto 2994 de 1990 derogó el control a las tasas de interés de las cuentas de ahorro. En consecuencia, en la actualidad existen mecanismos de captación que liquidan intereses sobre saldos diarios.
- Pueden tomar recursos en el mercado a través de certificados de depósito a término, cuyo encaje es ahora homogéneo en todo el sistema.
- Tienen acceso a las líneas de crédito del Banco de la República.
- Están facultados para organizar corporaciones financieras, a través de las cuales pueden efectuar inversiones en acciones del sector real.
- Se les permite operar en el mercado del *leasing*, la fiducia, la intermediación de valores, la administración de fondos de pensiones y de cesantía y el depósito de mercaderías a través de sociedades filiales.

La incontrovertible existencia de bancos universales y grupos financieros, regulada por la ley, convive sin embargo con el *statu quo*. El sistema refrendado por la reforma de 1990 no se opone a la subsistencia de otros establecimientos de crédito especializados. De hecho, porque los propios bancos universales pueden especializarse en segmentos del mercado; nada lo impide.

Incluso —como lo ha sostenido recientemente la Superintendencia Bancaria— pueden abstenerse de ofrecer ciertos servicios que se entenderían esenciales a su actividad, como los relativos a la cuenta corriente.

A la luz de la literatura, tampoco resulta exótico la convivencia de bancos universales con algunos intermediarios especializados. “Al contrario —dice Roberto del Cueto Legazqui, director general adjunto

del Banco de México—, bajo ciertas perspectivas pueden permanecer como entidades altamente competitivas, en nichos del mercado de los cuales difícilmente podrán ser desplazados si mantienen un nivel de servicio de excelencia”¹¹.

La Asociación Latinoamericana de Instituciones de Desarrollo, Alide, por su parte, manifiesta que la complejidad de la tarea que es necesario emprender en el proceso de reforma respecto de las instituciones financieras, no se opone a la existencia de bancos de desarrollo. Por el contrario:

Se requiere el concurso de los bancos de fomento, ya que estas entidades, en concordancia con el logro de sus objetivos, pueden dar al proceso de reestructuración y reforma financiera un horizonte mayor que el de corto plazo, aumentando así los efectos positivos que sus acciones producirían en los agentes económicos y en las transformaciones de las estructuras productivas¹².

En aquellos casos en los cuales la especialización no encuentra clara justificación, las instituciones respectivas deben tender a migrar al concepto genérico de banca comercial universal. De suyo el propio legislador se encarga de crear estímulos para su conversión. Por ejemplo, en Colombia la Ley 45 de 1990 tipificó la figura de la conversión para hacerla jurídicamente viable; ofreció ventajas en las exigencias de capital mínimo para aquellos establecimientos de crédito que se convirtieran en bancos¹³ y desde el punto de vista de las regulaciones cambiarias autorizó a aquellas instituciones que por su naturaleza no pueden realizar operaciones como intermediarios del mercado cambiario, para que las ejecutaran, siempre y cuando se inscribieran en un proceso de conversión.

Lo cierto es que en un entorno signado por la competencia doméstica e internacional, aquellas instituciones financieras que no operan en mercados sectores de actividad económica o que, evidentemente, no se caracterizan por la especialización funcional de sus servicios, deben

11 Roberto del Cueto Legazqui, “Los retos que enfrentan los grupos financieros en su competitividad internacional”, en revista *El Mercado de Valores*, México, agosto de 1992, p. 10.

12 Secretaria general de la Alide, “Del ajuste al desarrollo económico latinoamericano de los noventa: el papel de los bancos de fomento”, en *Comercio Exterior*, Vol. 42, No. 12, México, diciembre de 1991, p. 1144.

13 El artículo 10 de la Ley 45 de 1990 previó sólo una exigencia del 70% del capital bancario para la conversión de cualquier establecimiento de crédito.

tender a desarrollarse como verdaderos bancos. Entre otras razones porque la política financiera ha ido derogando todos aquellos privilegios normativos que impulsaron mercados cautivos o simples prerrogativas para las instituciones especializadas, lo cual las hace mucho más vulnerables a la competencia.

De esta manera se explica que las denominadas cajas de ahorro hayan desaparecido entre nosotros luego de la conversión de la Caja Social en banco; al mismo tiempo cobra particular sentido la conversión de los organismos cooperativos de grado superior de carácter financiero en bancos de naturaleza cooperativa. Al igual que algunas compañías de financiamiento comercial que han optado por su conversión en bancos comerciales.

EL FUTURO DE ALGUNOS INTERMEDIARIOS

Es un verdadero desafío pretender anticipar con exactitud el futuro de las instituciones especializadas que aún se conservan entre nosotros. Tal vez esa empresa resulte más fácil subrayando las fortalezas y debilidades que respecto de cada una de ellas observamos, y que habrán de marcar su viabilidad en el tiempo.

Las Corporaciones Financieras

Las corporaciones financieras muestran su mayor fortaleza, para sobrevivir a la competencia, en las operaciones especialmente autorizadas por su condición de bancos de inversión o bancos de desarrollo.

Son sin embargo, más protuberantes sus debilidades:

- El tamaño del sistema es muy pequeño con relación a la banca comercial. Representa el 11.6% de los establecimientos de crédito y en el interior del subsector el desbalance es mucho mayor.
- No pueden operar a corto plazo. Sus operaciones activas de crédito deben concentrarse en plazos superiores al año, lo cual les resta competitividad frente a su clientela.
- El crédito de capital de trabajo sólo es procedente cuando se trata de empresas agroindustriales, manufactureras o mineras. Recientemente la Junta Directiva del Banco de la República ha recomendado extender a todos los sectores económicos esta facultad.

- Su clientela se concentra en los denominados de riesgo triple A. Esto aparece de bulto en el hecho de que más del 80% de sus operaciones activas corresponden a créditos que individualmente superan los \$100 millones (véase Anexo 5).

Esto las expone más, respecto al fenómeno de la desintermediación financiera, y al desarrollo mismo de las operaciones de crédito de las instituciones del exterior en Colombia, que se concentran precisamente en las empresas que por su tamaño y su solvencia pueden tener acceso a los mercados internacionales. Dichas entidades le han restado mercado a los bancos y a las corporaciones financieras a través del otorgamiento de financiación con plazo superior a un año a las empresas AAA, en los primeros ocho meses de 1992, por una suma de \$210.000 millones (véase Resolución 7 de 1992).

Y las estadísticas más recientes evidencian que su labor de intermediación está perdiendo participación en el mercado, sin que nada sugiera que hacen esfuerzos por reafirmar su condición de bancos de inversión, de manera simétrica, lo que puede comprometer su rentabilidad tradicional. En el Anexo 2 se aprecia que las CF han perdido participación en el conjunto de créditos del sistema financiero, a partir de 1980.

- Aunque están autorizadas para realizar inversiones de *capital semilla*, se limitan a rotar su portafolio entre las sociedades anónimas tradicionales. El 81% de su portafolio de inversiones corresponde a acciones maduras de empresas. No promueven realmente nuevos proyectos de inversión, función que debería caracterizar su quehacer y que en realidad son la única razón que las habilita para esta autorización excepcional.
- Sus labores en banca de inversión, con excepciones bastante notorias, prácticamente son irrelevantes. Ello explica que los servicios financieros apenas contribuyan a un 5.4% del margen operacional de las corporaciones (véase Anexo 4).

Además de su actitud pasiva, las autoridades han facultado a otros agentes económicos para cubrir reconocidas tareas de banca de inversión: la circular 13 de 1992 de la Superintendencia de Valores autorizó a los comisionistas de bolsa para prestar asesoría en el mercado de capitales y a su turno, el Decreto 1135 de 1992 confió a las sociedades fiduciarias la potestad de ofrecer servicios de asesoría financiera e, in-

clusive, les entregó el monopolio de la representación de los tenedores de bonos.

- No captan depósitos a la vista.
- Las normas sobre encaje de sus CDT han dejado de constituir un privilegio de las CF.
- Han desarrollado muy poco el mercado de los bonos ordinarios a pesar de su excepcional regulación, como que no están sujetos a encajes ni dan lugar a inversiones forzosas. Sólo más recientemente han empezado a mover este producto, que ahora alcanza el 21% de sus pasivos para con el público.
- Perdieron la intermediación exclusiva de las líneas de crédito que administra el Banco de la República. En poco menos de un año su participación ha descendido del 100% al 87%, por virtud de la gestión colonizadora de los bancos en esta materia.
- Su red de oficinas, con relación a la red bancaria, apenas representa el 6%.

En este contexto debemos concluir que el panorama sólo se revela despejado para aquellas corporaciones financieras que reafirmen su vocación como bancos de inversión. Aquellas que sólo pretenden realizar labores de banca comercial han perdido su espacio vital.

Compañías de Financiamiento Comercial

Su rol en el sector financiero tiene la impronta de la banca de consumo. También han logrado penetrar en el mercado de la financiación de las empresas pequeñas y medianas. En esta tarea han actuado pero no sin dificultades. Estas son algunas de sus debilidades:

- Su tamaño es bastante precario. Apenas representan el 5.8% de las instituciones (véase Anexo 1).
- No tienen mayores argumentos para competir frente a la gran variedad de productos que pueden desarrollar los bancos universales. Además éstos son cada vez más activos y eficientes en la banca de consumo y a partir de la apertura del sector, con motivo de la expedición de la Resolución 7 de 1992, han tenido que salir a buscar nuevos mercados, precisamente en aquellos espacios que solían ser el mercado natural de las compañías. Es que no puede pasarse por alto

que los créditos externos registrados equivalen al 10% de la cartera bancaria total.

Todo lo anterior podría explicar la pérdida de medio punto en la cartera total de los establecimientos de crédito por parte de las CFC, en los primeros 8 meses de 1992 (véase Anexo 2).

- Las CFC no son intermediarias del mercado cambiario. Ello las pone inmediatamente en una condición de desigualdad con los bancos y las corporaciones financieras porque les mutila el brazo con que podrían tener acceso a las operaciones de comercio exterior, y además, porque las operaciones cambiarias han terminado constituyéndose en un elemento determinante de la rentabilidad bancaria; a la luz del Anexo 4, el margen cambiario representa en la actualidad el 15% del margen operacional de los bancos. A sólo título de comparación digamos que los ingresos cambiarios de los bancos durante el primer semestre de 1992, por \$75.310 millones, equivalen a más de diez veces todas las utilidades acumuladas de 1992 de las compañías de financiamiento comercial.
- Las compañías de financiamiento comercial no tienen instrumentos para acceder al mercado del dinero a la vista.
- Tienen muy poca versatilidad para llegar a los ahorradores. Sólo pueden emitir CDT.
- Su red de oficinas equivale al 7.6% de las oficinas bancarias.

Como corolario puede decirse que, salvo aquellas compañías que tienen un nicho muy definido y desarrollado, con estándares de eficiencia muy grandes, las restantes deberían considerar la opción de su conversión para reafirmar su existencia.

Corporaciones de Ahorro y Vivienda

A pesar de las grandes transformaciones que han ocurrido en el interior del sistema financiero en el último lustro, son las corporaciones de ahorro y vivienda precisamente los establecimientos que han respondido de mejor manera a la competencia bancaria. Han ganado participación dentro del conjunto de captaciones del sistema y respecto del volumen total de la cartera (véanse Anexos 1, 2 y 3).

Advertimos en ellas varias condiciones privilegiadas para enfrentar el reto de la competencia. De un lado conservan el monopolio del UPAC, son altamente eficientes, cuentan con una red de oficinas muy amplia, puede definírseles como captadores netos y han sido un exitoso intermediario en la labor de transformación de plazos.

Pero no se puede ser indiferente ante otras características que marcarían algunas de sus debilidades, o cuando menos algunas de sus dificultades:

- Son producto de la especialización pura. Tienen sentido en el sistema financiero como financiadores de la construcción, pese a que más recientemente, Decreto 195 de 1992, se les ha permitido conceder créditos para inversión, garantizados con hipoteca sobre vivienda.
- Los bancos comerciales pueden penetrar en el mercado del financiamiento de la vivienda en condiciones privilegiadas: sin subsidios cruzados, sin porcentajes obligatorios de cartera en VIS y con mayor versatilidad para proponer esquemas de amortización de los créditos.
- Las CAV no están autorizadas para operar como intermediarios del mercado cambiario. Tampoco lo están para ser intermediarios del mercado libre.
- No pueden ofrecer a su clientela servicios integrales.
- Perdieron el monopolio de la remuneración de los depósitos a la vista. El ahorro de los bancos crece a tasas del 90% y los fondos comunes han llegado a equivaler a las dos terceras partes de los depósitos en UPAC. En una economía con restricciones monetarias no se pueden predecir sus efectos sobre la estabilidad de sus captaciones y la rentabilidad misma del sistema de ahorro y vivienda.
- El sistema de encaje de sus distintas exigibilidades ha dejado de ser preferencial. Ocurrió lo propio con las normas sobre capital adecuado.
- La corrección como componente de los rendimientos financieros se encuentra intervenida por las autoridades.

Este escenario realmente invita a reflexionar más a fondo sobre el inmediato futuro de las corporaciones de ahorro y vivienda. Desde el punto de vista de la dinámica del sistema financiero nada indica que no puedan continuar afrontando eficiente y exitosamente la competencia con los bancos. Pero es claro que si la neutralidad es un principio de la política sobre el sector, en la misma forma que ella no puede crear privilegios en favor de un determinado intermediario financiero, tampoco puede engendrar ningún tipo de inequidad. Por esta razón, entre

otros asuntos, debería repensarse si se justifica que sólo operen en sus relaciones de crédito en UPAC, tanto más si algunos de sus depósitos se realizan en pesos.

Otra opción podría consistir en su conversión en bancos. Para ello sería indispensable permitir que cuando menos este tipo de operaciones de financiamiento de la vivienda se denominaran en UPAC, tratándose de los establecimientos bancarios. Pero antes de acudir al llamado de ese canto de sirena, tendría que establecerse si realmente se encuentran preparadas para asumir este estatus, para absorber los costos de la operación de cuenta corriente, para realizar operaciones en moneda extranjera, para montar departamentos de comercio exterior, para evaluar proyectos de inversión si se acata que sus departamentos de cartera se han especializado en evaluar los riesgos crediticios en función de la capacidad de pago presente de sus usuarios. Se trata de un tema mucho más complejo.

Otro asunto es su examen desde el punto de vista de la política económica. Hasta la fecha ha constituido un dogma la asociación entre corporaciones de ahorro, inversión en la construcción y crecimiento económico. Sin embargo, estudios como los de María Mercedes Cuéllar, en los cuales se demuestra que no hay una clara relación entre el papel de las CAV y la inversión en vivienda de la economía, invitan a reflexionar sobre esta identidad (véase Anexo 6).

Señoras y señores: seguramente este documento no ofrezca muchos elementos para comprender cuál podrá ser el inmediato futuro de varios de los establecimientos de crédito que forman parte de nuestra intrincada red de instituciones financieras. Pero sí constituye un aporte para evidenciar que el concepto de banca especializada empieza a ser un anacronismo en Colombia.

ANEXO 1
TAMAÑO RELATIVO EN SISTEMAS FINANCIEROS
 (Según activos %)

Año Entidad	1980	1985	1990	1991	1992(1)
Bancos	61.7	56.6	62	59.3	58.7
CF	17.7	18.5	13.3	12.6	11.6
CAV	15.5	21.3	18.4	21.7	23.7
CFC	5	3.4	6.2	6.3	5.8

(1) Datos a junio de 1992

ANEXO 2
PARTICIPACIÓN EN LA CARTERA DEL SISTEMA
 %

Entidades	1980	1985	1990	1991	1992 (1)
Bancos	49.7	46.7	51.6	49	47.5
CF	19.1	11.5	15.3	14	14
CAV	25.9	36.4	25.3	29	30.5
CFC	5.2	5.2	7.7	7.9	7.4

(1) Datos a junio de 1992

ANEXO 3

PRINCIPALES CAPTACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

(Millones)

	Dic. 1989	Dic. 1990	Crecimiento (%)	Dic. 1991	Crecimiento (%)
Bancos (1)					
Cuenta corriente	856.312	1.059.275	23.70	1.408.890	33.01
CDT	640.215	804.533	25.67	954.542	18.65
Depósitos de ahorro	254.241	283.730	11.60	458.055	61.44
Subtotal	1.750.768	2.147.538	22.66	2.821.487	31.38
Participación en total	52.34%	50.09%	-4.30	47.79%	-4.59%
Corporaciones financieras					
CDT	236.227	363.948	54.07	427.880	17.57
Bonos	75.381	27.267	-63.83	80.562	195.46
Subtotal	311.608	391.215	25.55	508.442	29.96
Participación en total	9.32%	9.12%	-2.05	8.61%	-5.62%
Corporaciones de ahorro y vivienda					
Depósitos de ahorro	31.576	52.639	66.71	87.571	66.36
Cuentas de ahorro valor c.	798.775	1.029.026	28.83	1.624.170	57.84
Cert. de ahorro de valor c.	157.270	283.260	80.11	380.433	34.31
Subtotal	987.621	1.364.925	38.20	2.092.174	53.28
Participación en total	29.52%	31.83%	7.82	35.44%	11.31%
Cias. de financiamiento comercial					
CDT	295.110	384.025	30.13	482.102	25.54
Participación en total	8.82%	8.96%	1.52	8.17%	-8.83%
Total	3.345.107	4.287.703	28.18	5.904.205	37.70

(1) No incluye: Banco Cafetero, Caja Agraria y Caja Social de Ahorros.

Fuente: Fichas de análisis financiero, Superintendencia Bancaria.

ANEXO 4

ESTRUCTURA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

(Millones \$)

Intermediarios	Servicios financieros*					
	Diciembre 1990		Diciembre 1991		Enero - Junio 1992	
	Monto	Part. %	Monto	Part. %	Monto	Part. %
Bancos (1)	132.155	27.6	186.511	27.2	118.523	24.8
Corporac. financieras (2)	4.568	8.1	7.007	8.7	2.745	5.4
C. de ahorro y vivienda (3)	4.423	4.8	8.828	6.1	7.212	7.0
Cias. de financ. comerc. (4)	17.497	39.3	20.014	30.4	12.879	28.4
Margen financiero**						
Intermediarios	Diciembre 1990		Diciembre 1991		Enero - Junio 1992	
	Monto	Part. %	Monto	Part. %	Monto	Part. %
Bancos (1)	316.579	66.2	481.232	70.1	333.779	69.8
Corporac. financieras (2)	48.450	86.1	68.480	85.4	46.417	91.0
C. de ahorro y vivienda (3)	82.517	89.4	127.162	87.6	89.150	87.1
Cias. de financ. comerc. (4)	24.400	54.8	42.058	63.9	30.523	67.4
Margen cambiario***						
Intermediarios	Diciembre 1990		Diciembre 1991		Enero - Junio 1992	
	Monto	Part. %	Monto	Part. %	Monto	Part. %
Bancos (1)	9.539	2.0	49.799	7.3	75.310	15.8
Corporac. financieras (2)	462	0.8	6.029	7.5	7.272	14.3
C. de ahorro y vivienda (3)	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Cias. de financ. comerc. (4)	136	0.3	487	0.7	1.367	3.0

Las cifras de enero-junio de 1992 son provisionales.

(1) Para los años de 1990 y 1991 cifras del Banco de Colombia, Colpatría, Banco del Estado y Trabajadores a noviembre. Cifras de Cafetero a agosto.

(2) Cifras de Transporte y Turismo a noviembre de 1990 y 1991. Para 1992 sin IFI, Transporte y Turismo.

(3) Sin BCH.

(4) Cifras de FES a noviembre de 1990 y 1991. Para 1992 sin prisa.

(5) Participación sobre utilidades brutas.

* Originados en actividades complementarias de la función tradicional de captación y colocación, a través de las cuales los intermediarios obtienen una comisión así como un ingreso determinado por una tarifa.

** Diferencia entre ingresos y egresos operacionales.

*** Está incluido dentro del margen financiero; se presenta en forma separada a título informativo.

Fuente: Superintendencia Bancaria.

ANEXO 5

COLOCACIONES POR RANGOS - DICIEMBRE DE 1991

Intermediarios	\$0 a 5 M. M.		\$5 a \$10 M. M.		\$10 a \$20 M. M.		\$20 a \$50 M. M.		\$50 a \$100 M. M.		Más de \$100 M. M.	
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
	Partic.	Deudor	Partic.	Deudor	Partic.	Deudor	Partic.	Deudor	Partic.	Deudor	Partic.	Deudor
Bancos	0.3	3.1	6.8	44.2	7.3	23.8	10.9	15.8	9.1	5.9	65.6	7.2
Corporac. financieras	0.0	0.8	1.1	18.5	1.9	16.3	6.2	23.2	8.7	15.3	82.2	26.0
C. de ahorro y vivienda	0.1	0.0	39.0	86.0	25.8	11.4	8.6	1.9	3.6	0.3	23.0	0.4
Cías. de financ. comerc.	5.0	10.0	7.6	6.9	7.8	3.3	20.6	3.4	49.0	67.6	10.0	8.8

ANEXO 6
PARTICIPACIÓN DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA
EN LA INVERSIÓN TOTAL Y EN EL PIB
PRECIOS CONSTANTES DE 1975

AÑO	INV. VIVIENDA INV. FIJA TOTAL	INV. VIVIENDA PIB
1960	23.6%	3.7%
1961	23.7%	3.8%
1962	26.5%	4.0%
1963	27.6%	3.7%
1964	24.3%	3.5%
1965	25.1%	3.3%
1966	21.3%	3.0%
1967	20.6%	3.0%
1968	19.1%	3.0%
1969	17.6%	2.9%
1970	17.0%	2.9%
1971	15.8%	2.7%
1972	14.5%	2.3%
1973	17.5%	2.8%
1974	15.9%	2.6%
1975	14.3%	2.2%
1976	13.9%	2.2%
1977	15.5%	2.4%
1978	16.4%	2.6%
1979	14.2%	2.2%
1980	12.3%	2.1%
1981	12.3%	2.1%
1982	12.3%	2.2%
1983	14.6%	2.6%
1984	14.5%	2.5%
1985	15.9%	2.5%
1986	15.8%	2.6%
1987	17.0%	2.6%
1988	14.8%	2.5%
1989	15.7%	2.4%
1990P	15.2%	2.1%
1991P	16.5%	2.2%

Fuente: DANE. Cuentas Nacionales de Colombia 1965-1991
 Banco de la República. Cuentas Nacionales 1960-1964

TENDENCIAS FUTURAS DE LA TECNOLOGÍA EN EL SECTOR FINANCIERO

Jorge Iván Toro *

En primer lugar quiero agradecer al ICAV y al doctor Peñalosa por invitarme a participar con ustedes en este magnífico evento; espero que el excelente nivel de esta mañana no sea yo el encargado de bajarlo. Si queremos hablar del futuro de la tecnología del sector financiero, creo que debiéramos empezar por ser justos y realizar un recuento de lo que hemos hecho en estos 20 años con la tecnología en el sistema UPAC.

Hasta 1972, la banca de Colombia era una banca tradicional. Todos recuerdan que los bancos eran unas moles de mármol, en las que uno entraba a las oficinas y tenía que dar muchas referencias para poder abrir una cuenta; el papeleo era demasiado por todas partes, y no existía ningún lugar en el banco donde dijera: Aquí pueden abrirse cuentas; se abren cuentas o se da información. Uno tenía que ser amigo del gerente y, al pasar la puerta, era él mismo el encargado de abrirle la cuenta; era una banca que no ofrecía su servicio sino a un círculo muy cerrado de clientes, un servicio muy tradicional. El cliente pertenecía a la sucursal, no al banco; si el cliente tenía una cuenta en la sucursal A de un banco, y quería sacar plata de su misma cuenta en otra sucursal, no podía; aún más, si quería usar los servicios del banco en esa sucursal, tenía que pasar otra vez por las referencias y volver a abrir la cuenta. El cliente era cliente de la sucursal bancaria, no cliente del banco.

El computador en los bancos sólo servía para llevar la contabilidad; era necesario cerrar tres días a fin de mes para liquidar intereses y elaborar un extracto que únicamente le informaba al cliente el estado de su cuenta, una información que no le decía mayor cosa.

* Ingeniero civil de la Universidad de Medellín; especializado en administración de entidades financieras de North West University, creador y diseñador de la Red Multicolor y vicepresidente de Planeación de la Corporación Conavi.

En el año 1972 nace el sistema UPAC, y desde su nacimiento empezamos a ofrecer servicios distintos: nuestro objetivo era captar ahorro a través de cuentas de ahorro y CDT, para prestarlo en el sector de la construcción de vivienda; ésa ha sido nuestra meta, y como lo vamos a ver a lo largo de esta charla la hemos conseguido y bastante bien.

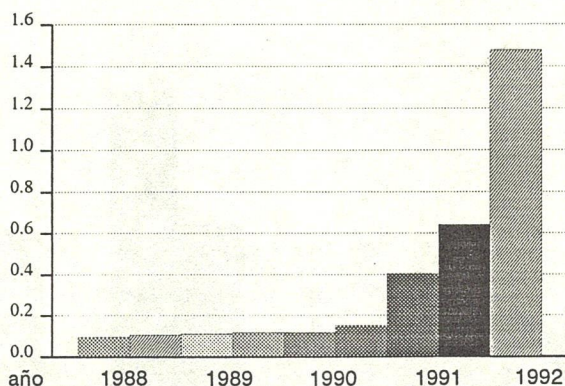
La competencia con los bancos fue muy dura en un principio. Nosotros, los que empezamos hace n años, recordamos que era muy difícil atraer a un cliente; tuvimos que ofrecer servicios nuevos; iniciamos el mercadeo puerta a puerta, nos interesaban los clientes que los bancos no querían; abríamos cuentas con sumas pequeñas, las complicadas; sin embargo, fue necesario adquirir computadores para agilizar el proceso y hacernos eficientes.

De 1974 a 1981 se inició un proceso de automatización en la mayor parte de las corporaciones de ahorro y vivienda. Se adquirieron los equipos y se cambiaron los procedimientos para que nuestra clientela estuviera a gusto con el servicio que estábamos prestando. Fue entonces cuando empezamos a ganar participación en el mercado financiero. En el año 1982 fue una corporación de ahorro y vivienda la primera que instaló el sistema en línea en Colombia, a pesar de que los bancos habían hecho muchísimos esfuerzos por conectar un sistema de estas características. De esta manera el cliente pertenecía al banco y no a la sucursal, podía retirar en una oficina distinta de la propia; pudieron instalarse cajeros electrónicos que daban servicio en línea 24 horas. Fue una corporación repito, y luego las demás, las que iniciaron esta competencia, la competencia en el sector de servicios bancarios modernos, distintos del otorgamiento de créditos. Tan sólo ahora los bancos están respondiendo, diez años después.

En 1985 las corporaciones de ahorro y vivienda decidieron integrarse para compartir su tecnología y lanzar un sistema de pago moderno en el país (puntos de pago). En 1985 no había funcionado en Estados Unidos. Cuando intentamos comenzar esto, todo el mundo nos dijo que eso era una quijotada, que los sistemas POS (*Points of Sale*) no habían funcionado en Estados Unidos. Sin embargo, en Colombia empezamos con una tecnología muy rudimentaria: recordemos que utilizábamos la red telefónica pública, los teléfonos que usamos todos. A través de ella y unos pequeños aparatos que se llaman datáfonos, logramos conectar todas las instituciones del sistema UPAC, las diez corporaciones de ese entonces y el Banco Central Hipotecario con los distintos establecimientos comerciales. ¿Cuáles establecimientos comerciales? Iniciamos con las grandes cadenas de supermercados

donde no se permitía el pago con tarjeta de crédito; éste fue un sistema muy novedoso que la red UPAC logró imponer en Colombia. Después de tener este sistema, lo modernizamos a los tres años y se adquirió un *switch*; hoy en día tenemos alrededor de 2.000 datáfonos conectados a la red, en donde pueden usarse los 2 millones de tarjetas que tiene la organización del sistema UPAC para pagar las compras mediante un sistema electrónico moderno. En este año, las corporaciones de ahorro y vivienda resolvieron conectar sus redes de cajeros propios al mismo *switch* de la red multicolor y compartir esos cajeros electrónicos o automáticos. Hoy en día es un esfuerzo en el cual toman parte todas las entidades; según las estadísticas, como se observa en el Gráfico 1, el crecimiento ha sido bastante grande en 1992. En los últimos tres años hemos crecido en un porcentaje muy alto, yo diría que muchísimo más de lo que ha crecido el sistema de pago en otras partes del mundo, además fue más aceptado y más usado que en Estados Unidos, por ejemplo.

GRÁFICO 1
RED MULTICOLOR
(Número de POS)



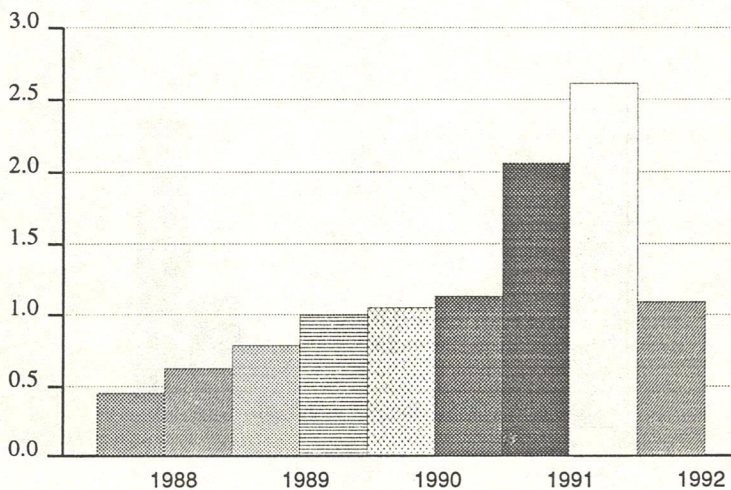
En el número de transacciones, Gráfico 2, se observa una caída fuerte, bastante notoria en el primer semestre de 1992; esa caída se explica por un fenómeno que ocurrió en diciembre. Nuevamente es el sistema UPAC el que tiene que dar la pelea con el comercio organizado, para exigir que se pague por ese moderno sistema que estábamos prestan-

do; intentamos cobrar una tarifa razonable y las entidades comerciales no querían aceptarla; debimos dar una pelea muy fuerte, todos los de la red multicolor que están aquí lo recuerdan. Y ya hace dos meses volvimos a organizarnos y los establecimientos comerciales decidieron pagar, porque se dieron cuenta de que después de cuatro meses de no usar el servicio, sus ventas habían rebajado con rapidez y, por tanto, vieron que el sistema les hacía falta. Hoy en día, durante el mes de diciembre, la red multicolor tiene proyectado hacer un millón de transacciones en el mes, con un valor cercano a 30.000 millones de pesos. En el segundo semestre del año se pagaron \$28.000 millones, como se ve en el Gráfico 3; para este semestre se espera que paguen más de \$50.000 millones con las tarjetas débito de las corporaciones de ahorro y vivienda. La tarjeta débito que nos inventamos para retirar dinero en cualquier parte del país, a través del cajero automático, es actualmente un instrumento de pago tan competitivo como la tarjeta de crédito o cualquier chequera. Para estos efectos, el sistema UPAC no necesita cuentas corrientes ni chequeras.

GRÁFICO 2

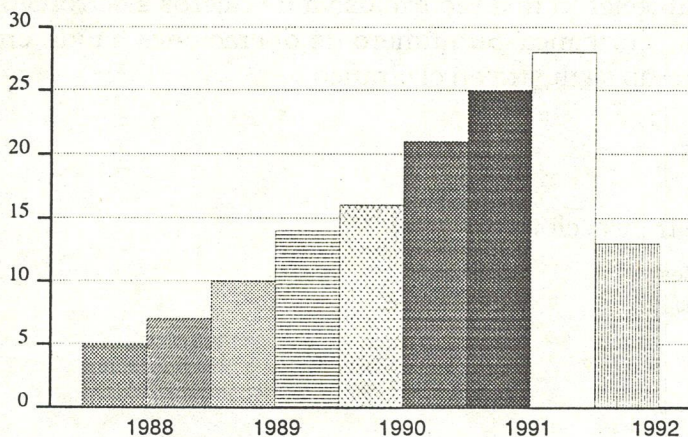
RED MULTICOLOR

(Número de transacciones en miles)



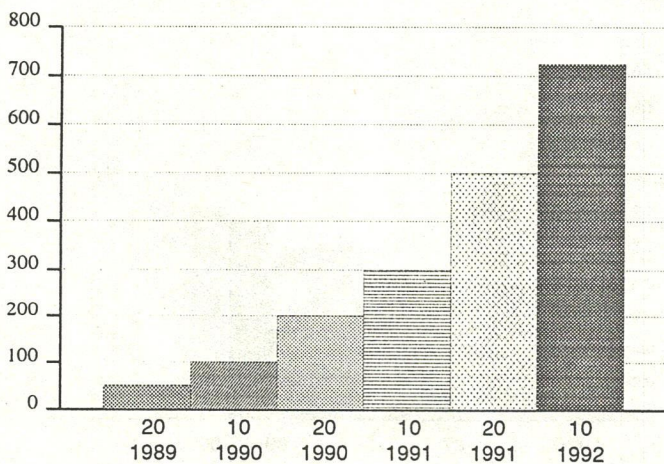
Los bancos, por su lado, en unión de dos corporaciones de ahorro y vivienda, crearon Redeban —una red de cajeros automáticos compartidos similar a la red multicolor— con un sistema automático de puntos de pago que empezó a operar en 1991.

GRÁFICO 3
RED MULTICOLOR. VALOR
 (miles de millones)



En el primer semestre de 1992, Redeban hizo 725.000 transacciones (véase Gráfico 4) en los diferentes cajeros automáticos adscritos; en este año, decidió instalar también puntos de pago. A la fecha están afiliadas ocho corporaciones de ahorro y vivienda; en total, Redeban está compuesta por diez bancos, una compañía de financiamiento comercial y ocho corporaciones de ahorro y vivienda.

GRÁFICO 4
REDEBAN
 (Número de operaciones ATM)



Como se observa en el Gráfico 5, la aceptación que este sistema tiene en el público es exactamente igual a la experimentada por la red multicolor, y está creciendo a un ritmo grande, mes a mes. Los bancos también establecieron una red exclusiva de cajeros electrónicos por el año de 1984, Servibanca. Su número de operaciones ha ido creciendo así mismo, como se ilustra en el Gráfico 6.

GRÁFICO 5
REDEBAN
(Número de transacciones POS)

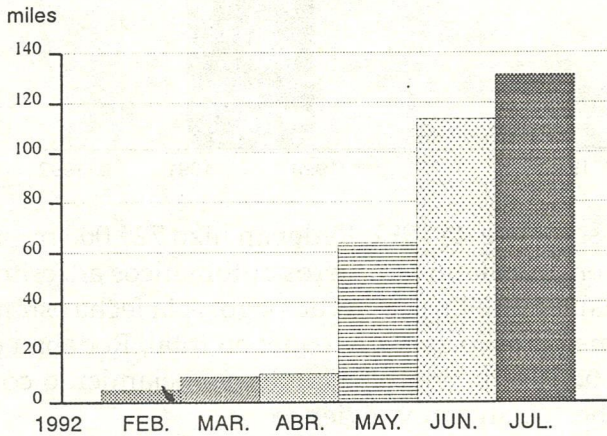
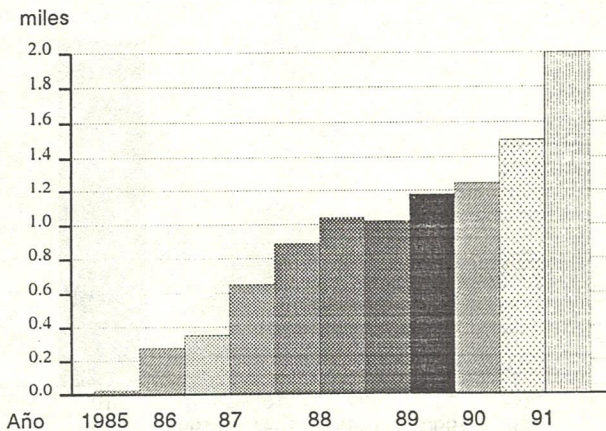


GRÁFICO 6
SERVIBANCA
(Número de transacciones)



Los modernos sistemas de pago y de dispensación de efectivo, los cajeros automáticos o los puntos de pago, tienen una gran aceptación en nuestro medio. Un experimento que hicimos aisladamente fue instalar prontopago en el Almacén Éxito de Medellín, antes que la Red Multicolor y Redeban instalaran sus puntos de pago en línea. El Banco Industrial y Conavi conectaron las registradoras del almacén a sus computadores; ése fue el comienzo de lo que hoy es Redeban como sistema de pago, igualmente con unas estadísticas crecientes: el número de sus transacciones asciende a 388.000 en un semestre (véase Cuadro 1). Con estas cifras se demuestra que la tecnología de los modernos sistemas, que hemos venido instalando las corporaciones de ahorro y vivienda, ha ido desplazando de una manera exitosa el uso de las cuentas corrientes, mejor, la chequera, que es el instrumento de esas cuentas. Después de realizar varias encuestas, se llega a la conclusión de que prácticamente la gente joven no tiene cuenta corriente ni chequera; la inmensa mayoría de las personas económicamente activas tienen una cuenta de ahorros y con ésta hacen sus pagos y manejan su efectivo, sin necesidad de tener cuenta corriente.

CUADRO 1
ESTADÍSTICAS DE PRONTO PAGO

Semestre	Número	Valor
Primero 90	45.681	1.088.6
Segundo 90	155.448	4.380.6
Primero 91	260.592	7.069.2
Segundo 91	388.176	12.052.0

Un sistema que hemos instalado ya varias corporaciones y algunos bancos, que incursiona en la banca corporativa, es lo que hemos llamado gerencia electrónica o banca electrónica; es un sistema en línea que permite conectar el computador de la empresa a través de la misma red pública, con el mismo principio de la red multicolor, pero un poco rudimentario (un poco "gaviota", no por despreciar el Centro Gaviotas, sino por lo artesanal); usando la red telefónica pública yo llamo por

teléfono, con un modem conecto el microcomputador de la empresa al microcomputador de la corporación o banco y puedo hacer la totalidad de mis operaciones financieras.

¿QUÉ HEMOS HECHO?

Si comparamos el comienzo del sistema electrónico en el año 1982 con lo que es hoy el sistema financiero colombiano, se observa, después de diez años, la incidencia de tener un sistema electrónico de pagos y una banca moderna distinta de la tradicional. En el año 1982 los bancos tenían el 66% de los recursos, las corporaciones de ahorro y vivienda el 24%, las compañías de financiamiento comercial el 44% y las corporaciones financieras el 5%; hoy vemos que los bancos sólo tienen el 43% de los recursos, han perdido cerca de una tercera parte de lo que tenían, y las corporaciones hemos subido del 24% al 34%.

En diez años con un sistema de captación que ha tenido tasas muy por debajo de las tasas bancarias, en competencia muy dura, se ha presentado en las corporaciones de ahorro y vivienda un especial aumento en el costo en sus operaciones; así hayamos sido eficientes en comparación con los bancos. Sin embargo hemos tenido que gastar mucho dinero en tecnología: un cajero electrónico le cuesta a un banco o a una corporación en Colombia alrededor de \$3.500.000, unos US\$4.400 por mes; si esto lo distribuimos entre las entidades de mayor número de transacciones en promedio (la entidad que más transacciones hace en Colombia, realiza 13.900) da un costo de 32 centavos de dólar, pero si lo dividimos por el promedio de utilizations que se hace hoy en Colombia, 7.500, el costo por transacción es de 60 centavos de dólar. Hemos debido automatizar las oficinas: la media del costo de una transacción en una oficina automatizada es de 48 centavos de dólar; en las oficinas que efectúan menos transacciones, el costo está alrededor de 60 centavos, contra 42 centavos en las oficinas de más alto número de transacciones. El costo de una transacción en un punto de pago es alto, 70 centavos de dólar. Estos son datos de la red multicolor, por tanto es lo que realmente les cuesta a las corporaciones de ahorro y vivienda una transacción; es muy alto porque el promedio de utilización todavía es bajo; aproximadamente 180 transacciones por cajero. En la medida en que podamos aumentar el uso de esos aparatos, tendremos un menor costo.

Es posible comparar estos datos con un estudio de Arthur Andersen, en el que se afirma que un pago en efectivo vale 18 centavos, un punto de pago en Estados Unidos cuesta 31 centavos, un cambio de cheque 43 centavos, un pago de cheque 53 centavos, y una transacción de cajero automático 30 centavos. En Colombia algunas de las actividades que tienen alto índice de utilización son comparables con los estándares internacionales: somos tan eficientes como cualquier banco extranjero en el uso de la tecnología de cajeros automáticos.

Si nos acordamos de cómo era la distribución de nuestros egresos en el año 1978, se observa lo siguiente:

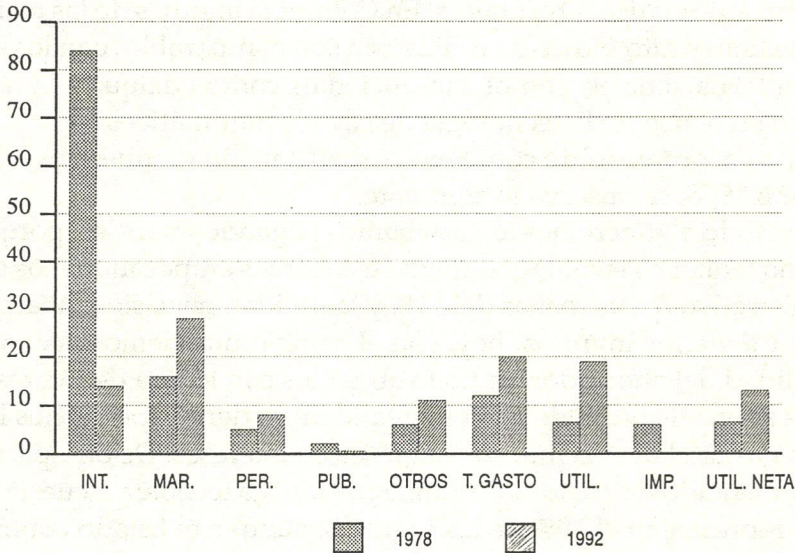
Casi todo el dinero nos lo gastábamos pagando intereses, porque todavía no teníamos tecnología, apenas estábamos empezando. Los gastos administrativos eran apenas del 11% y la utilidad neta, sin embargo, era sólo el 6% de los ingresos; hoy, con el cambio que hemos hecho en la mentalidad del ahorrador, ya no lo atraemos con la tasa de interés, sino con los servicios prestados; esa mentalidad moderna apenas nos ha llevado a gastar el 61% de nuestros egresos en intereses. De otra parte, hemos aumentado los gastos de administración. La tecnología cuesta, estos gastos representan el 19% de los ingresos, aunque el Estado contribuye con el 5.6% en impuesto de renta. Hoy la utilidad neta es del 13.4%, o sea, prácticamente el doble de la que teníamos en el año 1978.

En el Gráfico 7 se observa una discriminación comparativa de egresos del año 1978 al año 1992 del sistema UPAC.

En el año 1978 prácticamente todos los gastos de las corporaciones eran intereses, hoy en día no. Aunque el margen financiero ha aumentado, los gastos de personal han crecido; la tecnología no ha servido para reducir personal, eso es un hecho. Se ha mejorado el servicio, la publicidad ha disminuido en un gran porcentaje, pero los otros egresos, gastos en tecnología, en máquinas, en redes, han crecido. En total el gasto administrativo ha crecido, pero la utilidad de impuestos es casi tres veces la que teníamos en el año 1978. La utilidad neta es casi el doble de la que teníamos en ese mismo año.

Otro aspecto importante son los ingresos. En la misma fecha, prácticamente todos los ingresos que tenía una corporación de ahorro y vivienda eran intereses; hoy ya un porcentaje muy alto, el 15%, es cobro por otros servicios: por servicios financieros modernos, por tecnología, por el uso de la tarjeta, del cajero, por transferencias de fondos, por toda esa gama de servicios que hemos estado ofreciendo y que las corporaciones de ahorro y vivienda tendrán que explotar con mucha mayor intensidad.

GRÁFICO 7
SISTEMA UPAC
 (Distribución de los egresos)



¿Cómo es hoy la situación en Colombia, hablando de tecnología y de redes compartidas? En Colombia existen redes compartidas, como Servibanca, Redeban, Red Multicolor y ATH, entre las entidades que tienen cajeros automáticos. También están las que tienen los POS, como Fast que es de Computec; Pronto Pago, los POS que Redeban instaló. De otra parte están los Datáfonos de Diners y BIC que están instalados a través de Redeban y la red multicolor; la red de datáfonos de Ascredibanco y la red de ATH que maneja Credencial. El Cuadro 2 muestra que en este momento existen en Colombia 2.193.000 tarjetas débito activas en el sistema, el 90% en las corporaciones de ahorro y vivienda. Hoy 1.325.000 tarjetas de crédito, 589 cajeros automáticos y 9.146 puntos de pago electrónicos que permiten el uso de tarjetas con banda magnética. Vale la pena aclarar que es muy distinto del sistema que tienen las tarjetas de crédito tradicional, llamar a pedir una autorización. Éstos son sistemas electrónicos modernos.

En Colombia tenemos un retraso bastante grande en cuanto a una red que nos una con el Banco de la República y nos permita hacer el canje electrónico; aunque todas las entidades financieras están conectadas a través del computador, no hemos podido hacer canje electrónico.

co. Manejamos más de 1.000.000 de cheques manualmente, de cajón en cajón se hace el canje por las noches; se pierden y aparecen dentro de los escritorios a los ocho días, ahí nos hace falta mucha tecnología. Es la primera necesidad que tiene el país para invertir en tecnología. Yo diría que si nos abren la puerta a las corporaciones de ahorro y vivienda para entrar al canje del Banco de la República, haremos lo mismo que hemos hecho con el resto: impulsaremos para obligar que esa tecnología entre al Banco de la República.

CUADRO 2
REDES COMPARTIDAS EN COLOMBIA (AGOSTO DE 1992)

Red	Número de tarjetas			
	Débito	Crédito	ATM	POS
ATH	156.000	298.000	75	0
Ascredibanco	92.000	730.000	140	6.500
Red Multicolor	1.760.000	0	296	1.600
Redeban	1.440.000	830.000	360	806
Fast				240
Servibanca	152.000	353.000	78	0
Total	2.193.408	1.325.886	589	9.146

¿HACIA DÓNDE VAMOS? ¿QUÉ ESPERAMOS?

Las comunicaciones

¿Cómo van a ser los procesos en las entidades financieras? ¿Cómo serán los diseños de las oficinas, el autoservicio, la banca desde el hogar, los puntos de pago y los cajeros electrónicos? ¿Quién va a ganar la pelea de las tarjetas débito versus las tarjetas de crédito? Las redes compartidas son una pelea interesante que se presiente en el país, ¿debemos seguir compartiendo o ganarán las redes propias? Canje electrónico, máquinas de identificación, tarjeta inteligente, proceso de imágenes,

multimedia, ¿cómo deberán ser los ingresos y egresos de las entidades financieras?

Empecemos por una frase, que a mí me parece básica para el sector financiero: *El servicio bancario del futuro se basa en las comunicaciones, un buen servicio bancario necesita una buena red de comunicaciones, no es suficiente un computador, el servicio debe ser igual para todos los clientes y en todas las oficinas.* Pienso que si cumplimos esa premisa podemos tener un eficiente servicio en el futuro. La apertura de las comunicaciones y el Decreto 1900 de 1991 permitieron establecer en el país redes privadas de comunicación de datos. Redes vía satélite, comunicaciones vía radio y telefonía celular. Abrió la posibilidad de contratar con entes distintos del Estado, es decir, con entidades privadas; eso le permite al sistema financiero ver un buen futuro. Si creemos que la anterior aseveración es verdad, el futuro está abierto; sin embargo, a pesar de que hoy en día se tienen siete redes de satélites aprobadas por el Ministerio de Comunicaciones, va a ser complicado tomar una decisión: ¿Por cuál optar? En primer lugar porque los costos que estas redes están ofreciendo son tres y media veces más elevados que los costos que nos ofrece Telecom, es muchísimo más caro. Si bien es cierto que estas redes permiten y garantizan un 99.9% de eficiencia en el tiempo de conexión comparado con el 80% que se da hoy, los costos no se justifican con esa mejora de calidad; hay que hacer algo en cuanto a los costos, las entidades van a tener que pensar que en Colombia no podemos montar un sistema moderno y tener el punto de equilibrio a los dos meses, que creo es lo que están haciendo estas entidades. Los costos son muy altos.

Otra duda grande que queda es que las siete entidades están compartiendo este mercado financiero que es bien pequeño, ya que básicamente esas compañías de satélites se montaron para ofrecernos el servicio a nosotros, las compañías financieras, que somos los que más utilizamos las telecomunicaciones en el país. El servicio financiero es básicamente un servicio de comunicaciones, en consecuencia, esa amenaza de los costos creo que nos preocupa bastante; si no se rebajan los costos, nadie va a pasarse al sistema vía satélite. Hay una respuesta positiva, sin embargo, y es que Telecom ya está ofreciendo las redes digitales, con esto se aumenta la eficiencia, y podemos conectarnos a grandes velocidades usando la misma tecnología que hoy utiliza Telecom: las microondas, que permiten enlazar a través de los cerros del país los diversos computadores o terminales en las ciudades; la nueva tecnología va a permitir que podamos trabajar a 64.000 baudios contra 9.600 a que trabajamos hoy día, por tanto los tiempos de respuesta, los

mensajes que podremos transmitir y las distintas aplicaciones serán mucho más eficientes.

Afortunadamente con la eliminación del monopolio de Telecom sobre las comunicaciones podemos conectar hoy en día, vía radio, nuestras terminales en las oficinas. Para nadie es un secreto que cada vez que llueve el sistema se cae, porque se mojan las líneas; o hay muchos ratones que se comen las líneas telefónicas, o que, como en la Plaza de Caicedo en Cali, cuando hace dos años una excavadora estaba haciendo arreglos y dañó 19.000 pares, estuvimos 15 días con todo Cali por fuera del servicio. Lo que era prohibido en Colombia, es decir, usar la radio para la comunicación de datos, hoy en día es permitido; además es bastante eficiente y nos va a cambiar mucho la vida.

La fibra óptica que ofrecen algunas compañías locales, como las empresas de teléfonos de Medellín y Bogotá, va a mejorar muchísimo las comunicaciones. La telefonía celular ni se diga: cada uno puede hablar por un aparato y comunicarse con el computador. En el restaurante ya no tengo que pararme e ir a pagar hasta la caja, me llevan a la mesa el datáfono que hay, digito la clave, paso la tarjeta y listo; pagué igual a como me llevan hoy en día el recibo de la tarjeta de crédito. Eso nos va a abrir muchas posibilidades, de la misma manera como ya hoy funciona el correo electrónico. Quienes conectan su computador personal a la red de Coldapac pueden, inclusive, recoger la información del cliente para aprobación del crédito desde la casa; yo simplemente llamo a través de Coldapac al número de la corporación donde quiero hacer el crédito, entro a la sección de crédito y pido un formulario que simplemente digito; más adelante mandaré por correo el soporte correspondiente. Podremos recoger muchísima información con el correo electrónico: la carta de aprobación o negación del crédito se puede enviar de la misma manera.

Todo esto está muy bien, pero hay una cosa bastante complicada. Si bien la Ley de Reforma Tributaria establece que los servicios que presen las corporaciones de ahorro y vivienda, y los bancos a través de la tarjeta de crédito y débito, no tienen IVA, en septiembre de 1992 salió el Decreto 930 del Ministerio de Comunicaciones que establece que estas redes privadas que hoy usamos los bancos y corporaciones no son privadas, son públicas porque prestamos servicios a terceros. Si por mi red viaja una transacción de otra entidad financiera, mi red es pública y como tal la debo inscribir en el servicio de valor agregado; van a cobrar IVA por todas las transacciones. No solamente las redes Redeban, Red Multicolor y Servibanca. No, Davivienda, Conavi, Colmena, Las

Villas, etc., todos vamos a tener que ir al Ministerio de Comunicaciones. Desafortunadamente así es; el decreto establece en el artículo 3 que "toda entidad que tenga una red por la cual viajen mensajes de terceros será una red pública y, como tal, deberá inscribirse como red de valor agregado". Eso lo dijo claramente el viceministro: lo que queremos es gravar esos ingresos que ustedes tienen por ese servicio, así usen a Telemcom o la red privada. Esa es una amenaza fuerte que tenemos hoy en día sobre los ingresos de las corporaciones y los bancos.

Vemos que la inversión en tecnología que se espera del año 1991 a 1994, el más grande rubro en millones de dólares, está en lo que se llama plataforma, o sea, nuestra oficina, el diseño de los procesos que hacemos al entrar a la oficina, llámese oficina de captación o de crédito, en el uso del computador, de la terminal de trabajo inteligente para vender o mostrar los servicios al cliente, o para capturar la información: es ahí donde se está invirtiendo. Las cifras son contundentes: la inversión en investigación pasa de 120 a 400 millones. Otras áreas que también están creciendo son el procesamiento y la respuesta de voz, se está gastando ya mucho menos en tecnología en cajeros automáticos; a la banca desde el hogar y a los POS prácticamente no les están invirtiendo nada.

¿CÓMO DEBERÁN SER LOS PROCESOS EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS?

Esto apunta en el mismo sentido al que el doctor Néstor Humberto Martínez se refiere en su artículo de este libro: centralizar los procesos administrativos, tener sólo un computador por conglomerado y mantener distribuidos y especializados los puntos de distribución: así existirán unas redes locales de captación y colocación de crédito de UPAC, por ejemplo. Unas redes de captación en CDT. Sea a través de la misma entidad como tal o de entidades distintas, esto nos permite manejar economías de escala, que pienso es lo que necesitamos; no tanto la calificación de la entidad sino la escala, porque igual los bancos comerciales y las entidades de multibanca pequeños se pueden quebrar. La economía de escala es la que nos mantiene a flote y la tecnología apunta hacia allá.

¿Para qué vamos a tener procesos de administración centralizados? No se justifica tener un departamento de personal en cada sucursal del banco o de la corporación; con un departamento de personal, una buena red de comunicaciones y terminales distribuidas por todo el país, vamos a poder administrar más eficientemente. Como veremos más

adelante, a pesar de que hemos sido eficientes, hemos sido muy gastosos; en tecnología se gasta mucho dinero. Sin embargo, hemos sido más moderados que los bancos. Se puede pensar que los computadores se podrán especializar: tener un computador para crédito, el tamaño y los costos así lo permiten; otro para débito, otro para tarjetas y otro para integrarlos a todos en una gran red. El control de la operación la tiene el usuario final, es decir, el jefe de cuentas corrientes, el jefe de tarjeta, el jefe de crédito y no el jefe de sistemas. Así, los departamentos de sistemas, como los conocemos hoy en día, prácticamente se van a acabar, porque las aplicaciones van a ser elaboradas por el usuario y una compañía X, llámese el proveedor, o una compañía de *software* que va a diseñar a la medida las aplicaciones, las cuales van a ser manejadas automáticamente por el usuario, serán prácticamente inteligentes; las aplicaciones van a aprender de los procesos y se podrán otorgar créditos a través del computador, sin intervención del proceso manual.

La inteligencia artificial es una ciencia que se nos viene y que a Colombia va a llegar muy rápidamente. Los procesos inteligentes se podrán montar en una red nacional con computadores distribuidos en todo el país, o inclusive centralizados, lo cual no significa que haya sólo un computador, pueden ser más de uno, y no necesariamente en la misma ciudad; pueden estar en diversas ciudades con un sistema centralizado de administración; dos computadores, por ejemplo en dos ciudades, y una red con el sistema de tesorería, de archivos y de contabilidad.

El alma de todo es la red, las comunicaciones; los computadores pueden estar distribuidos en todas partes. Los procesamientos centralizados en una sola parte quedan en manos del usuario; las oficinas ya funcionan así en muchas partes con un doble *lobby*, o sea, un área de autoservicio que está abierta las 24 horas. Lo primero que se encuentra son máquinas especializadas que van a permitir hacer transacciones, consultas de saldos, pedir extractos, hacer transferencias de fondos, retirar y comprar a través de ese *lobby* automático. El *lobby* interno es un área cerrada de plataforma, como muchas oficinas en Estados Unidos donde el tamaño de la oficina es bastante grande, que deberá tener servicio todos los días, largos y cómodos horarios para la clientela; debe ser como supermercados de servicios financieros, grandes y abiertos.

Las terminales de autoservicio van a estar en todas partes. En los supermercados, en los centros comerciales habrá terminales de autoservicio; no solamente en nuestras oficinas.

El sistema telefónico, es decir la audiorrespuesta, ya es usado en Colombia por algunas instituciones. Es un elemento valiosísimo para

la comunicación entre el cliente y la entidad financiera; mediante él se podrán hacer, como hoy en día, consultas de saldo, transferencia de fondos, estadísticas, obtener información sobre lo que piensan los clientes de mi servicio y hacer venta de servicios. Se programará el computador personal para que a través del teléfono llame a la casa del cliente y le ofrezca el último servicio que tenemos; el crédito de inversión, por ejemplo.

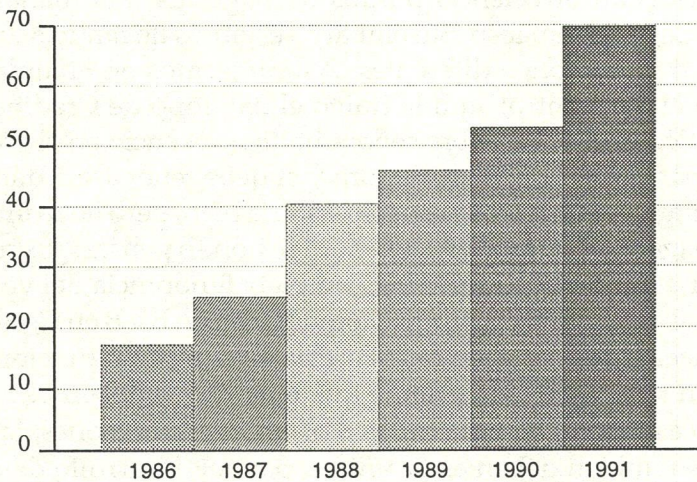
La banca desde el hogar es algo que ya se da; mucha gente tiene su microcomputador conectado al de la entidad financiera, a través de la red de teléfonos públicos. Sin embargo hoy son muy pocas las personas que usan este método; se utiliza más desde la oficina. Si se implanta desde el hogar el uso de los modernos sistemas de suscripción por cable de televisión, que permiten tener televisores de entrada-salida (*Input-Output*), a través del teclado del televisor puede consultarse el saldo de la cuenta, como hoy en día se hace en un televisor de los hoteles modernos. Así mismo a través del televisor de la casa con suscripción por cable se podrá consultar el saldo; inclusive, no se tiene que estar suscrito a la televisión todo el tiempo, sino que si se quiere ver una película, ya no hay que ir a alquilarla a la esquina, sino que simplemente llamo en el aparato a la televisión por cable y digo que mi cuenta es la No. XXXXXXXXX de Conavi; digito el código secreto XXXXXX y ahí mismo puedo empezar a ver la película; el cargo se hace automáticamente a la cuenta porque la televisión por cable estará conectada con Conavi, Colmena, etc. Para soñar un poco más, es posible decirle al televisor que me comunique con Presto, me mande una hamburguesa y la carguen a mi cuenta. Entonces, mientras veo la película a través del televisor, puedo comerme la hamburguesa en la casa. Todo eso no está lejos de ser; muy rápidamente lo vamos a tener en Colombia.

¿Qué pasa con los terminales de punto de pago y cajeros? ¿No van en contravía? No, el número de cajeros automáticos seguirá creciendo, sobre todo en Colombia, donde el número de cajeros instalados por persona es muy bajo; en esos cajeros se podrá vender de todo. Ya están hechos los dispensadores de dinero, que pueden ofrecer boletas de fútbol, loterías, el raspa-raspa; inclusive, sale una monedita por un lado, si no tiene para raspar.

Los puntos de pago crecerán más rápidamente que los cajeros y habrá una tecnología bastante más avanzada que la que hoy tenemos; esta frase es cierta: "Mientras haya billetes, habrá cajeros automáticos; solamente cuando no haya billetes se podrá establecer el dinero plástico".

Las terminales débito en el mundo (Gráfico 8) han crecido aceleradamente en los últimos 5 años al igual que el número de transacciones. La distribución del uso de las tarjetas se da básicamente en supermercados, en segundo lugar, gasolineras y otros almacenes de comercio, donde hemos entrado mucho menos con la tarjeta débito; este es el reino de la tarjeta crédito. Las tarjetas débito tampoco *han entrado suficientemente en los almacenes de grandes márgenes.*

GRÁFICO 8
TERMINALES DÉBITO



Fuente: POS News

La tarjeta débito versus la tarjeta de crédito es otra pelea que se está dando: la tarjeta débito, sin embargo, tiende a crecer más rápidamente que la tarjeta de crédito. Todo el que tenga una cuenta de ahorros deberá tener en un futuro su tarjeta; se van a establecer tarjetas que sean a la vez de débito y crédito, como ya existen en muchas partes del mundo; con la tarjeta puede escoger si lo que se quiere es débito o crédito, ya que hoy en día tenemos este servicio por separado y además existe el vicio de manejar diversas tarjetas, cuando lo ideal es que la entidad financiera tenga una sola tarjeta que sea débito-crédito y sea el juicio del cliente el que determine el sistema de pago por escoger.

Además, al establecimiento comercial prácticamente le es indiferente si el cliente le está pagando con tarjeta débito o crédito; al vende-

dor le están pagando y le están abonando el dinero ya. Entonces, para el establecimiento comercial es absolutamente transparente que el cliente pague con tarjeta débito o crédito, por lo tanto el comercio no está dispuesto a pagar tarifas diferenciales, todas las tarifas tenderán a igualarse.

LAS REDES COMPARTIDAS

Creo que llegó la hora de compartir las redes; ya hicimos ATH, Redeban, Servibanca, Red Multicolor y Computec. ¿Qué está pasando con esas redes? Todas están ofreciendo puntos de pago. Es una manera muy atractiva de llegar al almacén. Sin embargo estamos llegando a los almacenes con 5 o 6 datáfonos diferentes. Así ofrecemos en el almacén de doña Gloria en Unicentro; aquí le traigo el datáfono de Credibanco, el de Red Multicolor, etc. La pobre señora no tiene espacio en el escritorio ni siquiera para colocar su calculadora y sí debe tener 4 o 5 datáfonos. Si el problema fuera no más de espacio, estaría bien, pero llega un cliente que le va a pagar con la tarjeta A; la señora se pone a pensar: ¿Ésta pasará por éste, por el otro o por cuál? Hay completa ignorancia del vendedor acerca de cuál es, sobre todo porque como A está en B y B en C, etc. ¿Qué tiene que hacer entonces la señora? Pasarla a ver en cuál funciona.

Eso es un problema bien grande que tenemos, y debemos racionalizar; su uso es para el bien de todos. Por todas esas razones, las redes compartidas también deben estar unidas para el desarrollo de nuevos productos, que hoy en día no nos gustan; por ejemplo el pago de las nóminas. Se me ocurre que se podrá hacer a través de las cuentas que ya tiene el empleado en las distintas corporaciones, no que le obliguen en la compañía a abrirla en tal corporación. Hoy en día, si pudiéramos usar ese sistema de red multicolor para distribuir los recursos del recaudo de cartera, haríamos mucho más eficiente el manejo de servicios que hoy no son buenos.

REDES INTERNACIONALES

No podemos quedarnos por fuera de una apertura comercial; nos estamos integrando con Venezuela y Ecuador comercialmente. Nuestros clientes, que no tienen cuenta en ningún banco, actualmente no pueden ir a dar referencias en el país vecino; es hora ya de que nos conectemos. Inclusive ya estamos en contacto con un banco del Ecuador y uno de

Venezuela y con toda seguridad antes de terminar el año vamos a tener una red de tarjetas débito funcionando a lo largo de Venezuela, Ecuador y Colombia. Es importante y ya está hecho el convenio.

Por otro lado las redes Redeban y Multicolor han estado en conversaciones con Visa y Mastercard para ofrecer el servicio a nuestros clientes de tarjeta, a través de los cajeros Cirrus o los cajeros que admiten la tarjeta Visa, alrededor del mundo. Eso se está dando, y es algo que debemos hacer porque tenemos que internacionalizar nuestras tarjetas; se necesita ir a otros mercados, no podemos quedarnos aquí; como lo había dicho antes, el canje electrónico es absolutamente necesario. Hay que establecer una red que agilice el canje. No está bien que hoy tengamos sistemas electrónicos y haya necesidad de darle 72 horas al computador, desde el momento en que el cliente consigna un cheque, para que haga el canje al abono del dinero. ¿Por qué el canje se demora 48 o 50 o 70 horas? Todos hemos sufrido el problema de que cuando el cheque pasa automáticamente, a los dos días el señor ya se había llevado la plata; y si el cheque resulta malo hay que ir a buscar al cliente. ¿Por qué? Por un ineficiente sistema de manejo del canje. Creo que es necesario aprovechar este foro para solicitarle al Banco de la República el ingreso directo de las corporaciones de ahorro y vivienda al canje.

LAS MÁQUINAS DE IDENTIFICACIÓN

Aquí afuera vi unas máquinas de identificación; la Cámara de Representantes ya está usando un sistema de éstos, es la identificación de la mano. Los sistemas biométricos que identifican la voz, la huella o el tamaño de la mano, ya están a la vuelta de la esquina. Con ellos se podrán eliminar los sistemas actuales de identificación, simplemente poniendo un dispositivo en donde se pone la mano y la identificación es automática.

LA TARJETA INTELIGENTE

Esto es algo que no ha llegado al resto de América, porque en Estados Unidos no ha funcionado; pero en países como Francia ha sido todo un éxito. Elimina muchos problemas de comunicación, permite no solamente manejar la parte financiera, sino muchísimas otras cosas; por ejemplo, la historia clínica, los datos legales sobre escrituras, etc. Son aparatos muy elementales que están distribuidos en diversas partes.

parecidos a los datáfonos mismos, pero sin conexión directa. Todo está en un *chip* de memoria en la tarjeta, lo que permite cargar con el archivo a todas partes.

En Colombia hay un experimento que estos días empezó el Intra. Pusieron unos datáfonos en los peajes a la salida de Bogotá y el Intra está llenando con esa información el *chip*. Con este sistema el cliente no tiene por qué andar con el dinero en efectivo, es muy adecuado a los problemas de seguridad que hoy tenemos. Una aplicación, para nosotros muy buena, sería el del crédito: en lugar de darle al cliente un sistema de pago diferente, libretas o cosas de esas, se podría darle una tarjeta inteligente que le dure 15 años; en esa maquinita se le va descontando al cliente. En cualquier momento sabe cuánto tiene, cuánto se le liquida de intereses, etcétera.

LAS IMÁGENES

Las imágenes es lo que se está dando hoy en día. Es la tecnología más moderna: se procesan 3.2 mil millones de documentos al día, los cuales un 94% es papel, un 5% en microfilme y apenas 1% electrónicamente. ¿Cuántos documentos manejamos en nuestros archivos? ¿Cuántos documentos botamos en nuestros archivos? ¿Por qué el documento en un archivo, cuando uno lo necesita no lo encuentra? Hay historias como las de que llega una carta de la Superintendencia Bancaria y a los tres días la quiere uno contestar y "no, señor, aquí no ha llegado esa carta". "Pero ¿cómo no?, búsquela por favor, recuerde que el logotipo es así, en la punta tiene una manchita de café, etc.". "Ah, sí". Si no es por esa referencia no la encuentra. El procesamiento de imágenes es algo que se tiene que dar hoy en día; esto es el desarrollo de la tecnología. En los años sesenta fueron sólo datos, en los setenta datos y texto, en los ochenta datos y texto gráfico, y voz, y en los noventa vamos en imagen. ¿Qué vendrá después? No lo sabemos.

LA MULTIMEDIA

La multimedia es un sistema de integración de todos estos datos: imagen, voz, video, sonido, hardware, etc. Son máquinas completamente "inteligentes" que permiten vender cualquier cosa: esa máquina se puede poner en el rincón de una entidad financiera y puede vender seguros, tiquetes, etc. Tiene un lector de banda magnética en el que se

introduce la tarjeta, y abre un menú que permite comprar el pasaje que se quiera a donde quiera, los servicios que quiera, mercados, boletas de fútbol, cheques de viajero, hacer retiros con cheques garantizados, sistemas de autoservicios, etcétera.

INGRESOS Y EGRESOS

Sin embargo es un problema sumamente grave que el margen financiero siga estrechándose. Cada vez más nuestros clientes quieren que les prestemos más barato y nuestros clientes de ahorro quieren que les paguemos más; el margen tiende a estrecharse y la tecnología cuesta, y bastante. Como hemos dicho, no hemos logrado ahorrar en personal; aunque mejoremos los servicios, tengamos más clientes, manejemos las oficinas muy bien y seamos muy amables, la tecnología no ahorra costos. Es necesario pensar en el cambio de estructura de las entidades financieras: centralizar la administración, distribuir la operación; debemos conocer los costos, por costos no podemos competir; quien compite por costos más baratos, por debajo del precio, no se ve compensado con el volumen. Todos los servicios y productos los tendremos que cobrar. Hace cuatro años hubo un congreso organizado por la Eafit en el Hotel Hilton de Bogotá, y doña Mary Tijan dijo una frase que tal vez ustedes la conocen: "Yo también fui marquetinera lírica", eso traducido al paisa significa que no es gracia regalar tamales en un derrumbe, lo difícil es venderlos al frente de un restaurante.

Ésta es más o menos la ecuación de lo que se nos viene: los gastos de administración creciendo al igual que los egresos financieros, los ingresos financieros creciendo a una menor tasa que los egresos; si no trabajamos todos en función de la tecnología, usando esos ingresos para mejorar nuestro P y G, puede que desaparezcamos. Si por el contrario somos eficientes, podemos competir en este mercado que se avecina.

UNA ALTERNATIVA NOVEDOSA PARA LA AMORTIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS A LARGO PLAZO. LA EXPERIENCIA MEXICANA

Manuel Campos Spoor*

Primero quisiera agradecer al Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda el haberme invitado a hablarles a ustedes, y tener la oportunidad de conocer este bello país.

Voy a hablar sobre la experiencia en México, con respecto al sistema de recuperación de hipotecas. Antes de empezar quiero decir que en 1982 en México comenzó a subir la inflación, lo que obligó a reforzar la inversión en vivienda a tasas subsidiadas para la banca múltiple en México, lo que introdujo distorsiones muy importantes implicando pérdidas para los bancos.

Con respecto al financiamiento de la vivienda en México es importante mencionar que cuando obligaron a los bancos a realizar una inversión en ella, a tasas subsidiadas, se financiaron muy pocas viviendas y se hizo lo imposible para evitar dar financiamiento habitacional. Con la introducción del sistema que vamos a ver, hoy estamos dando crédito a la vivienda de interés social y a otra parte del mercado a tasas de interés rentables; la producción de vivienda casi se ha duplicado en los últimos cinco años.

Los últimos 30 años en México han sido muy variables: se ha pasado por una época muy inestable, con inflación por debajo del 4%, cédu- las hipotecarias al 8%, salario ajustado cada dos años. El país estaba creciendo al 8% anual, sin embargo, a principios de los años setenta, la inflación empezó a subir lo mismo que la tasa de interés; el sistema tradicional hipotecario empezó a tener dificultades en el otorgamiento de crédito; comenzó a funcionar la banca múltiple que en su primera etapa fue destruyendo la especialidad funcional; los bancos prefirieron

* Ingeniero químico de la Universidad Autónoma de México, principal diseñador del modelo mexicano de financiación de vivienda. Director del Softec de México.

prestar a una tasa más alta y a 28 días de plazo, que prestar a una más baja y a 20 años, debilitándose así el sistema hipotecario a largo plazo.

El Banco de México, respondiendo a la situación antes descrita, y como la vivienda es una necesidad social y había que responder, introdujo la obligación de invertir en vivienda de interés social; en 1982, el subsidio vía tasa de interés que había empezado en cinco puntos, ya era de 72; porque la tasa era del 11% y las tasas pasivas, del 82%. En ese momento calculamos que las tasas representaban el 50% de las utilidades de la banca, lo que llevó a buscar una forma de cambiar el sistema para sobrevivir.

Durante 1983 y 1988 las tasas de interés fueron negativas y el salario que había subido en 40 años en términos reales, durante esta época perdió el 50% del poder adquisitivo. No sólo había una alta inflación, sino que además nuestro mercado estaba perdiendo poder adquisitivo. Pero teníamos un incentivo interesante: tratar de encontrar un sistema rentable.

El tesorero del banco estaba preocupado por la pérdida de dinero y nos pusimos a trabajar tratando de encontrar una manera de que la gente pudiera pagar sus deudas y el banco no continuara perdiendo dinero.

México tiene un índice de crecimiento muy alto, actualmente es del 2%, pero a principios de los años sesenta llegó al 35%. El déficit de vivienda por calidad y cantidad en México se acabaría con la construcción de 12.000.000 de casas en los últimos 10 años.

Existía, por un lado, un crecimiento demográfico que presionaba a aumentar la inversión en vivienda; si no lo hacíamos voluntariamente nos iban a obligar. Los esquemas tradicionales no servían con la economía que teníamos; debimos cambiar los esquemas anteriores, porque todos ellos se habían utilizado en la banca mexicana durante 30 años de experiencia, y ya no eran aplicables.

Revisando el esquema vimos que la institución tiende a dos mercados: el ahorrador, que nos presta su dinero a cambio de una renta y de conservar el poder adquisitivo; y el deudor, que pide que le demos poder de compra a cambio de futuros pagos en el tiempo.

El ahorrador es la pieza más importante del sistema. A largo plazo, especialmente, se necesita fondear a tasas de mercado para que el sistema no se descapitalice. No se atraen inversionistas al mercado inmobiliario, ya sea que inviertan directamente a través de mercados inmobiliarios o a través de títulos hipotecarios. Además no hay estabilidad en la inversión de vivienda. Cuando hay una obligación de inversión de pronto hay picos: un año hay muchos, el otro no hay nada y el mercado se vuelve a abrir y cerrar, trayendo costos de operación muy altos.

La institución operadora debe tener un margen suficiente para cubrir los costos de operación y un remanente; nadie está en este negocio para perder, todo el mundo está para ganar dinero. Si la institución no gana dinero, eventualmente va a cambiar de giro o va a desaparecer. Disponer de un margen adecuado permite canalizar más recursos a la actividad, elevar el nivel de competencia, capitalizar el sistema y dar continuidad en los programas de financiamiento.

Por último tenemos al héroe de la película, porque cualquiera que dura 20 años pagando una casa es un héroe; es el deudor hipotecario, que busca específicamente poder pagar su crédito, él lo que quiere saber es que va a poder pagar el crédito. La gente preguntaba primero por el valor de la cuota mensual, luego, cuál era la cuota inicial, el plazo y, por último, la tasa de interés. El deudor hipotecario preguntaba por la tasa de interés, porque era lo que debía hacer. Pero si se le dice 7 u 8%, igual va a tomar el crédito; lo que le importa es cuánto va a pagar.

Otra cosa que busca el deudor hipotecario es que los pagos mensuales sean constantes, pero constantes en función de sus ingresos. En México, la gente ganaba en pesos, no en salarios mínimos; la inflación era del 5% mensual, pero a nadie le subía su sueldo el 5%. Entonces la gente decía: "Yo estoy dispuesto a pagar una cantidad al mes y a que suba, pero cada vez que mi sueldo suba. Y otra cosa es que mi saldo lo liquiden en el plazo establecido, si son veinte años, que se cumpla; no veintuno ni veintidós; veinte que fue lo que acordamos con la entidad".

Cuando empezamos este proyecto en México, la inflación era del 40% y estaba subiendo al 80%; lo primero que se hizo fue tratar de ver lo que sucedía en Estados Unidos. Pero la experiencia norteamericana no es relevante, porque ellos no presentan altos niveles de inflación.

Entonces resolvimos estudiar lo que sucedía en Suramérica. Los argentinos llevaban diez años viviendo con altos niveles de inflación; estudiamos los diferentes sistemas de Brasil, Argentina, y con base en la experiencia que encontramos y la realidad mexicana, las reglas de juego que nos puso el Banco de México no nos dejaron indizar de ninguna manera. Indizar era prohibido en México.

Ideamos un sistema que mantuviera el pago constante del ingreso acreditado en valor presente, o sea, que se ajustara el pago en proporción al incremento del ingreso familiar, que permitiera cobrar a las tasas de mercado.

Entonces optamos por tasas interés del mercado; el resultado es que el crédito se ajusta con una tasa de interés, mientras que el pago se ajusta a los aumentos de los ingresos; el elemento adicional que tene-

mos nosotros es el plazo, que nos sirve como resorte para absorber estas variaciones.

En el caso de la corrección o ajuste monetario que se aplica en Colombia, el cliente contrata un crédito con un capital inicial; al primer mes el cliente debe el capital más los intereses, pero los intereses están compuestos por una tasa de interés real y otra nominal, que es parte del ajuste monetario.

Lo que encontramos es que mientras el pago que haga el cliente sea mayor que la tasa de interés real, el crédito, a la larga, termina cancelando; si el crédito se pacta a un interés menor que la inflación, por ejemplo del 5%, y el crédito al 4%, como dicen los argentinos, se licuan los activos al infinito y no se debería nada, porque aunque sea mucho dinero nominal, no representa nada en términos reales. Vemos que en términos reales lo que pasa es que para hacer el pago más grande que los intereses reales, eliminamos la ilusión monetaria, y se paga la tasa real más un porcentaje del capital; luego hay un reajuste. Observamos que el pago tiene que ser superior a la tasa de interés real; sin embargo, el pago se hace pequeño o mayor, porque como está ajustado al ingreso del acreditado, pierde poder de compra.

En el sistema mexicano se calcula que el pago pueda ser mayor o menor, y en un momento dado se tiene una cláusula de seguridad, que si por alguna razón el indicador de pago no se ajusta suficientemente, se puede adecuar el plazo para que regrese el poder adquisitivo.

En la parte de indización del saldo del crédito, el sistema es muy semejante y de alguna manera es un derivado de la UPAC. Nosotros no pudimos introducir un refinanciamiento de intereses, que básicamente es una capitalización de intereses como decía hoy el expositor Armando Montenegro; ustedes pudieron eliminar el anatocismo, nosotros no. Lo que tenemos es una línea de crédito adicional, con la cual se capitaliza; pero se encontró que cuanto más diferencia hubiera entre el comportamiento del pago mensual y los ingresos del acreditado en términos reales, el ingreso del acreditado perdería poder de compra, mientras que si se ajusta cada mes el pago, cada día, es más caro el pago real, en términos del acreditado. Cuanto mayor sea esta diferencia, mayor es la posibilidad de caer en mora. Suponemos que la gente no deja de pagar porque no quiera, sino porque no puede; si el sistema deja que esta diferencia sea muy grande, se convierte en un sistema que fuerza a la gente a no pagar.

En México el sistema fue ajustándose hacia abajo porque, como mencioné, el salario mínimo perdió el 50% del poder adquisitivo, es

decir, se mantuvieron casi constantes; en términos de inflación no se mantuvieron constantes, sino que perdieron algo de su poder adquisitivo. En términos de porcentaje de ingresos del acreditado se mantuvieron constantes porque el deudor cada mes pagaba 0.85 salarios mínimos, 0.55 salarios mínimos, 1.35 salarios mínimos, proporción ajustada al salario mínimo. Ese pago se ajusta un mes después del ajuste del salario; si el salario se ajusta en enero, a partir de febrero tiene que cambiar su pago, no sólo *pari pasu* con el aumento del pago, sino un mes después para que la empresa tenga tiempo de ajustar y no presionar al acreditado.

Al cliente hay que darle aire, nunca hay que ahorcarlo; el sistema trata de darle aire al cliente, y el aire se le da a través de una flexibilidad en el plazo.

En el sistema mexicano el plazo es el mismo, calculamos un plazo de 15 años; si la tasa real crece, porque se toma la tasa de interés del mercado, no tenemos una certidumbre sobre el plazo. O si el salario mínimo baja en términos reales, el plazo crece; pero por el otro lado, si la tasa real baja o el salario mínimo sube, el plazo decrece y el acreditado termina pagando. Hay que ser parejos de los dos lados; si las cosas van mal, el banco está dispuesto a esperar uno o dos años más, teniendo la misma rentabilidad sobre el activo, porque la tasa de interés es la tasa de mercado. Lo único es que en valor presente lo hubiera pagado a 15 años y ahora va a pagarlo en un poco más porque usa dos años más el dinero, pero se distribuye esa carga en 17 o 18 años. Por otro lado, si el acreditado tiene más dinero o las tasas de interés bajan en términos reales, el acreditado recibe parte de este beneficio porque termina de pagar antes, y la institución financiera puede volver a colocar ese dinero, volver a cobrar comisiones de apertura y ganar dinero (véase Gráfico 1).

¿Qué resultado hemos obtenido? Veamos cómo se comporta la curva del crédito; este es un crédito histórico, firmado en noviembre de 1988 que es una fecha interesante porque fue el año en que empezamos el pacto de solidaridad económica que fue nuestro plan de *shock*. Durante 1988 las tasas pasivas fueron del 30% en términos reales, la inflación disminuyó de 165% a 30%, el salario se congeló durante 15 meses, la cartera vencida fue del 3% y no tuvimos que rematar ninguna casa, cuando se firmaron como 150 mil créditos, entonces según la conexión bastante dura en la economía, adaptándose y permitiendo que el plazo fuera el que absorbiera los choques y las distorsiones de corto plazo (véase Gráfico 2)

GRÁFICO 1
INCREMENTO ACUMULADO ENTRE 1980 Y 1989
DE TASA DE INTERÉS, INFLACIÓN Y SALARIO

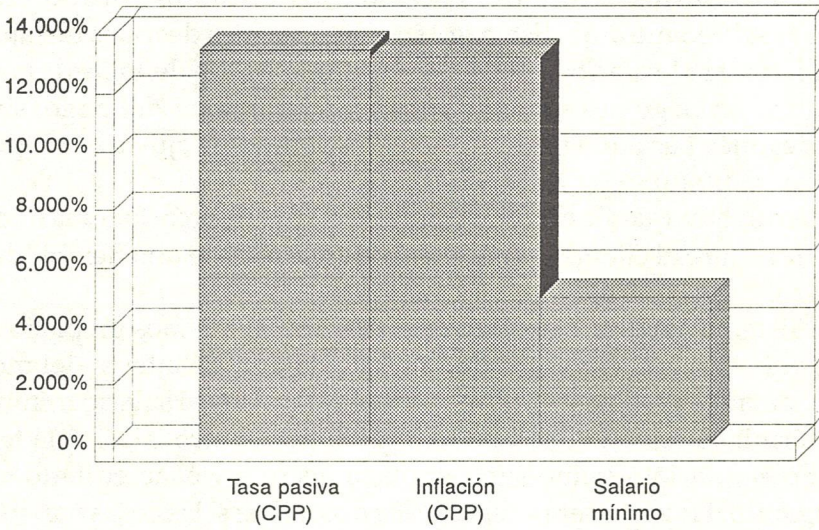
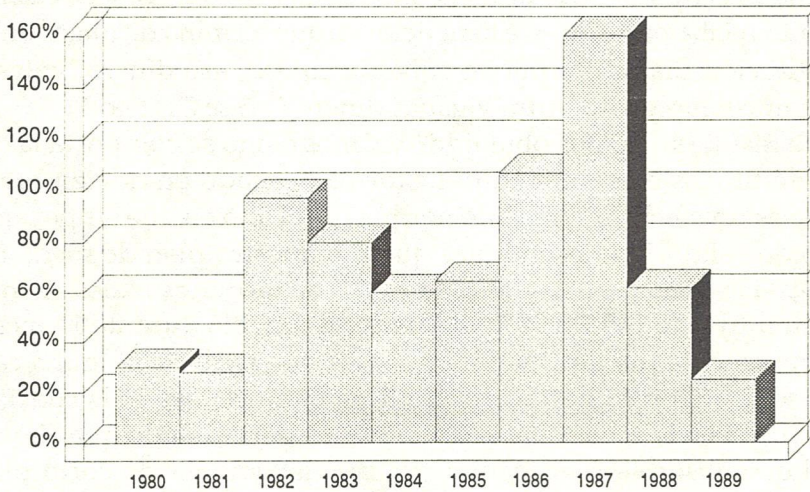


GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN MÉXICO 1980 - 1989



Durante la primera etapa del crédito, en términos reales no terminó de bajar; luego, a partir de la reducción de las tasas de interés, el crédito ya ha tomado su curva normal y se va a pagar en 12 años. Los créditos que se firmaron en 1984 están pagándose muy bien; en la actualidad existen 1.400.000 créditos firmados con este sistema y los niveles de cartera vencida llegarán aproximadamente al 3.5%; de 1.400.000 casas, tomando la cartera de seis bancos, se han tenido que hacer juicios de remate y adjudicaciones de 39 casas por no pago.

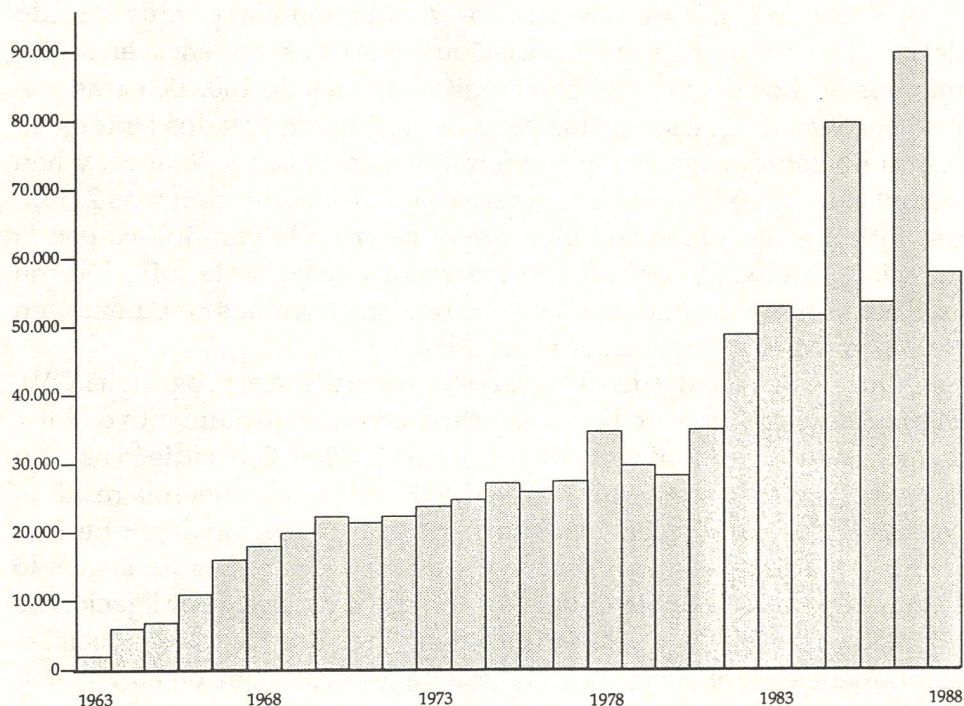
El valor de la garantía crece sobre el saldo nominal porque el saldo del crédito crece menos que la inflación y nuestra experiencia en seguimientos hechos desde 1988 con créditos de más de 100.000 casas, hemos encontrado que se ajustan con la inflación. En Estados Unidos hicieron un estudio semejante con 8 millones de casas y 30 años, y han encontrado que el precio de las casas es igual a la inflación más 2 puntos. Entonces está bien suponer que el valor de la garantía va con la inflación. Si el saldo del crédito crece por debajo de la inflación, mi crédito, aunque dé más crédito adicional en términos nominales, en términos reales siempre estará garantizado.

¿Qué ha pasado desde 1984? En este año se inicia el programa FOVI. El programa se llama crédito hipotecario con refinanciamiento de intereses y pagos ligados al ingreso de los acreditados. Eso nadie lo usa. En la vivienda de interés social es el crédito FOVI y en la vivienda residencial es el crédito de vivienda media, o el crédito tradicional, porque han surgido nuevos esquemas derivados de esto; los norteamericanos lo llaman hipoteca de doble indización. En ese momento la obligación de inversión era del 4% y sólo se financiaba vivienda de interés social y, como mencioné, el subsidio en la tasa de interés estaba en 80% (véase Gráfico 3).

Hicimos un programa para financiar los primeros créditos de vivienda media a tasa de mercado (CPP) + 4 puntos. En 1988 empieza el pacto de solidaridad económica, se elimina totalmente el subsidio respecto al CPP, ya que no había subsidio para la vivienda de interés social (nunca hubo subsidio para vivienda media o residencial), siempre se cobraron tasas de mercado. Se emiten los primeros bonos hipotecarios a tasas de mercado. En este momento el papel que ofrece mayor tasa de interés en México es el bono de la vivienda Bofavi, que es un bono bancario pero con participaciones de vivienda. Empieza la regulación bancaria y pasa algo que era increíble, la obligación en inversión en vivienda llega al 6% de los activos; en marzo de 1988 terminó esta obligación. Mucha gente pensó que si quitaban la obligación de invertir no se iban

a construir viviendas, los pobres se iban a quedar en la calle, iba a haber una revolución. ¿Qué pasó? Nada. Como el crédito hipotecario de vivienda de interés social es muy rentable, en vez de disminuir la inversión ha ido aumentando porque los bancos pueden colocar libremente recursos a las tasas de mercado (véase Gráfico 3).

GRÁFICO 3



Desde 1988 la ampliación hipotecaria comenzó a crecer por arriba de los niveles históricos; se empezó a financiar vivienda usada, vivienda media, residencial y de interés social. En 1991 se optó por la privatización bancaria; esto es importante porque el crédito va creciendo, pero como el dueño del banco, digamos, era el gobierno, la obligación de colocar un porcentaje en vivienda de interés social recaía en el mismo gobierno. En 1991 se vendieron los bancos; por el primer banco se pagó 2.74 veces el valor en libras, y por el último banco se pagó 5.74 veces el valor en libras. La gente que ha comprado los bancos ha puesto mucho dinero, por eso ya no están tirando su dinero a la basura, quieren retomarlos.

La cartera hipotecaria es uno de sus productos más importantes, en cuanto a colocación, porque es el segundo producto más rentable. La banca múltiple en México tiene más de 120 productos de crédito. Si reactivamos los 120 por rentabilidad, es el segundo en cuanto a retornos sobre activos. Tenemos un margen de 12 puntos y es el número uno en cuanto a retorno sobre capital.

La cartera hipotecaria ha crecido de manera espectacular: a diciembre de 1989 era de 3.000 millones de dólares; a febrero de 1992, 9.600 millones; en agosto de 1992, era de 12 mil millones. Estamos firmando en promedio 800 millones de dólares al mes, captado todo con recursos libres y a tasas de mercado. La cartera hipotecaria en diciembre de 1989 representaba el 9% de los activos de crédito de la banca mexicana, hoy está en niveles del 20%; para fines de 1993 esperamos que llegue a niveles del 29%. A este ritmo la cartera hipotecaria del año 2000 podría llegar a 60 billones de dólares.

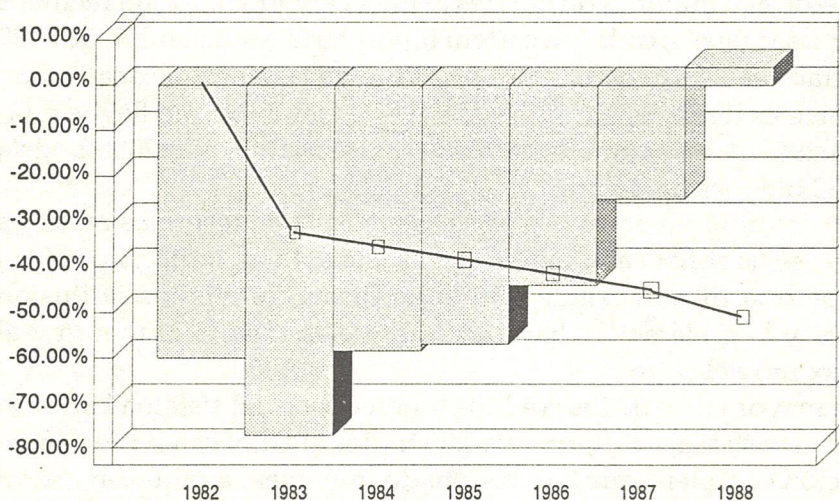
Es un crédito más accesible, el pago mensual en términos reales es constante, se ha sofisticado mucho, se usa no sólo un índice, no sólo el salario, pero la filosofía sigue siendo la misma, se elimina la ilusión monetaria y la aceleración, hay certidumbre en cuanto al monto y al plazo máximo del pago.

En la mayor parte de los créditos hipotecarios del sistema bancario se utiliza este sistema o alguna variación del mismo; es una forma de financiación compleja, que ha funcionado muy bien, aunque en condiciones adversas extremas. Empezamos con inflaciones del 100%, bajó al 70%, llegamos a 225%; fueron tasas reales negativas, tasas reales positivas, tasas reales hasta del 30% a más de 15 meses; el salario mínimo perdió hasta el 50% de poder adquisitivo y de todos modos se financiaban casas (véase Gráfico 4).

En el futuro pensamos diseñar nuevas fórmulas que nos permitan llegar a atacar a los diferentes segmentos del mercado. Se da un crédito en salarios mínimos, pero también hay entidades que otorgan créditos ajustados en IPC; estamos estudiando un crédito en donde la tasa de interés va a ser en dólares y el pago en pesos. Para la empresa de teléfonos de México tenemos un crédito con tasa de interés de CPP más 8 puntos y el pago se ajusta con el índice de salarios de teléfonos de México, quizás a través de un cargo a nómina directamente de la persona. De los 18 bancos, la última cifra es que existen 36 sistemas de crédito hipotecario diferentes, donde la competencia y vocación de cada uno de los bancos determina el crédito. Créditos cuyo pago mensual asciende a \$15.000 por cada \$1.000.000, están orientados hacia un segmento

más alto de la población, y hay créditos de \$8.500 por millón, que están orientados básicamente para la vivienda popular. Actualmente estamos financiando 140.000 casas al año, que equivalen a 60.000 más de las que estábamos financiando hace más de 3 años.

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL SUBSIDIO PARA ADQUISICIÓN
DE VIVIENDA Y EL SALARIO MÍNIMO



La razón principal para iniciar este programa fue la eliminación del subsidio en el crédito. Se debía diseñar un sistema de pagos mensuales accesible a la persona y que fuera suficientemente rentable para que permitiera captar dinero y que hubiera realmente una accesibilidad al crédito; cuando el crédito es barato y lo regalamos, no es accesible porque no es suficiente. Si logramos que el crédito sea caro y haya dinero, eso va a ser un problema del intermediario financiero, el que está haciendo el negocio de tratar de encontrar algo para atender su mercado, a través de un crédito con ideas innovadoras, a través de una segmentación del mercado. Hemos tenido que repensar porque dentro de la apertura comercial y de la apertura del tratado de libre comercio y la apertura del sector financiero, el crédito hipotecario no sólo se está viendo como uno de los instrumentos de crédito más rentables y más seguros del sistema, sino también como la llave al mercado de menudeo, donde a una persona que le damos un crédito hipotecario al mis-

mo tiempo le podemos vender una tarjeta de crédito o puede tomar una cuenta productiva de cheques. Estamos empezando a invertir en sistemas, y también estamos llegando a otro tipo de cartera que es el despegue hacia el mercado secundario de hipotecas (véanse Gráficos 5 y 6).

GRÁFICO 5

INCREMENTO ACUMULADO DE LA TASA PASIVA, LA INFLACIÓN Y EL SALARIO MÍNIMO

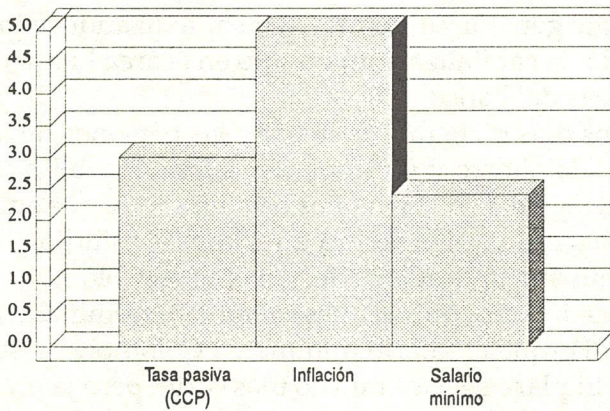
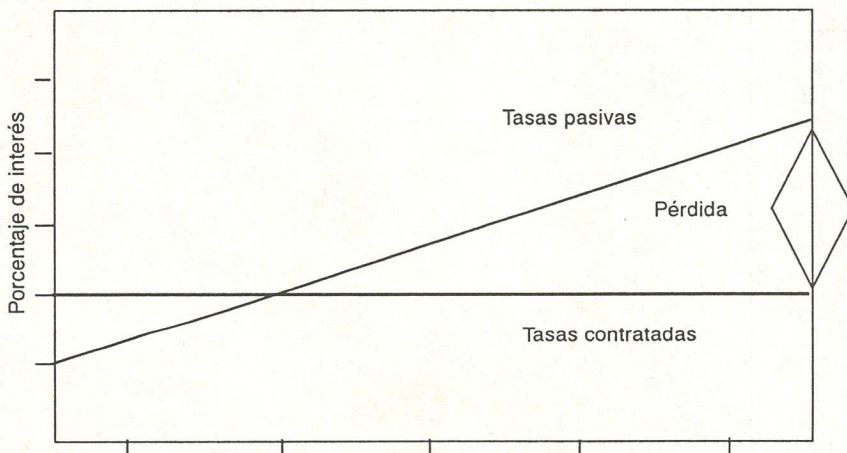


GRÁFICO 6

PÉRDIDA DE OPERACIÓN EN INSTITUCIONES DE FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA



Una vez que se resolvió el problema básico de la recuperación de cartera, que nos permitió dar más créditos hipotecarios con rentabilidad, se ha creado un inventario de 12.000.000 de dólares para emitir y vender activos suficientes para que se convierta en un mercado con mucho movimiento y atractivo. Hoy, con base en la regulación del sistema financiero, uno de los proyectos que se espera que se apruebe en el último trimestre de 1992 es un mercado secundario de hipotecas. Cada vez que hablábamos de viviendas de interés social, la institución financiera no quería ver esos usuarios mugrosos en su sucursal; ahora son señores que generan utilidades al ir capitalizándose (porque su casa es un medio de capitalización) no sólo en el área hipotecaria, sino en el resto de áreas del banco.

Hace pocos días dicté un seminario a las personas de las diferentes corporaciones de ahorro y vivienda de Colombia y ellas me dieron algunos datos del país, y lo que hemos encontrado es que en las condiciones históricas, y cada quién tendrá que hacer el estudio más detallado, el crédito se hubiera aplicado perfectamente en Colombia. No sólo eso, con las tasas de interés equivalentes se hubiera terminado de pagar antes. ¿Por qué? Porque el salario mínimo en Colombia ha subido en términos reales. El plazo se hace mucho más corto, pero la presión hubiera sido mucho menor porque el pago se hubiera ajustado cada 12 meses.

Se realizó un ejercicio comparando un crédito con subsidio y resultó que se podía eliminar el subsidio sin perder mercado. Es un ejercicio interesante.

Nosotros vinimos a aprender de ustedes desde hace diez años, hoy ustedes podrán ver algo de lo que hicimos, tomar lo que sea relevante y reforzar el sistema UPAC, que ha sido tan exitoso durante los últimos 20 años.

¿QUIÉNES SOBREVIVIRÁN EN UN SISTEMA FINANCIERO LIBRE EN COLOMBIA?

Javier Fernández Riva *

Agradezco al ICAV la invitación para participar en este interesante foro, y me siento muy honrado por estar en compañía de tan selecto grupo de expositores y frente a una audiencia tan calificada del sector financiero. El Congreso del Ahorro es una excelente ocasión para discutir un tema crucial cuyo tratamiento estuvo relegado durante demasiado tiempo a las academias. Hoy, cuando estamos *ad portas* de un cambio estructural en el manejo del ahorro, por lo menos tan profundo como fue la creación del sistema UPAC hace veinte años —me refiero, obviamente, al establecimiento de los nuevos fondos privados de pensiones, para la canalización masiva del ahorro de largo plazo— la discusión de los requisitos para un manejo adecuado del ahorro es por demás oportuna.

El título de esta intervención no es de mi cosecha. Fue propuesto por Enrique Peñalosa y la verdad es que me sorprendió y al comienzo no me sonó del todo. Sin embargo, al final decidí aceptarlo porque, aunque implicaba el riesgo de pisar algunos callos o resignarse a lugares comunes, claramente invitaba a airear temas de fondo de la política financiera sobre los cuales ya se están tomando decisiones, sin mayor sustento o debate. Además, después de pensarlo un poco, ese título me pareció lleno de sugerencias y posibilidades: lo de la libertad e incluso lo de sobrevivencia tiene muchas dimensiones, de manera que el ejercicio de considerarlas podría ayudarnos a comprender mejor ciertos problemas del sector.

Pero no se preocupen. No tengo la menor intención de irme por las ramas explorando en forma sistemática las variadas posibilidades del título. Después de haber escuchado y leído al doctor Peñalosa en mu-

* Presidente de ANIF.

chas oportunidades durante las últimas semanas, sé que por no sobrevivencia entiende la desaparición eventual de algunas de las empresas, o de ciertos tipos de intermediarios, como resultado de un cambio sustancial en las reglas de juego, y no la simple desaparición de algunas de las formas más tradicionales de hacer las cosas, dentro de una transformación adaptativa. Y también estoy al tanto de que la libertad a la que se refiere implica, más que nada, la desaparición de las barreras que tradicionalmente han delimitado los campos de acción de los diversos tipos de intermediarios. O, como lo expresó hace poco Luis Eduardo Rosas, el establecimiento de una multibanca por la puerta de atrás. Conociendo esas preocupaciones concretas intentaré responder a su amable hospitalidad concentrando mi exposición en las mismas, y renunciando a discutir muchas otras posibilidades interesantes que ofrecería el título.

Con todo, en beneficio de la claridad sobre la posición de la ANIF en materia de regulación del sector financiero, permítanme por un minuto considerar una interpretación alternativa de la libertad. Concretamente, que por "un sector financiero libre" se entendiera algo más que el cruce de los territorios tradicionales de los diferentes tipos de intermediarios, y se propusiera reducir en forma sustancial las regulaciones tratando al sector financiero en forma más parecida al resto de los sectores económicos. ¿Qué podría esperarse?

Al menos para mí la respuesta no ofrece dudas: el resultado final sería bastante caótico y desfavorable para los intermediarios y para la sociedad. Ello porque una característica básica del sector financiero es la presencia de los "riesgos sistémicos", esto es, que la falla de una entidad puede repercutir seriamente en la totalidad del sistema debido tanto a la compleja urdimbre de la red financiera, como a los efectos sobre la confianza del público. Una liberación demasiado amplia, que relajara los elementos de seguridad (por ejemplo, en materia de capitales mínimos, relaciones de capital/activos, límites de crédito y estándares contables y de calidad de la cartera), produciría un daño grave a la mayoría de los intermediarios y desde luego al ahorro total.

Debido a la existencia de los riesgos sistémicos va en interés de todos, pero en especial de los conductores más disciplinados, mantener y hacer respetar las reglas para transitar por las vías financieras. Si me permiten extender el símil, creo que, precisamente cuando estamos pensando en estimular el ahorro masivo y diseñar carreteras financieras de tráfico pesado y alta velocidad, una regulación financiera estricta y coherente es más necesaria que nunca. Sería grave permitir, por omisión,

que algunos cacharritos se vararan en la mitad de la vía, o que un loquito del volante ocasionara un choque de autopista. Ahora que el sistema maneja las cesantías de los trabajadores y va a administrar los ahorros pensionales, es necesario asegurarse de que todas y cada una de las disposiciones regulatorias contribuyan tanto a la promoción de la eficiencia financiera como a la preservación de la confianza del público.

CRITERIOS Y TERRITORIOS

Volvamos entonces al asunto concreto de la territorialidad. El estatuto financiero define con precisión el objeto principal de cada tipo de entidad, y el proyecto de ley del sector financiero consigna en forma expresa que, en uso de las facultades de intervención otorgadas por esa ley al Ejecutivo, éste *no podrá* (entre otras cosas) modificar las normas relativas a la estructura del sistema financiero, la constitución o el objeto principal de las entidades financieras. Sin embargo, se ha manifestado preocupación por la posibilidad de que, en uso de las mismas facultades de intervención y por la vía de la autorización de operaciones nueva, el Ejecutivo o el Banco de la República tomen decisiones que vayan borrando los límites de los actuales territorios, de manera que unos intermediarios puedan efectuar operaciones que corresponden al objeto principal de otros.

¿Deberíamos permitir ese cruce de límites, o deberíamos consagrar más expresamente las tradicionales exclusiones? ¿O tal vez irnos al otro extremo y consagrar, en cambio, que todos los intermediarios pueden hacer de todo, abandonando de una vez la banca especializada?

Me parece que en materias tan complejas y delicadas la única manera de no extraviarse es remitirse a lo básico. Acabo de subrayar que existe una poderosa razón para que en el sector financiero el gobierno intervenga y llegue a regular en forma muy precisa la actividad, por encima de lo que sería razonable en casi cualquier otra área económica, como el comercio, la industria, la construcción o la mayor parte de los otros servicios. Esa razón, que todos aceptamos, es brindar las mejores garantías para la seguridad del ahorro privado. Ahora quiero decir con la misma claridad que, como economista, no veo ninguna otra razón válida para el establecimiento de restricciones. En particular, no creo que las restricciones en la operación de las entidades deban estar orientadas a defender privilegios o a preservar a las entidades ineficientes de la amenaza que les podría plantear la competencia.

Anteayer asistí a un foro organizado por el Ministerio de Desarrollo Económico sobre la promoción de la competencia y tuve ocasión de escuchar una interesante exposición del doctor Sham Khermani sobre la ley de fomento de la competencia en Canadá. Decía él que, después de muchos análisis y evaluaciones de la experiencia con las leyes antimonopolio, en la OECD habían llegado a la conclusión de que el único filtro válido de cualquier regulación debía ser la pregunta: ¿A quién beneficia? Si la regulación favorece al consumidor, en forma directa o porque promueve la eficiencia, ella debe considerarse válida. Si lo que pretende es permitir que las empresas lleven una vida más cómoda, al excluir a competidores con cualquier pretexto, la regulación es inadmisibles.

Como economista no puedo estar más de acuerdo con ese criterio, pero en el entendido de que en el caso del sector financiero no basta preguntarse por el beneficio individual inmediato para el cliente sino también, la forma como la regulación en cuestión, o su cambio, afectará la seguridad en el manejo del ahorro del público.

Mi impresión, vieja ya, desde cuando hace unos años estaba en la barriga del monstruo como asesor de la Junta Monetaria, y que no ha hecho más que reforzarse después, es que en Colombia una altísima proporción de las regulaciones no pasarían el filtro mencionado. Con demasiada frecuencia las regulaciones sobre lo que las entidades pueden hacer o no han estado influidas más por el propósito de conceder un privilegio que por el de que las entidades puedan prestarle el mejor servicio a su clientela. No creemos que exista, por ejemplo, una razón válida para haber excluido a las compañías de financiamiento comercial y a las CAV como intermediarias del mercado cambiario, o para haber sustraído durante años a las CFC del redescuento de créditos de fomento.

Sin embargo, permítanme recalcar que no estoy proponiendo pasar a un esquema formal de multibanca. Creo que la mejor forma de ilustrar la aplicación del criterio que he propuesto es mediante algunos ejemplos concretos.

En primer lugar, ¿existe alguna justificación para prohibir que las CAV otorguen préstamos en sectores distintos de la construcción, incluso a corto plazo? He escuchado con atención los argumentos presentados por los opositores en el sentido de que ello elevaría los riesgos al conducir a las CAV a hacer algo para lo cual su estructura actual no está bien adaptada. Francamente, tales argumentos no me convencen. La técnica de los préstamos de tipo general no se domina de la noche a la mañana, pero no es cosa de romanos y existe amplia capacidad huma-

na en el mercado. Por otra parte, no puede alegarse que el riesgo total aumenta en exceso cuando se hace tal cosa, puesto que una autorización más amplia para prestar para rubros distintos del de la construcción permitiría una dispersión mayor del crédito.

Pero además, como lo escribió hoy en *El Espectador* la directora del Banco Central, María Mercedes Cuéllar, limitar el uso del sistema UPAC a la construcción podría llevar a desestimular el crecimiento de las captaciones, si la demanda de crédito para la construcción no crece con suficiente rapidez. O también podría pasar lo que *no* dice el artículo de María Mercedes, pero que ustedes saben bien: que las CAV deban invertir excesos de liquidez en lo único en que les permiten, esto es, en OMAS, para que luego las critique hasta el mismo Banco Central por supuestas "sobreinversiones" financieras.

Subrayo. Creo que el sistema UPAC es tan bueno que no se justifica excluir a nadie de su uso. Sin embargo, por la misma razón, no me parecería razonable que a los bancos o, para el caso, a otros intermediarios, se les prohibiera prestar para vivienda. Mientras exista una dispersión adecuada del riesgo, y similares garantías que protejan el ahorro del público, la evolución aconsejable es que las entidades puedan competir mucho más ampliamente en materia de créditos.

Ahora veamos otro ejemplo. ¿Se les debería permitir a los bancos y a otros intermediarios captar en UPAC y, más generalmente, remunerar la liquidez absoluta en forma masiva y habitual con independencia del tamaño de los depósitos? Si lo único que me preocupara fueran la eficiencia y la competencia, y no entrara en juego la consideración de la seguridad en el ahorro del público, mi respuesta probablemente sería positiva, al menos mientras no se trate de remunerar en forma directa las cuentas corrientes. Sin embargo, estoy convencido de que tal cosa es un desatino en este momento. La razón es que el sistema UPAC, con su peculiaridad de captar a la vista y prestar a larguísimo plazo, por haber sido creado con el propósito básico de financiar la construcción de vivienda, es objetivamente frágil. Si mañana le surgiera una competencia directa y despiadada al UPAC en materia de captaciones de corto plazo podría presentarse un drenaje de los recursos del sistema con consecuencias fatales. Puesto que la cartera de las CAV todavía no es líquida, el sistema podría verse obligado a subir en exceso sus tasas reales de captación para retener a cualquier costo sus captaciones. Pero para no quebrarse tendría que trasladar ese mayor costo a los antiguos prestatarios. Lo malo es que no sería realista suponer que ese traslado

de costos a los antiguos compradores de vivienda podría efectuarse sin severos traumatismos sociales.

En mi opinión, se trata de un problema delicado de transición. No habría justificación alguna para efectuar un revolcón colosal permitiendo que de repente todo el mundo pudiera captar en UPAC o algo equivalente. Pero sí se puede y se debe trabajar para ir facilitando una transición gradual. Uno de los componentes de esa estrategia es la titularización: darle liquidez a la cartera del sistema, lo cual ya está en proceso. Lo otro es, precisamente, ir permitiendo una diversificación mucho mayor en los plazos de la cartera de las CAV, sin congelarla artificialmente en vivienda *per secula seculorum*.

EL ASUNTO DE LA SUPERVIVENCIA

Creo que los dos ejemplos que he suministrado bastan para ilustrar el punto básico: muchas de las restricciones que tradicionalmente han existido en el sector financiero no se justifican desde el punto de vista de los criterios válidos de intervención, pero uno debe ir con pies de plomo cuando comienza a desmontarlas. Lo otro sería cómo dar reversa a 150 kilómetros por hora. Puesto que hay factores históricos que deberán ser tenidos en cuenta, un poco *glamouroso* pero sensato gradualismo parece ser la mejor política.

Si a ese proceso de eliminación gradual de barreras injustificadas, de creación de una zona interna de libre comercio financiero más amplia que la tradicional, se le quiere llamar multibanca por la puerta de atrás, tendremos que vivir con eso. Personalmente nunca me he considerado partidario de la multibanca, porque el término suele interpretarse en forma muy amplia, hasta el punto de incluir zonas de conflictos de intereses y precipicios peligrosos para el ahorro del público. Quizás es preferible el término usado por Néstor Martínez, de banca no especializada, limitada en forma estricta al negocio de la intermediación financiera. De una u otra forma creo que vamos hacia allá, y que debemos prepararnos para que no nos tome por sorpresa.

Pero, ¿y los riesgos? ¿Quiénes sobrevivirán? Después de repasar los datos actuales e históricos de los diferentes intermediarios, y de hacer un ejercicio bastante similar al efectuado por Néstor Martínez esta mañana, debo decir que mi conclusión es bastante diferente de la suya. No aprecio tendencia significativa a que algunos intermediarios, como grupo, se eclipsen, mientras otros prosperan. En realidad, en muchos

sentidos las conclusiones apuntan más bien en una dirección diferente, en el sentido de que algunas entidades, como las CFC, pueden tener un futuro bastante brillante. Se han desarrollado muy bien en el pasado, a pesar de soportar una abierta discriminación de la política económica, y nada permite suponer que no puedan desarrollarse todavía mejor en el futuro una vez esa discriminación desaparezca.

Los datos sobre costos no financieros de los diferentes tipos de intermediarios, medidos como proporción de los activos o de las captaciones, no ayudan mucho para prever qué podría suceder en una competencia abierta, o a definir qué intermediarios son más eficientes, puesto que se trata de negocios muy diferentes. Es cierto, por ejemplo, que las CAV tienen los costos administrativos más bajos del sistema cuando se miden como proporción de los activos pero, ¿seguirían teniendo los si captaran cuentas corrientes y efectuaran otro tipo de préstamos en forma masiva? Si ustedes me perdonan la objetividad, no creo que haya razones para suponer que los administradores de las CAV sean intrínsecamente más eficientes que los de los bancos o los de cualesquiera de los otros intermediarios. La única aproximación que nos ofrece la teoría es que los costos administrativos promedios observados no deben estar muy alejados de lo que puede lograrse con el estado del arte en Colombia.

En realidad, si algo muestran los datos de las entidades financieras es que entre las de un mismo grupo, por ejemplo las corporaciones financieras, existen a menudo diferencias más profundas que entre las de grupos diferentes, en términos de eficiencia y resultados.

Aunque me siento algo incómodo de tener que referirme a este punto no estando presente el doctor Néstor Martínez, creo que no puedo pasar por alto su afirmación sobre la falta de capacidad competitiva de varios de los intermediarios especializados, que presuntamente los condenaría a la extinción, obligándolos a transformarse en bancos, salvo en casos excepcionales de eficiencia muy superior al promedio y con nichos bien definidos e inexpugnables.

La verdad es que si uno repasa la lista de debilidades de los intermediarios especializados presentada por el doctor Martínez, encuentra que la mayor parte de ellas tiene que ver con limitaciones arbitrarias a su operación, basadas en accidentes históricos y en la inclinación de los reguladores a manejar la política financiera como una forma de administrar privilegios, y que tienen poco o nada que ver con la defensa de la seguridad en el manejo del ahorro privado. ¿Cómo puede imputarse a las compañías de financiamiento comercial debilidad por no ser in-

intermediarios del mercado cambiario, cuando una y otra vez se les ha negado que puedan prestar ese servicio a su clientela? Durante años también se marginó a las CFC de la captación de los CDT y todavía más, de la intermediación del crédito de fomento, y aún se les niega el acceso directo al crédito del Banco Central, que debía extenderse a todos los intermediarios financieros.

Estoy convencido de que en el futuro las presiones de la competencia van a forzar la salida de los intermediarios financieros que no logren hacer mínimos los costos y mejorar los servicios a la clientela. Sin embargo, no creo que ello ocurra a través de líneas nítidas por tipos de intermediarios. Al menos no mientras la misma política económica no genere discriminaciones entre los intermediarios, ajenas al propósito básico de hacer máxima la seguridad en el manejo del ahorro del público.

LA TITULARIZACIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

Richard Eisenberg*

La titularización de los créditos hipotecarios es el proceso por el que se constituye un paquete con varios créditos hipotecarios del que se venden participaciones en forma de títulos-valores en el mercado secundario de deuda hipotecaria. El mercado secundario hipotecario es donde los prestamistas y los inversores compran y venden créditos hipotecarios y títulos hipotecarios existentes, incrementando así la disponibilidad de fondos para la realización de nuevas operaciones hipotecarias.

Estados Unidos ocupa una posición líder en el mundo en cuanto al desarrollo del mercado secundario de deuda hipotecaria. Cuando se redacta este trabajo, suman aproximadamente un billón de dólares los saldos vivos de los créditos hipotecarios sobre vivienda que han sido titularizados, al que hay que añadir otros 100.000 millones de dólares que tiene en cartera Fannie Mae. El total representa un 44% de los 2.5 billones de dólares en créditos hipotecarios sobre vivienda actualmente vigentes. En este momento los títulos hipotecarios en circulación crecen con arreglo a una tasa del 15%-20% anual.

La titularización no se ha producido de la noche a la mañana. No es más que el acontecimiento más reciente de lo que ha sido la intervención estatal en la lenta evolución del mercado secundario de deuda hipotecaria, iniciada hace cincuenta años durante la Gran Depresión, cuando el gobierno de Estados Unidos creó instituciones tales como Fannie Mae, con el fin de estimular la demanda de viviendas facilitando la movilización de los créditos hipotecarios.

* Economista de la Universidad de Michigan y máster en economía de la Universidad de California, Berkeley. Actualmente forma parte del grupo de directivas de Gestion et Titrisation Internationales, compañía francesa que pertenece en un 13% a Fannie Mae.

Este trabajo se desarrolla de acuerdo con la estructura siguiente:

- Financiación de la vivienda en Estados Unidos.
- Acontecimientos económicos e institucionales que han conducido a la titularización de los créditos hipotecarios.
 - Títulos hipotecarios *Pass-through*.
 - Títulos CMO/REMIC.
 - Liquidez del mercado de títulos MBS y REMIC *Pass-through*.
- Titularización hipotecaria: efectos en el mercado hipotecario primario.
- Acontecimientos recientes en relación con la titularización del crédito hipotecario.
- Perspectivas de la titularización de los créditos hipotecarios en Estados Unidos.

FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos son dos los niveles de intermediación financiera en la financiación de la vivienda.

El primero es el mercado hipotecario primario, es decir, el de concesión de préstamos, en el que participan, principalmente, entidades de ahorro y crédito (*savings and loans associations*), cajas de ahorro (*mutual savings banks*), bancos comerciales y compañías hipotecarias (véase Cuadro 1). Estas instituciones dan origen a créditos hipotecarios tanto del tipo garantizado por el gobierno como del tipo convencional, concedidos directamente a los compradores de viviendas. Los créditos hipotecarios convencionales son todos los no asegurados o garantizados por el gobierno federal. Representan un 80%, aproximadamente, de los créditos hipotecarios que se originan en la actualidad en Estados Unidos.

El segundo es el mercado hipotecario secundario. Este mercado moviliza los créditos que se originan en el mercado primario a través de compras, canjes y otras operaciones de crédito. El mercado secundario ha aumentado, históricamente, las disponibilidades de fondos en el mercado de capitales a favor del mercado primario, especialmente en tiempo de escasez general de liquidez. Esto ha contribuido a reducir el costo de la financiación de la vivienda y a mejorar la estabilidad del sector de financiación de la vivienda en Estados Unidos.

CUADRO 1
CONCESIONES DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS SOBRE VIVIENDAS
UNIFAMILIARES POR TIPO DE PRESTAMISTA
 (miles de millones de dólares y estructura en %)

Entidad prestamista	1970	%	1975	%	1980	%	1985	%	1989	%
Asociaciones de ahorro y crédito	14.8	41.6	41.2	52.9	61.1	45.7	109.3	44.3	134.5	38.2
Cajas de ahorro	2.1	6.0	4.3	5.6	5.4	4.1	16.5	6.7	23.2	6.6
Bancos comerciales	7.8	21.9	14.5	18.6	28.8	21.5	51.7	20.9	123.2	35.0
Compañías hipotecarias	8.9	25.0	14.0	18.0	29.4	22.0	63.3	25.6	65.6	18.6
Otros	1.9	5.4	3.9	5.0	9.0	6.8	6.0	2.4	5.6	1.6
Total créditos unifamiliares	35.6	100.0	77.9	100.0	133.8	100.0	246.8	100.0	352.0	100.0

Fuente: Departamento de la Vivienda y el Desarrollo Urbano del gobierno de Estados Unidos. Peter S. Rose y Richard L. Haney Jr., "The Players in the Primary, Mortgage Market", en *Journal of Housing Research*, Vol. 1, No. 1, 1990, p. 93.

Las instituciones dominantes en el mercado secundario son creaciones del gobierno federal de Estados Unidos: los Federal Home Loan Banks/FHL Banks (Bancos Federales de Crédito a la Vivienda); la Federal National Mortgage Association/Fannie Mae (Asociación Hipotecaria Nacional Federal); la Federal Home Loan Mortgage Corporation/Freddie Mac (Corporación Federal de Crédito Hipotecario a la Vivienda) y la Government National Mortgage Association/Ginnie Mae (Asociación Hipotecaria Nacional Gubernamental). Estas instituciones participan únicamente en el mercado secundario y no están facultadas para conceder créditos hipotecarios. El Congreso de Estados Unidos creó estas instituciones con fines públicos: proveer en todo momento de una fuente de liquidez al mercado hipotecario primario.

Estas instituciones logran sus fines públicos mediante la compra a los prestamistas primarios y para sus propias carteras de créditos hipotecarios sobre vivienda, financiando las operaciones, principalmente, con deuda simple (la función histórica de Fannie Mae); otorgando créditos con garantía colateral a favor de los originadores de hipotecas; proporcionándoles financiación a través de deuda simple (FHL Banks); o, finalmente, mediante la titularización de los créditos hipotecarios (Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae). Así, los prestamistas primarios tienen disponible una fuente constante de financiación. Sin la liquidez que ofrecen Fannie Mae y las otras instituciones del mercado secunda-

rio, habría menos dinero para financiación de hipotecas en Estados Unidos y, además, el dinero disponible sería más caro¹.

Fannie Mae y Freddie Mac son sociedades propiedad de sus accionistas y con gestión privada. Los Federal Home Loan Banks son así mismo sociedades por acciones pero éstas están en poder únicamente de las instituciones miembros. Ginnie Mae es una entidad propiedad del gobierno. Las sociedades anónimas constituidas con fines públicos, como son los Bancos FHL, Fannie Mae y Freddie Mac, se conocen como *Government Sponsored Enterprises*, GSE (*empresas patrocinadas por el gobierno*) o *Agencies* (Agencias)².

En un entorno en el que la banca interestatal estaba sometida a muchas limitaciones, representaba un impacto importante en el mercado hipotecario secundario la redistribución geográfica del capital para viviendas desde zonas donde había excedentes de capital a zonas donde éste escaseaba. Durante la década de los años setenta, por ejemplo, la población y la demanda de vivienda crecieron rápidamente en los estados del sur y el oeste de la Unión mientras en las zonas norte y oriental del país, la población y las necesidades de vivienda registraron una tasa de crecimiento inferior y la oferta de fondos para hipotecas excedió a la demanda. Las instituciones del mercado secundario, tales como Fannie Mae, consiguieron reconducir fondos mediante la compra de créditos hipotecarios a instituciones de las áreas donde más fuerte era la demanda de viviendas y financiar estas compras con deuda simple adquirida por los inversores en zonas donde había mayor abundancia de capitales.

Otro impacto importante en el mercado hipotecario secundario ha sido la canalización hacia los otorgantes de crédito de fondos de inversión que tradicionalmente se abstendían de invertir en el mercado hipotecario. Antes de que Fannie Mae y los Federal Home Loan Banks comenzaran a emitir deuda simple para financiar actividades en el

- 1 El trabajo más reciente donde se evalúan los efectos de las instituciones creadas por el gobierno en los precios del crédito hipotecario, redactado por Henderschott y Shilling (1989) estimaba que los tipos hipotecarios de los créditos que cumplían los requisitos exigidos para titularización por Fannie Mae y Freddie Mac se han reducido en un 0.30%. Véase también Kaufman (1988) y Henderschott y Villani (1979).
- 2 Hay otras dos grandes empresas patrocinadas (GSE) pero no se mueven en el mercado hipotecario secundario. La Student Loan Marketing Association/Sallie Mae (Asociación de Comercialización de Créditos para Estudiantes), que aporta un mercado secundario para los créditos a estudiantes con garantía del gobierno, y los Federal Farm Credit Banks FFCB (Bancos de Crédito Agrícola Federales) prestamistas primarios a los agricultores.

mercado hipotecario secundario y antes del desarrollo de la titularización de los créditos hipotecarios, la inversión institucional en financiación de viviendas era bastante limitada. Había algunas ventas de créditos hipotecarios o de conjunto de créditos —principalmente por entidades hipotecarias— a compañías de seguros. Pero, en general, la falta de liquidez, la ausencia de normalización y la necesidad de evaluar los créditos, paquete por paquete, había convertido el crédito hipotecario en algo poco atractivo para los inversores institucionales.

ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS E INSTITUCIONALES QUE HAN CONDUCIDO A LA TITULARIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS

En Estados Unidos, el derrumbamiento de la Bolsa, en 1929, marcó el comienzo de una crisis que duró una década y afectó gravemente al sector de la vivienda. Los prestamistas hipotecarios hicieron frente a fuertes pérdidas por quiebras y a retiradas masivas de fondos por parte de los depositantes; las autoridades locales no conseguían cobrar la contribución territorial, y el sector de la construcción permanecía ocioso. Las iniciaciones de vivienda descendieron de 900.000 anuales, en 1924, a 93.000, en 1933. Por ello, un estímulo de la demanda efectiva de vivienda constituía un importante objetivo para el gobierno.

En respuesta a esta grave situación económica, el gobierno tomó una serie de medidas:

- En 1932 se creó el Federal Home Loan Bank System para proveer de crédito con garantía a los miembros del sistema. Este sistema tenía por objeto estimular la concesión de créditos hipotecarios mediante el aumento de la liquidez. Los miembros del sistema eran en su mayor parte entidades de ahorro y crédito, así como compañías de seguros y cajas de ahorros.
- En 1933 y 1934, respectivamente, se crearon la Federal Deposit Insurance Corporation/FDIC (Corporación Federal de Seguro de Depósitos) y la Federal Savings and Loan Insurance Corporation/FSLIC (Corporación Federal de Seguros de Ahorro y Crédito). La FDIC fue establecida con el objeto de asegurar los depósitos hechos en la banca comercial mientras la FSLIC, aseguraba las imposiciones en instituciones de ahorro.
- En 1934 se estableció la Federal Housing Administration, FHA. Este organismo aseguraba al prestamista los créditos concedidos a cam-

bio de una comisión. Los programas de la FHA han introducido en el mercado hipotecario innovaciones tales como los pagos mensuales por principal e intereses y los vencimientos a muy largo plazo (hasta 20 años).

- Fannie Mae fue establecida en 1938 como institución del sector público en el mercado secundario, como compradora de créditos hipotecarios asegurados por la FHA. La intención del Congreso era asegurar a los prestamistas hipotecarios la posibilidad de continuar concediendo créditos para vivienda, incluso en períodos de fuerte retirada de depósitos y en momentos en que el incumplimiento y el fraude dominaban la escena. Fannie Mae podía comprar pero no conceder créditos hipotecarios. Al poco tiempo de iniciar sus actividades, Fannie Mae se hizo cargo de su papel histórico de representar el mayor inversor en créditos hipotecarios de Estados Unidos.

La segunda guerra mundial, 1940-1945, dio lugar a grandes aumentos del empleo, mayores gastos presupuestarios y cambios espectaculares en la economía de Estados Unidos, en comparación con las décadas anteriores. El gobierno ofreció a los miembros de las fuerzas armadas que regresaban de la guerra créditos hipotecarios garantizados por la Veterans Administration (Créditos VA) a través de prestamistas privados, para que pudieran comprar, construir o mejorar sus viviendas. Fannie Mae comenzó a comprar créditos VA en 1948.

La ley de vivienda y desarrollo urbano de 1970 dividió la entidad Fannie Mae en dos entidades oficiales individuales, Ginnie Mae que seguía siendo propiedad del sector público y la nueva Fannie Mae que se convirtió en sociedad anónima propiedad de sus accionistas y con gestión propia. Las acciones de Fannie Mae se vienen cotizando en la Bolsa de Nueva York desde 1970. En 1970, el mercado secundario recibió un impulso muy importante al garantizar Ginnie Mae los primeros títulos respaldados por hipotecas (*Mortgage backed securities*, MBS) con garantía de FHA/VA. Las mayores disponibilidades de crédito a favor de los propietarios de vivienda que cumplieran los requisitos exigidos para obtención de créditos FHA/VA dio origen a la petición de un trato similar para los créditos hipotecarios convencionales. En 1970 se creó Freddie Mac para la compra y titularización de estos créditos hipotecarios. También este organismo era del sector público, siendo propiedad total de la Federal Home Loan Banks. En 1971, Freddie Mac emitió sus primeros MBS empleando créditos hipotecarios convencionales. En 1981

Fannie Mae comenzó a titularizar también créditos convencionales y en 1989 Freddie Mac se privatizó plenamente, lo mismo que Fannie Mae.

Hacia la titularización de los créditos hipotecarios

Mucho antes de que se extendiera la titularización de los créditos hipotecarios, dos GSE, los FHL Banks y Fannie Mae, emitieron grandes volúmenes de deuda simple con carácter mensual como medio de financiación de sus actividades en el mercado hipotecario secundario. Aunque la deuda emitida no contara con el respaldo de créditos hipotecarios, el efecto era el mismo. Se canalizaban los fondos de los inversores que tradicionalmente habían estado alejados del mercado hipotecario hacia los otorgantes de créditos hipotecarios. Entre los inversores figuraban fondos de pensiones, compañías de seguros, fideicomisos y organismos estatales y locales. Los FHL Banks utilizaban la deuda para conceder créditos con garantía a sus instituciones miembros que fuesen prestamistas hipotecarios, mientras Fannie Mae utilizaba la deuda para adquirir y conservar en cartera créditos hipotecarios adquiridos de prestamistas autorizados.

Hoy en día, ambas instituciones siguen utilizando la deuda simple para financiar sus actividades en el mercado secundario. Tanto los FHL Banks como la Fannie Mae tienen deuda simple en circulación por valor de más de 100.000 millones de dólares.

Aunque Fannie Mae conserva su papel histórico como el mayor inversionista en Estados Unidos, en cuanto a créditos hipotecarios se refiere, desempeña además el papel adicional de principal emisor de MBS. En la actualidad, Fannie Mae tiene 2.7 millones de créditos hipotecarios en su cartera de hipotecas por valor de 100.000 millones de dólares y administra otros 3.5 millones de créditos que ha titularizado.

TÍTULOS HIPOTECARIOS *PASS-THROUGH*

El término *mortgage backed security* (MBS) (título con garantía hipotecaria) se refiere a un grande y diverso grupo de títulos valores. Lo que tienen en común todos ellos es el uso de créditos hipotecarios como garantía. En Estados Unidos el crédito hipotecario más frecuentemente utilizado para garantizar los MBS es el crédito hipotecario con tipo de interés fijo, a 30 años, con pagos mensuales, que se amortiza plenamente a lo largo

de su vigencia y ofrece al prestatario la opción de amortización anticipada en cualquier momento. Los compradores norteamericanos de viviendas manifiestan una marcada preferencia por este tipo de crédito. Otros créditos que se utilizan con frecuencia para respaldar los MBS incluyen los créditos a 15 años, con tipo fijo y los créditos hipotecarios con tipo variable (ARM), en los que se ajusta periódicamente el tipo de interés según los cambios que registre un índice designado al efecto.

La clase de títulos con garantía hipotecaria más sencilla y más utilizada es el título *pass-through*. El *pass-through* transfiere a los inversores, con arreglo a sus respectivas participaciones, los pagos mensuales totales correspondientes a los créditos que los respaldan. Los créditos hipotecarios son entregados, típicamente, a un fiduciario el cual vende títulos de propiedad a los inversores. Cada *pass-through* representa una participación indivisible en un paquete de créditos hipotecarios concretos.

Aunque los *pass-through* han existido como fórmula de inversión legal durante décadas, empezaron a tener sentido en gran escala cuando Ginnie Mae y Fannie Mae asumieron la función de facilitar al crédito apoyo y normas de uniformidad que, en su conjunto, hicieron que los paquetes de préstamos hipotecarios que respaldaban a los *pass-through* fueran más fáciles de negociar.

La normalización de las características de los créditos constituyentes de los paquetes ha hecho que los títulos resultantes sean más fáciles de analizar con lo que resultan atractivos para los inversores hipotecarios no tradicionales, mientras que el apoyo prestado por las Agencias ha reducido la preocupación de los inversores respecto al cobro a tiempo y final de las sumas invertidas. El emisor (por ejemplo Fannie Mae) de los títulos *pass-through* interviene principalmente como intermediario y gestor, en representación de los inversores, en el cobro y la distribución proporcional mensual a los tenedores de los títulos, de los pagos del principal e intereses que realizan los encargados de esta función. El título *pass-through* representa una venta de activos al inversor con la consiguiente eliminación de esos activos del balance del emisor.

Cómo se crean los títulos hipotecarios *pass-through*

Todos los títulos hipotecarios tienen su origen último en el acto mediante el cual el propietario de una vivienda obtiene un crédito garantizado al gravar el bien inmueble con una hipoteca. El propietario de la vivienda podrá obtener el crédito de una institución crediticia tal como una

asociación nacional o local de crédito y ahorro, un banco comercial o una compañía hipotecaria.

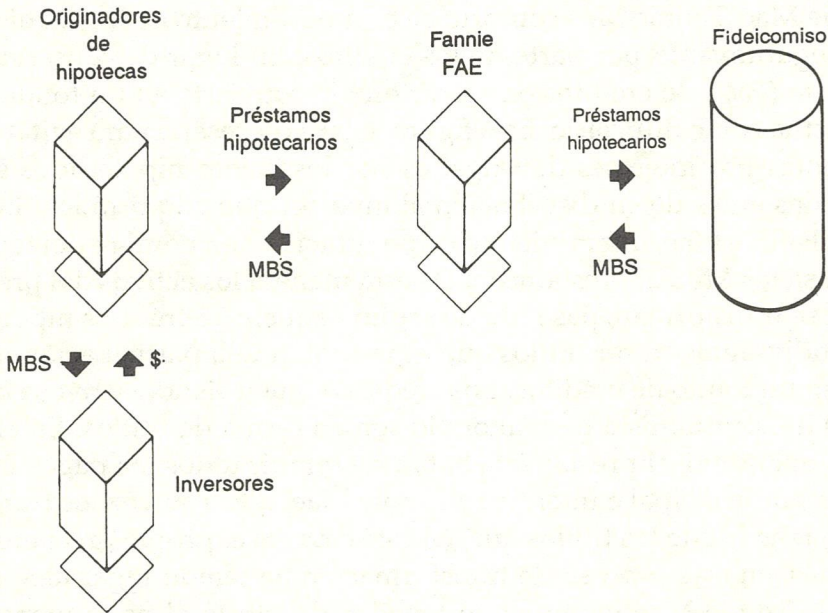
El principal medio a través del cual se crean los títulos *pass-through* es una operación de venta en la que no interviene el dinero en efectivo, denominada *swap* (canje). El Gráfico 1 describe una operación *swap*. Una vez realizado el préstamo hipotecario, el prestamista u otorgante del crédito reúne un conjunto de préstamos hipotecarios similares en un paquete que canjea por títulos valores (MBS) con una entidad como Fannie Mae. Fannie Mae comprueba el cumplimiento de los requisitos de aseguramiento por parte de los créditos. En lugar de conservar el paquete (*Pool*) de créditos en su cartera, lo convierte en un fondo del que actúa como fiduciario. Esta figura legal es necesaria para evitar que las rentas por intereses devengados por los bienes hipotecados sean gravadas antes de su distribución al inversor que adquirió los títulos MBS. Fannie Mae, interviniendo como fiduciario en nombre del fondo, trasvasa los MBS al prestamista. De esta manera los activos del prestamista se transforman, pasando de ser un paquete de créditos hipotecarios individuales a ser títulos que representan una participación indivisa en un fondo de créditos. Los créditos siguen siendo activos en los libros del prestamista pero ahora lo son en forma de títulos. En el aspecto operativo, el prestamista habrá de remitir todos los pagos mensuales por principal e intereses a Fannie Mae, que a su vez los transferirá al tenedor de los títulos que, en este caso, es el propio prestamista. Además, en este proceso de transformación ha tenido lugar algo adicional. Fannie Mae garantiza al tenedor del título el pago mensual, puntualmente, de principal e intereses. Por el servicio y la garantía del MBS, Fannie Mae recibe una comisión mensual (que oscila entre un 0.20% y un 0.375%) calculada sobre el saldo vivo de los créditos hipotecarios. Antes de transferir al tenedor del título el principal y los intereses, Fannie Mae deducirá su comisión.

Lo que recibe el prestamista es un título fácilmente negociable, con liquidez, un rendimiento elevado en comparación con otros títulos similares, y una gran flexibilidad. El rendimiento de los MBS *pass-through* alcanza tradicionalmente una media de entre 100 y 150 puntos básicos por encima de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de vencimientos comparables.

El prestamista tiene así la opción de vender los MBS en un mercado que disfruta de gran liquidez. No obstante, como las exigencias de capital por riesgo son inferiores para los MBS que para los créditos hipotecarios no titularizados, los prestamistas, que son instituciones de de-

pósito, pueden encontrar ventaja en la titularización de sus créditos y su conservación en la propia cartera. Además, los MBS se pueden emplear como garantía pignoraticia para la obtención de crédito a precios atractivos.

GRÁFICO 1 MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS SWAPS: CREACIÓN DE TÍTULOS *PASS-THROUGH*



La administración de los créditos hipotecarios subyacentes

La transformación de un paquete de créditos hipotecarios individuales en títulos valores exige que alguien se encargue de cobrar los pagos mensuales de principal e intereses, las primas de seguros de los prestatarios, y que además se encargue de los procedimientos ejecutivos en caso de quiebras. Esta *función de administración* suele quedar, normalmente, a cargo del prestamista. Antes de transferir los pagos mensuales de principal e intereses a un emisor de MBS, como Fannie Mae, la entidad encargada de la administración deducirá una comisión. Estas comisiones se pagarán siempre que el crédito hipotecario permanezca en el fideicomiso. Las comisiones por servicios, como el cobro de principal e intereses, se aplican al saldo pendiente del principal de los créditos y se abonan mensualmente. Las comisiones por servicios oscilan normalmente entre 0.25% y 0.375%.

TIPOS DE MBS

Hay cuatro tipos básicos de títulos hipotecarios *pass-through*: los Ginnie Mae *pass-through*, MBS Fannie Mae, Certificados de Participación Freddie Mac, y los *pass-through* privados. Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac dominan el volumen de emisiones en este mercado (véase Cuadro 2). Aunque todos tienen una estructura básica similar (por ejemplo, los pagos a los tenedores de los títulos se hacen mensualmente) hay varias diferencias entre los cuatro tipos de títulos *pass-through*.

CUADRO 2

EMISIÓN DE MBS

(en miles de millones de dólares)

Año mes	MBS Ginnie Mae emitidos	MBS Fannie Mae emitidos	PC Freddie Mac emitidos	MBS Privados emitidos	Total
1985	45.868	23.649	38.829	1.956	110.302
1986	98.169	60.566	100.198	6.993	265.926
1987	96.983	62.882	75.018	11.100	245.983
1988	56.632	54.878	39.777	15.850	167.137
1989	58.260	68.918	73.172	14.238	214.588
1990	30.837	47.208	37.087	11.102	126.234

Fuente: "The Mortgage Statistical" correspondiente a 1990.

El primer grupo de títulos está garantizado por Ginnie Mae (organismo oficial). Los paquetes de hipotecas que respaldan los títulos *pass-through* de Ginnie Mae están constituidos por créditos hipotecarios con garantía en su origen (asegurados por la FHA o con garantía VA). Los *pass-through* de Ginnie Mae están respaldados por el gobierno de Estados Unidos. Ginnie Mae es una institución propiedad del gobierno de Estados Unidos dependiente del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano (HUD) y tiene facultades para garantizar plenamente el pago a su tiempo del principal y los intereses de los títulos.

Otro tipo de *pass-through* es el Certificado Garantizado por Fannie Mae con respaldo hipotecario. El MBS de Fannie Mae tiene como base principal créditos hipotecarios convencionales³. Fannie Mae garantiza

3 Fannie Mae cuenta con un programa con el que crea títulos *pass-through* con créditos hipotecarios FHA/VA. Fannie Mae y Ginnie Mae titularizan también créditos hipotecarios a viviendas multifamiliares y créditos de segunda hipoteca. Freddie Mac ha abandonado recientemente la titularización de los créditos a viviendas multifamiliares.

el pago, al vencimiento, de principal e intereses de todos los títulos que emite. La garantía Fannie Mae no está respaldada por el gobierno de Estados Unidos pero debido a la condición de sociedad creada por el gobierno, el mercado financiero considera la garantía de Fannie Mae como garantía indirectamente respaldada por el gobierno de Estados Unidos.

Un tercer tipo de MBS es el Certificado de Participación (PC) de Freddie Mac. Ofrece un título *pass-through* equivalente al MBS de Fannie Mae. A diferencia de Fannie Mae y Ginnie Mae, Freddie Mac sólo garantiza el pago a su vencimiento de los intereses y no el pago final del principal de todos los créditos convencionales que constituyen sus paquetes de créditos hipotecarios. Esto significa que Freddie Mac transfiere todo el principal que cobra y garantiza el pago del resto (caso de no producirse los pagos) en el plazo de un año. (Freddie Mac inició en octubre de 1990 un programa denominado Gold PC —Certificado de Participación Oro— que garantiza plenamente el pago a su vencimiento de principal e intereses). Como en el caso de Fannie Mae, el mercado considera la garantía de Freddie Mac como garantía que cuenta con el respaldo indirecto del gobierno de Estados Unidos.

El cuarto tipo de título *pass-through* es el privado. El total de emisiones de *pass-through* privadas ha sido reducido si se compara con las emisiones de las agencias públicas. Los *pass-through* del sector privado pueden ser emitidos por entidades independientes como son los bancos comerciales. Los programas de *pass-through* privados, o ajenos a las agencias públicas, crean un mercado secundario sobre las hipotecas que no cumplen los requisitos sobre el límite de su cuantía fijado anualmente por el gobierno (en este momento 191.250 dólares) u otros requisitos exigidos para su compra por Freddie Mac y Fannie Mae. Los *pass-through* del sector privado tienen, normalmente, varias superposiciones de seguros sobre el paquete de créditos hipotecarios para reforzar la calidad de su crédito y prestar a estos títulos por lo menos el *rating* AA. La mayor parte de los *pass-through* del sector privado se negocian con prima respecto al mercado de *pass-through* de las agencias federales.

Características de los MBS *pass-through*

Típicamente, los contratos de crédito hipotecario de Estados Unidos otorgan al prestatario la opción de amortización total o parcial anticipada del principal en cualquier momento. Suele producirse la amortiza-

ción total cuando la finca hipotecada se vende o cuando el prestatario refinancia el crédito, y también si se produce la ejecución de la hipoteca. Se produce una amortización parcial anticipada cuando el prestatario, sea cual fuere la razón, paga más de lo necesario en los plazos mensuales.

La opción de amortización anticipada por parte del propietario de la finca dificulta al inversor en MBS *pass-through* la exacta previsión del flujo de fondos a lo largo de la vigencia de la inversión. No obstante, el inversor en MBS *pass-through* no asume este riesgo de amortización anticipada gratuitamente ya que la MBS paga tipos de interés más altos que los títulos que tienen *cash flows* más seguros.

TÍTULOS CMO/REMIC

Hay otro tipo de título con garantía hipotecaria: el conocido como Collateralized Mortgage Obligation/CMO (Obligación con Garantía Hipotecaria). En 1983, Freddie Mac introdujo el primer CMO. Los CMO fueron creados para ofrecer a los inversores en MBS, unos títulos cuya incertidumbre respecto a la amortización anticipada fuera menor y cuyo período de vencimiento pudiese ser elegido por los inversores con mayor flexibilidad que en los MBS *pass-through*. Los CMO constan de una serie de tramos (o clases) con distintas fechas de vencimiento. El flujo de fondos del paquete de préstamos se divide entre los distintos tramos partiendo de unas normas. Estas normas determinan el orden en el que se ha de amortizar el principal. Cada tramo puede tener distintos modelos de *cash flow* según la estructuración del CMO.

Los inversores en CMO poseen bonos (que incorporan un derecho de crédito frente al emisor) garantizados por un paquete de créditos hipotecarios o por una cartera de MBS *pass-through*. El servicio de la deuda de estos bonos es atendido empleando los flujos procedentes del paquete de créditos hipotecarios. La variabilidad e imprevisibilidad de los *cash flows* de la hipoteca original siguen inalteradas, pero los *cash flows* dirigidos a cada tramo pueden diferir espectacularmente respecto a los flujos generados por la garantía.

Los CMO registraron un retroceso en 1984 cuando se vieron afectados por una normativa fiscal adversa dictada por el organismo Internal Revenue Service. Debido a esta normativa fiscal, los CMO no podían emitirse fuera de balance, como era el caso de los títulos *pass-through*, sin incurrir en fuertes penalizaciones fiscales o considerables gastos en relación con su compleja estructura. Como respuesta, la Ley de Reforma Fis-

cal de 1986 estableció los REMIC, Real Estate Mortgage Investment Conduit (Conducto de Inversión Hipotecaria sobre Bienes Inmuebles) que en esencia es un método utilizado por el emisor con el objeto de evitar la carga fiscal sobre los intereses de la hipoteca cuando emite títulos con garantía hipotecaria. Los impuestos sobre el rendimiento de las hipotecas está a cargo del inversor en MBS. Prácticamente todos los MBS en diversos tramos se emiten en la actualidad en forma REMIC en lugar de como CMO. Conviene tener en cuenta que REMIC es una designación fiscal que tiene por objeto ser el vehículo *exclusivo* para la emisión de títulos con garantía hipotecaria de varios tramos, a partir de 1992.

Se han colocado en títulos REMIC unos 300.000 millones de dólares, o lo que es lo mismo, un 30% del billón de dólares de MBS *pass-through* en circulación. Dada la importante utilización de los MBS *pass-through* en los REMIC, se podría alegar que el nivel general de precio de los MBS *pass-through* se ha elevado y el costo de la financiación de las hipotecas para los compradores de viviendas se ha reducido.

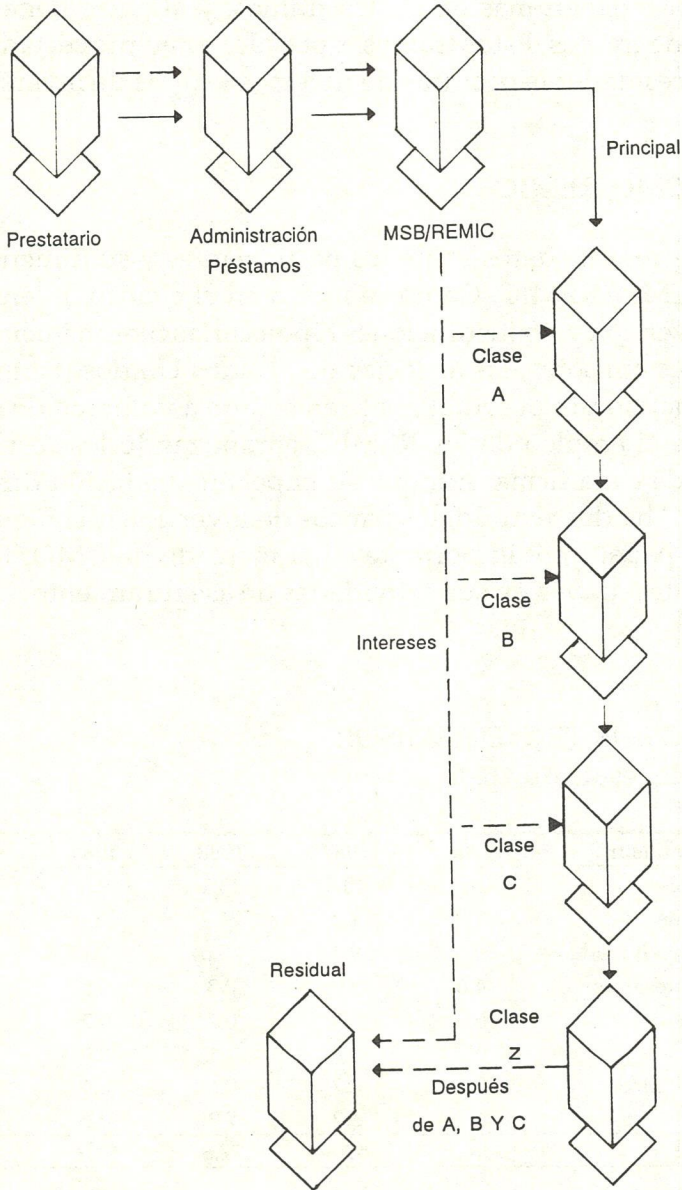
El REMIC (Conducto de Inversión Hipotecaria sobre Bienes Inmuebles)

De acuerdo con los términos de la legislación fiscal (Internal Revenue Code), un REMIC puede incluir cualquier número de tramos de participaciones regulares y un tramo de participación residual. Estas clases o tramos regulares de participación se clasifican por letras como clase A, clase B, etc. A cada una de estas clases se le asigna un tipo de interés fijo, flotante o cero, un importe fijo de principal, y una única forma de amortización entre una gran variedad de condiciones de amortización. Con frecuencia, una o más clases Z similares a los bonos de cupón cero, se incluyen como clases regulares de tipo de interés. La clase R es la clase de participación residual. Este tramo, que se puede estructurar de maneras diversas, recibe los flujos de caja que no es necesario distribuir entre las clases regulares.

Los REMIC pagan a los inversores utilizando los fondos procedentes de los créditos hipotecarios subyacentes. En las estructuras sencillas REMIC (véase el Gráfico 2), el principal de las clases regulares se devuelve secuencialmente por orden alfabético. Todos los inversores en una clase regular (salvo las clases de principal sólo, las clases Z o cupón cero) reciben el pago de intereses regularmente, según su participación en lo que queda del principal, pero la amortización de principal de la

clase correspondiente no comienza hasta que han sido amortizadas totalmente y canceladas las clases anteriores.

GRÁFICO 2
FUNCIONAMIENTO DE LOS REMIC



Aunque los REMIC pueden resultar mucho más complejos, es importante comprender esta estructura básica y los conceptos de redistribución de los flujos de caja y pagos escalonados para entender las innovadoras variaciones que se han añadido a lo largo de los años. Las más recientes emisiones de títulos REMIC contienen varios tipos diferentes de tramos que no se han citado en el párrafo anterior. Además, estas emisiones tienen más de cuatro tramos, y algunas tienen hasta dos docenas de tramos. Estos tramos especiales están proyectados para cubrir las necesidades específicas de diversos grupos de inversores.

El Mercado CMO/REMIC

El Cuadro 3 presenta datos sobre los participantes y su dimensión en el mercado CMO/REMIC. Como se indica en el cuadro, mientras los bancos de inversión y las instituciones hipotecarias fueron inicialmente los principales emisores, las agencias de Estados Unidos (Fannie Mae y Freddie Mac) dominan actualmente en cuanto a volumen de emisiones mediante el empleo de los REMIC, garantizando los respectivos *pass-through* de cada firma. Aunque su papel en la emisión directa de CMO/REMIC ha descendido, los bancos de inversiones siguen representando un papel muy importante en el mercado de CMO/REMIC, principalmente a través de sus actividades de aseguramiento y comercialización.

CUADRO 3
CMO/REMIC POR TIPO DE EMISOR
(miles de millones de dólares)

Clase de emisor	1986	1987	1988	1989	1990*
Bancos inversores	24.4	40.5	33.1	9.6	5.1
Agencias públicas	1.9	1.3	26.2	81.6	53.1
Constructores de viviendas	9.6	9.4	13.5	2.1	0.5
Compañías hipotecarias	4.6	0.7	0.3	2.0	0.0
Cajas de ahorro	6.0	2.5	0.7	0.2	0.0
Bancos comerciales	0.0	1.8	1.1	0.9	0.0
Compañías de seguro	0.0	0.2	0.6	0.4	0.0
Otros	1.5	3.2	2.3	0.9	0.0
Total	48.0	59.6	77.8	97.7	59.0

* Primer semestre

Fuente: *Inside Mortgage Capital Markets*.

Fannie Mae y Freddie Mac dominan las emisiones de títulos REMIC por varias razones. En primer lugar, está la calidad del crédito. Los inversores muestran una marcada preferencia por los títulos emitidos por las agencias estatales frente a los títulos emitidos por sociedades del sector privado. En segundo lugar, la mayoría de los inversores tienen posibilidades ilimitadas en cuanto a la adquisición de títulos emitidos por organismos del sector público, mientras que, con frecuencia, existen restricciones a la compra de títulos emitidos por entidades del sector privado. En tercer lugar, estos títulos garantizan el comportamiento de los *cash flows* de los títulos conforme a lo descrito en el folleto de emisión. La garantía respecto al comportamiento de los *cash flows*, no puede competir con la garantía oficial. En cuarto lugar, los REMIC de Fannie Mae y Freddie Mac se emiten en forma de anotación en cuenta, con lo que se evita la necesidad de certificados materiales. Por último, los préstamos a corto plazo que utilizan tramos REMIC GSE tienen tipos de interés más bajos que los títulos garantizados por los tramos REMIC del sector privado.

Según se indica en el Cuadro 4, la mayor parte de los CMO/REMIC tienen como garantía certificados Freddie Mac o Fannie Mae. El empleo de títulos MBS de entidades patrocinadas por el gobierno como garantía colateral es muy frecuente debido a la disponibilidad de estos títulos, su elevada calidad de crédito y la facilidad de su utilización frente a los créditos hipotecarios en sí. El empleo de los Ginnie Mae como garantía colateral se ha visto reducido, últimamente, porque Ginnie Mae no emite aún sus propios REMIC (y emplea sus propios títulos como garantía, lo mismo que Fannie Mae y Freddie Mac). Adicionalmente, el 10% de los CMO/REMIC están garantizados, directamente en la actualidad, por préstamos hipotecarios.

CUADRO 4
EMISIÓN DE CMO/REMIC POR TIPO DE GARANTÍA COLATERAL
(miles de millones de dólares)

Tipo de garantía	1986	1987	1988	1989	1990*
Títulos Ginnie Mae	11.0	24.5	28.0	8.8	6.1
Títulos Freddie Mac	18.7	17.7	21.9	40.2	20.2
Títulos Fannie Mae	13.9	14.4	24.9	43.8	31.9
Préstamos hipotecarios	4.3	1.7	3.1	4.1	0.7
MBS privados	0.2	1.2	0.3	0.0	0.0
Hipotecas comerciales	0.0	0.2	0.4	0.6	0.0
Total	48.1	59.7	78.6	97.5	58.9

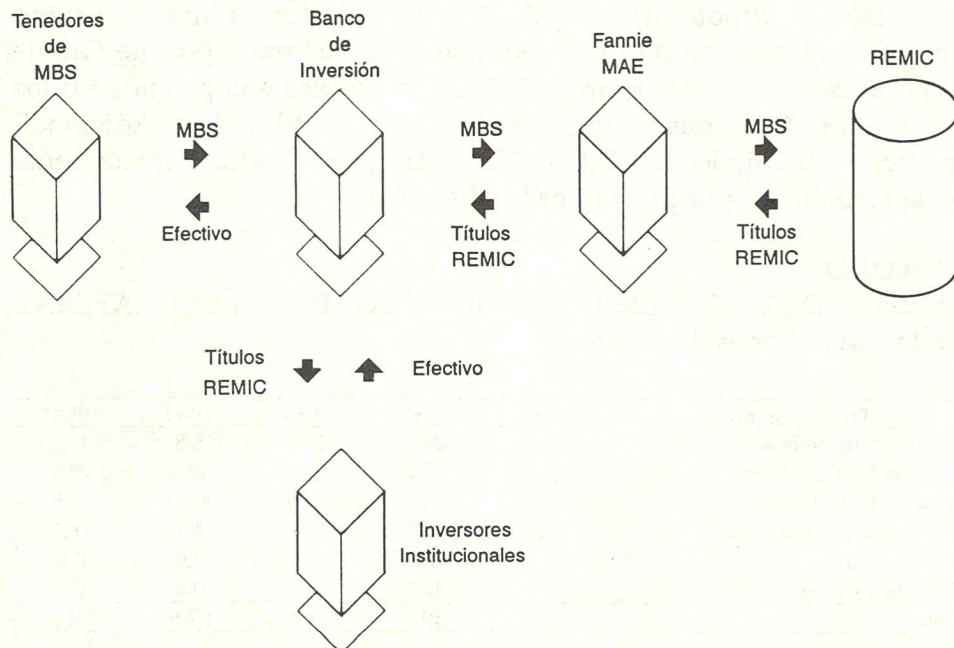
* Primer semestre

Fuente: *Inside Mortgage Capital Markets*.

La creación de títulos REMIC

La creación de títulos REMIC se muestra en el Gráfico 3. Un banco de inversiones acude al mercado financiero y adquiere una importante cantidad de MBS de Fannie Mae con un tipo de interés semejante y con iguales vencimientos, por valor, quizás, de 300-500 millones de dólares. El mercado de MBS *pass-through* es tan grande que esta compra puede ser realizada fácilmente sin afectar de manera significativa los precios del mercado. El banco de inversiones envía una propuesta de financiación a Fannie Mae para su estudio. Una vez obtenida la aprobación de Fannie Mae, el banco de inversiones entrega los MBS que ha comprado a Fannie Mae para su custodia. Fannie Mae toma los MBS y los coloca a efectos fiscales en una figura jurídica denominada REMIC. En nombre de REMIC, Fannie Mae emite los distintos títulos según los había estructurado el banco de inversiones.

GRÁFICO 3
MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS
REMIC: CREACIÓN DE TÍTULOS MULTICLASE



Los títulos REMIC se devuelven al banco de inversiones que a su vez los vende a inversores institucionales como, por ejemplo, fondos de pensiones, compañías de seguros y bancos comerciales. Antes de la creación de los títulos REMIC el banco de inversiones ha hecho sus sondeos entre los inversores institucionales para ver qué clase de títulos les gustaría ver estructurados en el REMIC. Un 85% aproximadamente de todos los nuevos MBS *pass-through* clásicos a tipo fijo y a 30 años se están utilizando para crear títulos REMIC.

Según se ha dicho anteriormente, pueden emitirse más de 20 clases o tramos distintos partiendo de un REMIC. Dado que Fannie Mae garantiza que los *cash flows* de cada tramo van a comportarse según se ha dicho en el folleto de emisión, Fannie Mae modela la propia estructura del REMIC para asegurar la corrección de los cálculos del banco de inversiones. Fannie Mae obtiene una remuneración por desempeñar el papel de emisor y administrador.

LIQUIDEZ DEL MERCADO DE TÍTULOS MBS *PASS-THROUGH* Y REMIC *PASS-THROUGH*

En términos de nuevas emisiones y de volumen de contratación diaria, los MBS son aventajados por los títulos del Tesoro de EU. En términos de volumen de títulos en circulación, figuran en tercer lugar, precisamente detrás de los bonos de sociedades (*véase* Cuadro 5).

CUADRO 5
COMPARACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES
POR VOLUMEN EN 1989
(miles de millones de dólares)

	Deuda municipal	Deuda del Tesoro	Deuda con garantía hipotecaria*	Deuda de empresas
Volumen de nuevas emisiones	153.2	1.200.0	200.7	132.3
Volumen de contratación diaria	3.0	120.0	20-25	14.5
Volumen de títulos en circulación	784.0	1.900.0	876.3	992.3

* Incluye solamente las emisiones de títulos hipotecarios de Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac.
Fuente: Public Securities Association.

Todas las principales firmas de Wall Street compran y venden títulos MBS y REMIC, y otros cincuenta *dealers* adicionales participan regularmente en este mercado. Los MBS *pass-through* a 30 años se ofrecen normalmente con un margen vendedor/comprador muy estrecho: 1/32. Otros productos más flexibles como los tramos REMIC tienden a ser contratados con márgenes más amplios que van de 25 puntos básicos para arriba. Los volúmenes de contratación van de 1 millón de dólares a 100 millones, siendo lo normal entre las firmas de Wall Street, la gama de 10 millones-100 millones de dólares.

LA TITULARIZACIÓN DE LAS HIPOTECAS. EFECTOS SOBRE EL MERCADO PRIMARIO

Dado que de los 2.5 billones de dólares del mercado hipotecario de vivienda se ha titularizado un total de un billón de dólares, serían de esperar unos efectos muy profundos en el mercado hipotecario primario de Estados Unidos. Y en efecto éste ha sido el caso, principalmente en los aspectos de especialización y normalización.

Especialización

El viejo modelo de la financiación hipotecaria convencional en Estados Unidos consistía en una institución de ahorro y crédito que concedía un crédito hipotecario al comprador de una vivienda, lo financiaba empleando los depósitos de particulares y atendía la administración del crédito hasta su amortización. El proceso solía estar integrado en una misma institución.

La liquidez adicional que ofrece la titularización ha creado un nuevo modelo de financiación hipotecaria, que permite la especialización en captar y otorgar créditos hipotecarios, en administrarlos y, finalmente, en mantenerlos en cartera. Las instituciones pueden especializarse en cualquiera de estas tres áreas según las ventajas comparativas. Lo más probable es que la institución se decida a operar tanto como originador y administrador del crédito hipotecario o como inversor en cartera. La diferencia está en que la primera estrategia genera ingresos por comisiones sin añadir activos al balance mientras la segunda genera rentas por intereses pero asume un riesgo en cuanto a tipos de interés. Las instituciones que desean conceder y atender más créditos de los que pueden financiar con los limitados depósitos disponibles o que

no desean financiar créditos debido al riesgo de tipo de interés vinculado a esa financiación, pueden titularizar sus créditos hipotecarios y venderlos en un mercado de gran liquidez. Estos tipos de especialización dan lugar a economías de escala y eficacia ya que se aplica el conocimiento necesario a cada actividad.

Normalización

La realización de negocios con cualquiera de los tres grandes agentes del mercado de los MBS exige un otorgante de hipotecas que reúna unos requisitos mínimos de funcionamiento. Además, a efectos de evaluación es necesario un elevado grado de uniformidad en los paquetes de créditos hipotecarios que respaldan los MBS. Estas dos fuerzas han creado niveles significativos de normalización en la documentación de los préstamos, tipos de préstamo originado, normalización del aseguramiento, y requisitos financieros mínimos de los prestamistas. La normalización es esencial para el desarrollo de un mercado de MBS de gran volumen y gran liquidez.

Documentación

Las tres agencias oficiales exigen a los prestamistas que utilicen formularios normalizados y que presenten un conjunto de documentos determinado cuando titularizan sus créditos. Dos formularios, la solicitud de crédito hipotecario sobre vivienda y el informe sobre evaluación del riesgo de Fannie Mae, han pasado a ser norma del sector. Los formularios normalizados facilitan la labor y reducen el trabajo burocrático de los originadores y hacen que el procesamiento de los créditos hipotecarios para su titularización sea mucho menos costoso en términos de tiempo y dinero.

Créditos hipotecarios otorgados

El volumen considerable del mercado norteamericano del crédito hipotecario sobre vivienda permite una gran diversidad en los tipos de créditos ofrecidos. No obstante, los prestatarios parecen dedicar sus preferencias a tipos determinados de créditos hipotecarios como son los créditos a 30 años e interés fijo con amortización y pagos mensuales.

Esta preferencia se refuerza a través de la titularización que reduce el costo y aumenta la demanda por parte de los prestatarios de los créditos hipotecarios a 30 años con interés fijo, de lo que resulta un aumento de la normalización. Los créditos normalizados son necesarios para la creación de paquetes numerosos y de gran volumen, de créditos hipotecarios de características similares que se puedan evaluar con facilidad, titularizar eficazmente y comercializar sin problemas como MBS en el mercado secundario.

Normas sobre aseguramiento

Con objeto de titularizar los créditos con Fannie Mae y Freddie Mac, los propios créditos han de reunir determinadas condiciones para su aseguramiento. Fannie Mae y Freddie Mac tienen directrices similares con discretas variaciones respecto a ciertos tipos de créditos. Son necesarias unas condiciones mínimas porque ambas garantizan el pago del principal y los intereses al inversor en MBS.

Las normas sobre aseguramiento incluyen criterios relativos a la clasificación de la solvencia del prestatario: historial de empleo, nivel de ingresos, importe del pago inicial en relación con el importe del crédito, y patrimonio del prestatario entre otras cosas. (Nota: Ginnie Mae sólo garantiza los créditos FHA y VA que cumplen los requisitos exigidos para aseguramiento por el gobierno).

Normas sobre el prestamista

Los tres organismos oficiales exigen de los prestamistas un mínimo de requisitos financieros además de que gestionan sus negocios con solidez y ética. Como son miles los prestamistas que han recibido su aprobación con arreglo a estas normas, las normas mínimas para los prestamistas han afectado indirecta pero positivamente a la comunidad prestamista. (Fannie Mae tiene en la actualidad 2.800 prestamistas en su lista de prestamistas autorizados). Estas normas son esenciales para establecer una base de confianza respecto a que los créditos hipotecarios que se presentan a las instituciones del mercado hipotecario secundario, son de la debida calidad y que las obligaciones de la administración de los prestatarios serán cumplidas.

ACONTECIMIENTOS RECIENTES EN RELACIÓN CON LA TITULARIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS

A lo largo de la última década, las cajas de ahorros se han visto acosadas por dificultades financieras en EU. En primer lugar, experimentaron problemas de gestión de activo/pasivo durante los primeros años 80 debido a la falta de control de los tipos de interés. Más tarde, registraron problemas de calidad de los activos cuando la desregulación permitió inversiones especulativas. Como resultado, en América el sector de las cajas de ahorro se ha reducido. La participación de las entidades de ahorro en la concesión de créditos hipotecarios y la inversión de estas entidades en títulos MBS y REMIC se han reducido de manera significativa.

Las fuerzas del mercado han permitido el florecimiento del mercado de concesión de préstamos hipotecarios y el mercado de inversión en títulos MBS/REMIC a pesar de la reducción de la participación de las entidades de ahorro. Las filiales hipotecarias de los bancos comerciales han aumentado espectacularmente su participación en el mercado de origen mientras los bancos comerciales, los bancos extranjeros, los fondos de pensiones y las mutualidades han aumentado sus inversiones en títulos MBS/REMIC.

Una de las razones del crecimiento de las inversiones de los bancos comerciales en títulos MBS/REMIC ha sido la necesidad de obtener activos de calidad para reducir las dotaciones por coeficientes de capital de los bancos impuestas por las directrices sobre capital-riesgo de reciente implantación. Los créditos comerciales figuran en la categoría del 100% de riesgo mientras los MBS de Fannie Mae y Freddie Mac figuran con un 20%. Los MBS de Ginnie Mae están en la categoría 0%. Esto significa que los créditos comerciales requieren cinco veces más capital de apoyo que la mayor parte de los MBS y REMIC *pass-through* de las agencias federales.

Las consideraciones sobre capital-riesgo son así mismo una buena razón por la que los bancos comerciales japoneses han estado comprando MBS de Fannie Mae a razón de 3.000 millones de dólares mensuales durante el año pasado. Una ponderación baja del riesgo junto con unos rendimientos elevados han hecho de los MBS de Fannie Mae una inversión atractiva para los bancos japoneses. Éstos se convertirán con el tiempo en grandes compradores de títulos REMIC.

Las instituciones del mercado secundario como Freddie Mac no han experimentado los problemas a los que se tuvo que enfrentar el

sector del ahorro. Las rigurosas normas sobre aseguramiento y las técnicas de gestión de activo/pasivo les permitieron evitar semejantes problemas. Además, la necesidad de cumplir con requisitos más rigurosos en cuanto a capital ha forzado a muchas cajas de ahorro a reducir sus carteras de crédito hipotecario con lo que se ha dirigido un mayor número de operaciones hacia Fannie Mae y Freddie Mac.

En el sector REMIC, el gran acontecimiento ha sido el empleo de los llamados tramos PAC y TAC. Un bono PAC/Planned Amortization Class (Clase con Amortización Planificada) garantiza pagos mensuales fijos siempre que la amortización anticipada de los préstamos colateralizados entre en las tasas previstas cuando se emite el REMIC. Esta estabilidad del flujo de caja se logra dando a los pagos del principal de los bonos PAC prioridad superior a la de las otras clases de títulos REMIC. Los TAC/Targeted Amortization Class (Clase con Objetivo de Amortización) difieren de los PAC en que su protección en cuanto a amortización anticipada es asimétrica. Los TAC típicamente disfrutan ante la amortización anticipada de una protección similar a la de los PAC pero alargan su vencimiento si la amortización anticipada es más lenta de lo previsto.

Los tramos PAC y TAC ha dominado como tipos de títulos emitidos a través del REMIC.

PERSPECTIVAS DE LA TITULARIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS EN ESTADOS UNIDOS

Se espera que se mantengan las tendencias presentes:

- Fannie Mae y Freddie Mac, con su capacidad de prestar apoyo crediticio y normas de uniformidad, seguirán a la cabeza de las emisiones de MBS *pass-through* sobre créditos hipotecarios convencionales.
- Fannie Mae y Freddie Mac, merced a su capacidad de tratamiento de los créditos convencionales, conservarán el liderazgo en la emisión de títulos REMIC.
- Los originadores especializados, como las compañías hipotecarias y las filiales hipotecarias de los bancos comerciales, aumentarán su cuota de mercado de concesiones a expensas de las cajas de ahorro.
- Los bancos comerciales tanto nacionales como extranjeros, obligados por la normativa sobre capital, los fondos de pensiones, para cuyos activos se prevé un rápido crecimiento, y el sector doméstico,

a través de las mutualidades, además del sector exterior en general, aumentarán su compra de títulos MBS/REMIC.

- Se desarrollarán nuevos tramos REMIC para atender a las preferencias cambiantes de los inversores.
- El interés de los inversores extranjeros ajenos a los bancos comerciales seguirá creciendo.

LOS FONDOS DE PENSIONES Y EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS

José Gabriel Varela Morgan*

Me siento muy honrado de ocupar esta tribuna. Agradezco sinceramente la invitación que me extendieron los organizadores de este encuentro. Quisiera que mi exposición permitiera a todos ustedes compartir la experiencia modernizadora que se llevó a cabo en Chile en materia de reforma previsional y de sistemas de financiamiento de viviendas.

En definitiva, ambas modernizaciones —que fueron enteramente independientes entre sí— terminaron complementándose al abrir un amplio mercado para títulos financieros de largo plazo, que son los más indicados para canalizar los recursos previsionales por una parte, y los más indicados, también, para financiar la adquisición de viviendas en los sectores de ingresos medios.

El tema sobre el cual se me ha solicitado exponer apunta precisamente a esta complementación y se refiere a los fondos de pensiones y el mercado secundario de hipotecas. Sobre este último particular, he entregado a los organizadores de este encuentro un trabajo que expone con un cierto grado de detalle la evolución de la experiencia chilena en materia de financiamiento a largo plazo para fines habitacionales.

En ese estudio se consignan antecedentes sobre la situación imperante en mi país hasta el año 1960, época en que se creó el Sinap, Sistema Nacional de Ahorros y Préstamos. Se evalúa así mismo la experiencia del Sinap durante los años que rigió —fueron en total unos 18 años— y se describen los mecanismos vigentes en la actualidad para conceder créditos a largo plazo a los compradores de viviendas. En su parte más sustantiva, el estudio analiza la forma como opera el merca-

* Abogado de la Universidad Católica de Chile, director de la Uniapravi por Chile y gerente de la Banca de Personas BHIF de Santiago de Chile.

do secundario de las hipotecas, poniendo especial énfasis en la naturaleza de los agentes que configuran ese mercado.

Como espero que el trabajo al cual me refiero esté al alcance de todos ustedes, me gustaría en esta exposición ahorrarme los tecnicismos y detalles que conectan funcionalmente en Chile a los fondos privados de pensiones con el mercado secundario de hipotecas. En otras palabras, me gustaría centrar mi exposición en las ideas más generales de este tema y en el impulso modernizador que hizo posible en mi patria una recíproca y ventajosa cooperación entre el área de la previsión y el área de la vivienda.

Prácticamente hasta el año 1981 estas dos áreas operaban en Chile en forma completamente separada. De hecho, ni siquiera existían los fondos privados de pensiones, que son el producto de la reforma previsional que se puso en marcha precisamente ese año, en el mes de mayo.

Por una parte, nuestra previsión era un área totalmente confiscada por la acción del Estado. La actividad estatal en este campo se traducía en gestión directa sobre una infinidad de institutos, cajas y regímenes previsionales distintos; todos los cuales en forma segmentada y discriminatoria imponían a los trabajadores un modelo de seguridad social deficiente, monopólico y muy poco equitativo.

En principio la previsión chilena estaba organizada sobre la base del sistema de reparto, supuestamente más solidario, en virtud del cual las jubilaciones a los pensionados son financiadas principalmente con los recursos que se les descuentan mes a mes a los imponentes. La verdad es que de solidario el sistema sólo tenía su retórica, puesto que era abiertamente discriminatorio, injusto y poco equitativo. Según la concepción del sistema de reparto, la jubilación futura de los imponentes de hoy será financiada con las imposiciones que deberán hacer en su momento los futuros imponentes de mañana.

Ésa era la situación en lo que concernía a la previsión.

En lo que se refería a la vivienda, la situación era en cierto modo semejante, porque también en este tema la acción del Estado, durante largo tiempo, resultó también muy decisiva.

Decisiva porque, en mayor o menor medida, todas las cajas e institutos previsionales públicos contemplaron, entre los beneficios a sus imponentes, la realización de ventajosos y en el fondo muy privilegiados planes habitacionales, dado que los préstamos no contenían cláusula de reajustabilidad alguna, lo cual, en una economía hiperinflacionaria como la nuestra, equivalía a regalar gran parte del valor de los inmuebles.

La acción del Estado en el sector habitacional fue también decisiva porque en 1960 el gobierno organizó el Sinap. La iniciativa —gestada en el marco de la Alianza para el Progreso— nació para responder a las aspiraciones habitacionales de los sectores de ingresos medios. Este sistema, que consultaba un mecanismo relativamente sensato de reajustabilidad, se expandió con rapidez y, de hecho, entre 1968 y 1973 cursó en promedio unos 15.000 préstamos habitacionales anuales, una cifra atendible para un país pequeño como el nuestro.

Desgraciadamente tal expansión no fue muy sana. Y no lo fue porque en realidad el crecimiento se basó en el monopolio legal de la reajustabilidad para los depósitos a corto plazo captados por el sistema. Durante diez años, entre 1964 y 1974, nadie en Chile —salvo las entidades del Sinap— podía captar dineros reajustables. No lo podían hacer ni los bancos ni otra clase de agentes financieros.

Pues bien, como la inflación era alta y este canal era el único legalmente reconocido a los inversionistas para poner sus fondos a cubierto de la desvalorización monetaria, al sistema no le faltaron recursos operacionales mientras se mantuvo el monopolio de la reajustabilidad de los depósitos.

Me interesa a estas alturas dejar muy en claro un factor claramente restrictivo de la economía chilena de ese entonces. Hasta el año 1974, tal vez uno de los rasgos más característicos de la economía de mi país era la inexistencia de un mercado de capitales operativo y eficiente. La tasa de interés estaba controlada por la autoridad. El crédito era selectivo. La banca cumplía funciones intermediadoras muy modestas. Los agentes financieros tenían un margen de acción absolutamente reducido. Y, siendo así, el mercado de capitales era una realidad muy minúscula, aparte de distorsionada.

La inexistencia de un mercado de capitales vigoroso era consecuencia del intervencionismo económico estatal. También era consecuencia de un sistema previsional estatista que operaba con escasos márgenes de inversión, puesto que la mayor parte de los recursos que recaudaban iban a financiar las pensiones de quienes en ese momento estaban jubilándose. Sólo el dinero remanente —si es que no se ocupaba en préstamos forzosos al Estado, una práctica muy habitual— podía invertirse y a menudo se invertía muy mal: lo normal era comprar activos que pasaban a ocupar distintas reparticiones del Estado, o construir edificios que las cajas vendían sin cláusula de reajustabilidad, o adquirir fundos, teatros o balnearios para que unos pocos imponentes los disfrutaran... En pocas palabras, los fondos se administraban de mala ma-

nera. Así las cosas, quedaba poco dinero en la antigua previsión para llevarlo al mercado o invertirlo en títulos a largo plazo que fuesen seguros y rentables.

La inexistencia de un mercado de capitales constreñía por su parte —como es lógico— el desarrollo del mercado habitacional chileno. No existiendo la instancia natural de asignación de recursos que es el mercado, el Estado tuvo que inventar el Sinap, que como he dicho operó con cierta efectividad durante algunos años.

Pero, cuando en 1975 el sistema perdió el monopolio legal de la reajustabilidad de los depósitos a corto plazo, todo su andamiaje hizo crisis. ¿Qué ocurrió? El sistema hizo crisis por una razón muy sencilla: sus pasivos —esto es, los dineros que el sistema captaba— estaban a la vista y podían ser retirados en cualquier momento, en tanto que sus activos, es decir, los préstamos habitacionales, eran a muy largo plazo. Como llegó un momento en que los retiros eran superiores a los ingresos, el Estado —que había concebido el sistema— tuvo que acudir a socorrerlo con sumas cada vez más importantes, a partir del año 1975, para proporcionarle la liquidez que ya no tenía.

Ahora bien, la pregunta que uno puede formularse es ineludible. ¿Por qué se le quitó el monopolio de la reajustabilidad al sistema? ¿Por qué se actuó así, si no había que ser muy perspicaz para advertir que sin ese privilegio el Sinap difícilmente iba a poder sobrevivir?

La respuesta está en que el gobierno no estaba dispuesto a seguir apoyando al sistema y quería abrir este campo a la iniciativa privada, poniendo fin a la participación en el mercado de las asociaciones de ahorro y préstamo. La respuesta está también en que al gobierno le interesaba crear un mercado de capitales lo más amplio y lo menos discriminatorio posible. Tan pronto como ese mercado comenzó a abrirse, se puso de manifiesto que la banca —que operaba en diversas áreas de negocios, y no como el Sinap que operaba sólo en una— iba a estar en condiciones de pagar a los ahorrantes e inversionistas mejores tasas de interés que el Sinap y que otros agentes competidores.

Así ocurrió efectivamente y el Sinap fue desmantelado en cosa de pocos años. La experiencia sin duda resultó dolorosa. No obstante la debilidad estructural que tenía en el descalce de sus activos y pasivos, el sistema había acumulado durante su trayectoria una experiencia especializada bastante valiosa. Ese capital en parte se frustró. En alguna proporción, sin embargo, logró ser recuperado por la banca, que a partir del año 1977 comenzó a incursionar en el mercado del financiamien-

to habitacional, ahora sobre bases más sólidas que aquellas sobre las cuales había operado antes el Sinap.

¿Qué tanto más sólidas?, uno puede preguntarse.

En realidad, bastante más sólidas y sanas. De partida, porque el nuevo sistema de financiamiento habitacional de los bancos operó sobre la base de una estricta correlación entre activos y pasivos.

Tal correlación o paridad fue asegurada a través de un instrumento financiero —llamado letra de crédito hipotecaria— que es reajutable, al portador, y que se recupera o se redime con el pago de cupones de amortización e interés periódicos. Estos instrumentos —garantizados por primeras hipotecas sobre bienes raíces— son emitidos por los bancos al conceder un préstamo para adquirir una vivienda. El préstamo, que no puede exceder del 75% del valor de la tasación de la propiedad por hipotécase, es otorgado al comprador de la vivienda, no en dinero efectivo, sino en letras hipotecarias que él debe transferir en el mercado para pagar el precio convenido al vendedor.

La liquidación de las letras hipotecarias en el mercado secundario es por lo general una operación bursátil de gran transparencia. Este aspecto es importante, puesto que por lo general trabajamos con inversionistas institucionales de peso y gravitación. Para proceder a liquidar las letras hipotecarias, se inscribe la transferencia en una de las ruedas de la bolsa y los instrumentos son adjudicados a quien ofrezca el mejor precio. Como estamos hablando de instrumentos seriados con una tasa de interés de carátula, la que siempre y en todo momento paga el banco emisor al tenedor de la letra, es útil tener presente que el precio al cual el instrumento se venda estará en directa relación con la tasa de interés a largo plazo imperante en ese momento en el mercado.

Esto significa que, cuando la tasa de mercado es de 8 o 10%, si se vende una letra emitida a 12 años plazo y a una tasa de carátula del 6% anual, la transacción se realizará bajo el valor par, porque el inversionista compensará con un menor precio la baja rentabilidad del instrumento. Por el contrario, cuando la tasa de mercado es inferior a la que la letra hipotecaria lleva consignada en su carátula, el instrumento podrá venderse por encima de su valor par. Con frecuencia los inversionistas son renuentes a comprar instrumentos sobre la par, dado que están corriendo mayores riesgos de prepago y de que el instrumento sea rescatado antes de su extinción.

Observemos algunos de los rasgos del sistema de financiamiento habitacional con letras de crédito.

Primero. Los activos y pasivos están expresados en la misma moneda. En efecto, tanto la letra, que representa al pasivo, como el préstamo, que es el activo, están expresados en unidades de fomento, que es una moneda de cuentas dependiente en mi país de las variaciones del Índice de Precios al Consumidor. En buenos términos, es una moneda cuyo valor se ajusta en función de la inflación. La economía chilena es una economía tremendamente indexada —hasta el extremo de que, por ejemplo, gran parte de las rentas de arrendamiento, todas las cuentas de ahorro, todas las pensiones del nuevo sistema previsional y buena parte de los precios, se expresan en Chile en unidades de fomento—. En la actualidad, una unidad de fomento equivale aproximadamente a unos 24 dólares.

Segundo rasgo muy importante. Como lo que presta el banco son letras de crédito y no dinero en efectivo, el plazo de los activos y pasivos no sólo es similar sino idéntico. El deudor, por sí, a través de un corredor de valores o valiéndose de los servicios del propio banco, debe liquidar estos instrumentos en el mercado secundario para pagar al vendedor de la vivienda. Cuando éste no esté interesado en darse por pagado con las letras hipotecarias. Desde el momento de la emisión de los instrumentos financieros, el deudor queda obligado a pagar su crédito mes a mes de manera anticipada y —por su parte— el inversionista tiene derecho a cobrar trimestralmente los cupones de amortización e intereses de la letra hipotecaria en que ha invertido. El sistema está concebido de manera tal que el valor del primer cupón es exactamente igual a la suma de los tres primeros dividendos del préstamo. En otras palabras, es el propio deudor quien, al pagar sus dividendos mensuales, proporciona al banco emisor los recursos necesarios para pagar los cupones a su vencimiento. Por lo tanto, el único riesgo financiero que asume el emisor es tener que financiar con otros recursos la eventual morosidad de los deudores.

Otro rasgo más, el tercero. El sistema de financiamiento con letras hipotecarias es versátil y admite operar a muy distintos plazos y a diferentes tasas de interés. No todos los compradores pueden obtener su vivienda en el mismo número de años. No siempre el mercado es todo lo estable que quisiéramos y de hecho se impone la necesidad de estar emitiendo letras hipotecarias a distintos plazos y con diversas tasas de interés, en función del comportamiento del mercado.

Ahora bien, fíjense ustedes que con la puesta en marcha de este nuevo sistema de financiamiento habitacional, comienza a desarrollar-

se en Chile un mercado de capitales con títulos financieros privados a largo plazo.

Desde luego este desarrollo no fue fácil, por varias razones. No fue fácil porque durante los años setenta tuvimos una banca orientada casi exclusivamente hacia el corto plazo. No fue fácil porque la industria aseguradora en el Chile de entonces era todavía poco relevante. No fue fácil porque ni las personas ni las empresas tenían la costumbre de invertir a más de un año. No fue fácil, en fin, porque estaba muy menguada la capacidad de absorción de instrumentos financieros del viejo sistema previsional.

Pues bien, como las obstrucciones eran múltiples y resultaba impostergable la necesidad de echar a andar el nuevo sistema de financiamiento habitacional —extendiendo de paso el horizonte de plazos con que operaba el mercado interno de capitales— el Banco Central de Chile estableció durante algún tiempo un poder comprador de letras de crédito que cumplieran determinadas condiciones. Triunfo del principio de subsidiariedad en la acción del Estado. Lo que es necesario para el bien común y no puede ser realizado por los particulares debe ser hecho por el Estado. Así se hizo en esa oportunidad y la experiencia fue positiva.

Las condiciones que se establecieron para que el Banco Central comprara las letras hipotecarias hacían relación con un cierto monto máximo por operación, un plazo uniforme (12 años) y una tasa de interés también constante (8% de interés y 4% de comisión para el emisor). Para este efecto el Banco Central destinó entre los años 1977 y 1980 la suma de 70 millones de dólares.

Ese poder comprador dio el primer empujón al sistema. En realidad fue una buena solución porque, además de entregarle al Banco Central papeles con una rentabilidad atractiva, proporcionó a los agentes financieros una señal certera de confianza y de compromiso de la autoridad económica con el financiamiento de viviendas con letras hipotecarias.

Tan pronto el Banco Central comenzó a comprar estos instrumentos, los bancos pudieron ir emitiéndolos en forma cada vez más considerable y decidida. Paralelamente, las entidades bancarias se dieron al trabajo de ir abriendo mercados adicionales y complementarios al del Banco Central para las letras hipotecarias. Así fueron interesándose en esta alternativa de inversión los rentistas particulares, las cajas de previsión que ya entonces estaban siendo manejadas con más racionalidad y distintos agentes financieros, como los fondos mutuos de renta fija.

Los bancos tuvieron éxito en este empeño. Los favoreció el proceso de saneamiento y estabilización que vivió la economía en los últimos

años de la década de los años setenta. Las cosas estaban marchando bien y existía una euforia que precipitó el recalentamiento de la economía, hacia el año 1982. En todo caso, el Banco Central se fue retirando gradualmente del rol de soporte del financiamiento hipotecario de viviendas y ya a fines del año 1980 dejó de comprar instrumentos. Se estimó que su intervención a esas alturas ya no era necesaria y que a partir de ese momento el sistema podía mantenerse en pie y caminar por sus propios medios. Este diagnóstico no fue errado y desde entonces el sistema ha caminado por sí mismo, sorteando incluso la aguda contracción que registró la economía chilena entre los años 1982 y 1984.

Saneado y estabilizado el sistema privado de financiamiento de vivienda, quisiera invitarlos ahora a dar una mirada muy global y muy sumaria a la modernización que se hizo en Chile, del sistema previsional. Ésta fue una de las iniciativas más exitosas del gobierno anterior y es una de las transformaciones que mayor interés suscita en los observadores extranjeros. Creo que es necesaria esta mirada porque nos va a entregar antecedentes que son importantes para comprender en todo su alcance la interacción de los fondos de pensiones con el mercado secundario de hipotecas.

En realidad, el factor decisivo para la expansión del mercado secundario de hipotecas fue la reforma previsional aprobada en mi país en noviembre de 1980.

La iniciativa correspondió a una aspiración nacional largamente sentida. Probablemente en pocos temas la sociedad chilena había logrado semejante grado de consenso, tanto respecto de la conciencia, en orden a que el sistema previsional era un desastre, como respecto del imperativo histórico de reformarlo.

El porqué, a pesar de tal unanimidad de percepciones, la reforma se dilató por espacio de décadas —y hasta antes del gobierno pasado nunca pudo llevarse a cabo— entrega uno de los testimonios más reveladores de la incapacidad del sistema político que sucumbió en 1973 para dar efectiva respuesta a los problemas del país. Todos coincidían en la necesidad de la reforma pero ninguna administración consiguió llevarla adelante, no obstante que en el lapso de 25 años se rotaron en el poder un gobierno de corte populista, un gobierno derechista, un gobierno centrista y un gobierno socialista.

¿Por qué tanta dificultad para un cambio tan deseado? Por una razón muy simple. Porque el antiguo sistema previsional era un enorme campo de privilegios e intereses creados. Hasta el año 1979 existían en Chile 32 institutos previsionales. En sólo tres de ellos, sin embargo (Ser-

vicio de Seguro Social, Caja de Empleados Particulares y Caja de Empleados Públicos), se concentraba más del 94% de los imponentes. En conjunto, las 32 Cajas de Previsión administraban más de 100 regímenes de previsionales distintos, caracterizados por una gran variedad de exigencias para jubilar y —tanto como eso— por diferencias literalmente siderales entre los beneficios que aseguraban unos y otros. En definitiva, el mapa de la antigua previsión chilena entregaba el perfil de privilegios de los distintos grupos de presión que existían en Chile y que eran capaces de lograr ventajas para sí en perjuicio de los demás y, muy especialmente, a costa de los más débiles.

El viejo sistema previsional chileno se fue debilitando y degradando por efectos de múltiples factores. Desde luego, fue un blanco preferido de la demagogia política. Nada resulta tan fácil y tan rentable políticamente como ofrecer beneficios inmediatos que deberán ser financiados por generaciones futuras. Acceder a “conquistas previsionales” pareciera en lo inmediato no tener mayor costo y así fue como el sistema se fue llenando de prebendas y de hijuelas de discriminación.

El sistema, por otra parte, fue fallando porque en el fondo daba fuertes incentivos para subdeclarar ingresos durante la mayor parte de la vida activa de los imponentes, puesto que las pensiones se calculaban sólo sobre la base de las remuneraciones obtenidas durante los últimos años de trabajo. Siendo así, el ideal, tanto para el patrón como para el empleado, era imponer por muy poco, dado que, para los beneficios que se conseguían al jubilarse, daba lo mismo imponer mucho o poco durante casi toda la vida laboral.

Hay otra razón más de fondo que explica el fracaso de la antigua previsión chilena. Esa razón se refiere a la falta de correlación que existía entre los deberes que imponía y los beneficios que podía entregar. Al no contemplar ningún nexo efectivo entre los aportes, por un lado, y los beneficios, por el otro, el sistema de reparto dejaba la puerta abierta a presiones de grupos y apetitos egoístas. Como alguien lo ha señalado, “no se necesita tener una opinión especialmente sombría sobre la condición humana para establecer que —frente a semejantes reglas de juego— la mayoría de la gente tratará de hacer mínimos los aportes y máximas las ganancias”. Esa reacción podrá ser motivo de escándalo para el puritanismo, pero es la predecible en la realidad. Y un sistema que no tome en cuenta este hecho es a la larga un muy mal sistema.

El nuevo régimen de pensiones —concebido por el Decreto-Ley 3500 de noviembre de 1980— comenzó a operar en mi país seis meses

después, en mayo de 1981. Se trata de un régimen traspasado de lado a lado por los conceptos de libertad de opción y de competencia.

Según el ministro que promovió esta reforma, el economista José Piñera, los pilares del nuevo sistema fueron básicamente tres. *Primero*: la libertad de opción, en oposición a las alternativas de sello monopolístico. *Segundo*: la capitalización individual, en oposición al sistema de reparto. Y *tercero*: la administración privada de los fondos, en oposición a la administración estatal.

Descontado que el sistema establece para los trabajadores la obligatoriedad de cotizar en su cuenta individual, de allí para adelante todo es opcional y competitivo. Los trabajadores del antiguo sistema tuvieron la alternativa de permanecer en él o de cambiarse al nuevo régimen. Esta opción desde luego era sólo para ellos. Quienes ahora se incorporan al mercado del trabajo ya no pueden entrar a la antigua previsión, que se está extinguiendo. Los trabajadores, en seguida, pueden afiliarse a la Administradora de Fondo de Pensiones, AFP, que deseen. Pueden cambiarse a otra cuando quieran. La afiliación es siempre una decisión individual, nunca de grupos ni colectiva. Las AFP compiten entre sí en costos y en servicios para captar nuevos afiliados y para retener a los que ya tienen.

El esquema de la capitalización individual —que es el segundo pilar del sistema— rescata la correlación que no existía en nuestra antigua previsión: la correlación entre aportes y beneficios. A raíz de esto, ahora hay un incentivo para que los trabajadores no acepten la subdeclaración de ingresos. Ahora hay incentivos para que —quienes pueden hacerlo— ahorren más. Un buen ritmo de acumulación de fondos en la cuenta individual significa a la postre una mejor pensión en el futuro e incluso la posibilidad de pensionarse antes de cumplir la edad requerida por el sistema, 65 años en el caso de los hombres y 60 en el de las mujeres.

La administración privada de los fondos de pensiones —el tercero de los pilares del sistema— fue la innovación que en su momento recibió la mayor cantidad de críticas y repudios. Pero para los arquitectos del nuevo sistema era una innovación necesaria si se quería llegar a una previsión realmente ágil, moderna y efectiva. Incluso se descartó la idea de soluciones híbridas —como pudo serlo, por ejemplo, autorizar la constitución de cooperativas para que operaran en este campo— porque se quería contar con empresas que tuviesen claramente dueños y que fuesen capaces de responder a presiones fuertes de eficiencia y de competitividad. Nada obsta a que los trabajadores constituyan su

propia AFP —y de hecho ya han constituido varias— pero la ley quiere que estas entidades tengan dueños y tengan accionistas claramente determinados, preocupados por la eficiencia de su empresa.

El nuevo régimen de pensiones chileno neutraliza con dispositivos especialmente efectivos los evidentes envueltos en el hecho de que empresas privadas administren los ahorros previsionales de miles de trabajadores. Entre esos dispositivos vale la pena mencionar los siguientes:

En primer lugar, una completa y absoluta separación entre el patrimonio del fondo de pensiones y el patrimonio de la sociedad administradora. Si una administradora se descapitaliza o va a la quiebra por mala gestión, el fondo de pensiones permanece intacto y puede ser traspasado a otra administradora. La Ley obliga que la administradora mantenga los instrumentos financieros de su portafolios en custodia en el Banco Central de Chile.

En segundo lugar, el nuevo régimen de pensiones consulta una severa normatividad relativa a las inversiones hacia las cuales las administradoras pueden canalizar los fondos de pensiones. Obviamente ellas no pueden invertir en negocios especulativos. Cuando el sistema se puso en marcha, las alternativas de inversiones estaban bastante limitadas a papeles del Estado y títulos bancarios de renta fija exentos en la práctica de todo riesgo. Con el tiempo las alternativas de inversiones han logrado diversificarse. En una etapa intermedia, los fondos de pensiones se abrieron tímidamente a los bonos y *deventures* de empresas solventes. Después se aceptó que los fondos de pensiones inviertan en alguna proporción en títulos bursátiles de empresas de primera categoría y debidamente calificadas. Recientemente se han aprobado normas que permiten a las AFP invertir parte de los fondos de pensiones en el extranjero.

Otro de los resguardos a la integridad de los fondos previsionales de los trabajadores —sería el tercero que menciono— está representado por la eficiente fiscalización que lleva a cabo la superintendencia del sector. Las actividades del nuevo régimen de pensiones son extremadamente transparentes. Las administradoras sólo pueden ofrecer pensiones por concepto de vejez, invalidez o sobrevivencia. Es en esta pista —y únicamente en esta pista— donde deben competir. No pueden, por ejemplo, ofrecer planes de bienestar, ni refugios para las vacaciones, ni sorteo de vehículos para la Navidad, ni planes habitacionales, ni cosas que se les parezca. El sistema es único, igual para todos y no hay discriminaciones entre categorías de trabajadores. Las AFP compiten en servicio y en eficiencia. ¿Cómo se mide esta eficiencia? Mediante dos

conceptos: por los precios de administración que cobran y por el ritmo al cual se van multiplicando los fondos que ellas manejan.

Los ingresos que obtienen las AFP están representados exclusivamente por las comisiones que cobran a sus afiliados y que cargan a la cuenta individual de cada cual en forma periódica. La ley dispone que las comisiones deben ser idénticas para todos los afiliados a una misma AFP.

La tasa de cotización para el financiamiento de las pensiones es única y la ley la fijó en un 10% de la renta imponible. Es de estos recursos de donde saldrán con el tiempo las pensiones. En la cuenta individual de cada trabajador se acumulan las cotizaciones que él realiza y las utilidades generadas por las inversiones efectuadas con esos fondos.

Queda en claro, entonces, que el primer objetivo y el más importante de las AFP es obtener la mayor rentabilidad posible para los afiliados en las inversiones del fondo de pensiones que administran. Será ésta la mejor manera para distinguirse de las demás AFP. Será también la mejor ventaja competitiva que puedan exhibir. Y esa buena rentabilidad será a la larga la mejor publicidad que puedan realizar para atraer a nuevos afiliados.

Una vez que el cotizante cumple los requisitos para poder pensio-narse, tiene tres opciones a su elección:

Renta vitalicia inmediata. Esta opción significa que el saldo de la cuenta de capitalización se transfiere a una compañía de seguros de vida —la que el cotizante elija, porque aquí también la libertad individual manda— para asegurarle a él una pensión mensual fija, expresada en unidades de fomento y, llegado el caso, una pensión de sobrevivencia para sus beneficiarios.

Renta temporal con renta vitalicia diferida. Esta posibilidad entraña una solución mixta. En este caso el afiliado divide sus fondos. Con una parte de ellos contrata con una compañía de seguros una renta mensual vitalicia que comenzará a operar en una fecha futura estipulada en el contrato. Con la otra parte de los fondos el afiliado en vías de pensio-narse conviene con la AFP un plan de renta temporal hasta el momento en que entre a percibir la renta vitalicia.

Retiro programado. Supone el pago de una pensión mensual en unidades de fomento según un programa preestablecido y recalculado anualmente.

Aunque el régimen privado de pensiones ha sido criticado como expresión del egoísmo libremercadista que lo habría inspirado, la verdad es que el sistema es parte de la red social de nuestra economía

social de mercado. El objetivo de tal red social es proveer a los más débiles y a los más pobres ciertos mínimos asistenciales —de salud, vivienda, educación y seguridad social— para la cobertura de necesidades básicas. Nadie puede quedar por debajo de esos mínimos.

La principal expresión de la red social en el sistema previsional es la pensión mínima de vejez, invalidez y muerte, garantizadas por el Estado. Este beneficio favorece a todos los que al momento de pensionarse —y siempre que hayan trabajado por 20 años al menos— tengan acumulados ahorros tan exiguos que sólo podrían cobrar una pensión de monto insuficiente para cubrir necesidades mínimas. Pues bien, en ese caso el Estado se obliga a complementar los ahorros del beneficiario para que pueda cobrar una pensión mínima. Cuando se dictó la reforma previsional, además, se creó una pensión asistencial para ancianos en extrema pobreza, la cual no está relacionada con los años de trabajo.

En la práctica, el establecimiento del nuevo régimen de pensiones no sólo ha significado la creación de una enorme fuente de recursos líquidos a largo plazo; también ha significado un importante desarrollo del negocio de los seguros de vida. Porque son las compañías de seguros las que cubren a los afiliados del régimen privado de pensiones de los riesgos de invalidez y las que cubren a las familias (a la esposa y a los hijos) del riesgo de muerte del trabajador. Para financiar estos seguros los afiliados aportan un porcentaje de sus remuneraciones imponibles que oscila entre el 4 y el 4.5%.

Pues bien, hoy en día, sumando los recursos que manejan las AFP y las compañías de seguros de vida relacionadas con la previsión, se llega a cifras del orden de los 14.000 millones de dólares. Las proyecciones indican que hacia el año 2000 el ahorro financiero canalizado por el nuevo régimen previsional llegaría a unos 22.000 millones de dólares, lo cual equivaldrá a una proporción del orden del 50% de PGB que debería tener nuestro país para ese entonces.

La experiencia que deja el nuevo régimen de pensiones es muy exitosa. Por ahora el sistema encontró amplia acogida entre los trabajadores. Sólo en sus primeros meses de vida se incorporó a él el 80% de la fuerza laboral con opción al cambio. Hubo administradoras que en 1981 se organizaron para reclutar 100.000 afiliados en su primer año de rodaje y que completaron esa cifra antes de cumplir un mes funcionando. Los trabajadores que en su oportunidad se trasladaron del viejo al nuevo sistema previsional tuvieron lo que se llama un bono de reconocimiento, que es un título en el cual el Estado reconoce la deuda que las antiguas cajas previsionales tenían con el imponente, por todas las co-

tizaciones realizadas durante su vida laboral. El bono de reconocimiento —para cuyo cálculo se trabajó varios años— tiene una rentabilidad del 4% al año y el trabajador sólo puede hacerlo efectivo al momento de pensionarse por vejez, invalidez o sobrevivencia.

En la actualidad el sistema privado de pensiones cubre a más del 80% de los trabajadores chilenos dependientes, a un buen número de trabajadores independientes, y hay indicadores que son muy alentadores. Por ejemplo, que la rentabilidad de los fondos de pensiones ha sido muy alta —superior al 13% real anual durante la primera década de vigencia del sistema— y que los costos previsionales que paga el afiliado han experimentado sostenidos descensos por efecto de la competencia entre las AFP. No sólo eso: a través de los fondos de pensiones, los trabajadores chilenos han pasado a ser accionistas de las 40 o 50 empresas más promisorias del país y están personalmente asociados al desarrollo de la economía.

Otro dato estimulante es que las pensiones que ha pagado la previsión privada por concepto de vejez, invalidez, viudez u orfandad son entre un 15 y un 90% superiores a las del antiguo sistema. Con el tiempo, estas proporciones deberían ser aún más elevadas porque la previsión privada no está aún en estado de régimen: comenzó a funcionar hace apenas 11 años y quienes se han pensionado ya son, sobre todo, gente que venía del antiguo sistema previsional con un bono de reconocimiento bajo el brazo muy inferior al saldo que podrían haber acumulado si es que sus fondos previsionales hubiesen sido bien administrados.

Lo importante para tener en cuenta en todo caso, para los fines de esta exposición, es que el sistema privado de pensiones permitió realmente expandir de manera espectacular el mercado chileno de capitales. Las dimensiones de este mercado seguirán creciendo en la medida en que por el momento son más —en realidad mucho más— los que ingresan al sistema que quienes se pensionan. Llegará, claro, el día en que esta corriente tienda a equilibrarse y los fondos de pensiones crezcan sólo en función de las nuevas incorporaciones a la fuerza de trabajo y del crecimiento económico del país.

Me gustaría recapitular un poco.

Me he referido hasta ahora a dos grandes modernizaciones económicas. He hablado, por una parte, del saneamiento del sistema de financiamiento habitacional disponible para los sectores de ingresos medios. Y les he contado, por otra parte, a grandes rasgos, los alcances de la reforma previsional realizada en Chile.

Pues bien, creo que ahora podemos unir e interrelacionar estas modernizaciones y verlas como engranajes complementarios de un mismo y gigantesco esfuerzo de desarrollo social.

El sistema de financiamiento habitacional y el sistema privado de pensiones se topan y se encuentran por su propia naturaleza en las instancias de los instrumentos financieros de largo plazo. Las operaciones de financiamiento habitacional por definición son de largo plazo. Las inversiones de los fondos de pensiones y de las compañías aseguradoras de vida se canalizan también, en su mayor parte, hacia papeles de largo plazo, congruentes con el perfil de sus servicios y prestaciones. Deben mantener, por cierto, un margen de inversiones de corto plazo para responder a coyunturas tales como la decisión de un afiliado de cambiarse de AFP, pero en general trabajan con papeles de largo plazo.

Siendo así, no es de extrañar que las hipotecas —lo que nosotros llamamos letras hipotecarias— hayan sido desde un comienzo alternativas muy atractivas e interesantes para los fondos de pensiones.

Cuando el nuevo régimen de pensiones comenzó, en 1981, el *stock* de letras hipotecarias en circulación en Chile era de 1.231 millones de dólares. Al 31 de diciembre del año pasado esa cifra había subido a 2.465 millones de dólares. En una década el mercado había crecido un 50%.

Pues bien, según las cifras oficiales de fines de 1991, el 58% de las hipotecas en circulación estaban en poder de los fondos de pensiones. De un total de 2.465 millones de dólares las AFP habían comprado letras hipotecarias por un total de 1.443 millones de dólares. El saldo fue adquirido por:

Compañías de seguros	388 millones de US\$
Bancos	247 millones de US\$
Fondos mutuos	16 millones de US\$
Otros inversionistas	368 millones de US\$

Ahora bien, no obstante que los fondos de pensiones han tenido una enorme capacidad de absorción de letras hipotecarias y que son, lejos, los principales inversionistas en estos instrumentos, la participación de las hipotecas en la cartera que manejan las AFP ha venido descendiendo gradualmente con el paso del tiempo. A fines de 1986, por ejemplo, las letras hipotecarias representaban el 27% de las inversiones de los fondos de pensiones. Al 31 de diciembre último, en cambio, esa participación había caído al 13.4%. ¿Cómo se explica esto? ¿Cómo se

explica que las AFP sigan comprando letras hipotecarias más que nunca y que, aun así, la participación de estos instrumentos financieros caiga en su portafolios de inversiones? Lo que ocurre es que los fondos de pensiones —precisamente porque, como lo he dicho, el sistema todavía no está en régimen— han estado creciendo con una dinámica impresionante, que es superior a la velocidad de crecimiento de la oferta de hipotecas.

Por otro lado, el descenso de la participación de las letras hipotecarias en el caudal de inversiones de la previsión privada responde a un fenómeno sano. El sistema tiene que avanzar a una más completa diversificación de su portafolio. Así ha estado ocurriendo efectivamente, pero no hay duda de que todavía queda mucho camino por recorrer en esta dirección. Es interesante a este respecto comparar el perfil de la cartera de los fondos de pensiones de los años 1986 y 1991.

Al efectuar esta comparación destaca el hecho de que la participación de los instrumentos emitidos por el Estado ha bajado de un 47 a un 38%. Destaca igualmente la baja experimentada por los depósitos a plazo en bancos, los que también han disminuido de un 25 a un 12%. Por otra parte, llama la atención que a fines de 1991 las AFP habían invertido un 11% de sus fondos en bonos de empresas y un 24% en acciones de sociedades anónimas, inversiones que en 1986 no existían.

Como podemos observar, la diversificación de los fondos de pensiones es mucho mayor que cinco años atrás. La participación de los títulos estatales se ha reducido en el período en un 18.5%, pero obviamente todavía es muy alta. Lo es en gran parte porque el Estado sigue sosteniendo al antiguo sistema previsional, en el que las recaudaciones son cada vez menores y de algún modo hay que financiar las prestaciones y beneficios de los pensionados y de quienes siguen jubilándose en ese sistema. Esa presión sobre el gasto público se va a mantener hasta que desaparezca el último beneficiario del antiguo sistema previsional y va a significar liberar grandes recursos en dirección a objetivos de mayor rentabilidad social: por ejemplo, mejores programas para erradicar la extrema pobreza y mejores planes en salud y educación.

Quisiera referirme ahora a otro mecanismo de financiamiento habitacional que también ha contribuido a fortalecer el mercado secundario de hipotecas y a diversificar riesgos de los agentes e inversionistas que acuden al mercado de capitales.

El origen de este mecanismo adicional está en la reforma de la ley de seguros realizada en 1988 y que permitió a las compañías del sector —y también a los bancos— otorgar o adquirir mutuos hipotecarios en-

dosables que se hubiesen emitido exclusivamente para fines habitacionales: adquisición, ampliación o terminación de viviendas urbanas. Estos mutuos se han convertido en otra alternativa de crédito hipotecario y se han transformado en una interesante alternativa de inversión para los inversionistas institucionales.

El mutuo hipotecario es un título representativo de un crédito respaldado por una garantía hipotecaria.

Hasta la fecha de la mencionada modificación legal, el instrumento de financiamiento privado más utilizado eran las letras hipotecarias. Los mutuos han traído diversificación a este respecto. El instrumento, sin embargo, tiene sus diferencias con las letras hipotecarias. Probablemente la principal estriba en los resguardos que presentan unos y otros. En la letra hipotecaria la garantía existente es doble: garantía del banco que la emite y garantía de las hipotecas que la respaldan. En el caso del mutuo hipotecario, en cambio, la garantía sólo está asociada a la hipoteca y a la solvencia del deudor.

Entre ambos instrumentos hay también diferencias en costo y liquidez. Con todo, no se puede decir de buenas a primeras cuál de los dos es superior. Desde cierto prisma puede ser mejor uno, pero desde otro punto de vista la situación puede ser la inversa. En general el mutuo endosable supera varias de las limitaciones de las letras hipotecarias, pero esto no significa que estén exentos de dificultades.

Tales dificultades se relacionan sobre todo con la liquidez en el mercado secundario. Las letras hipotecarias son instrumentos muy tipificados y fácilmente liquidables. No ocurre lo mismo con los mutuos, sobre todo por el hecho de ser muy heterogéneos. Este rasgo no es un gran problema para los grandes inversionistas institucionales —que mantienen gente estudiando y evaluando permanentemente todos los instrumentos financieros— pero sí es una restricción seria respecto de los inversionistas más pequeños.

Todo hace pensar que este asunto no va a quedar aquí. Los inconvenientes de transacción que tienen los mutuos se van a resolver y estamos estudiando en estos momentos las soluciones adecuadas.

En efecto, sobre la base de la experiencia de países más desarrollados en la materia, tenemos la intención de crear un instrumento para fines hipotecarios que, además de ofrecer flexibilidad para deudores e inversionistas, tenga un mercado secundario amplio, porque ésta es la única manera de lograr que el instrumento sea muy líquido. En otras palabras, se trata de lograr un instrumento que conjugue los atributos más ventajosos tanto de las letras hipotecarias como de los mutuos.

Esta posibilidad significa entrar al campo de la llamada "securitización", a través de la emisión de títulos que otorguen derechos sobre los flujos generados por una gran cartera hipotecaria.

Como sabemos, la "securitización" se está volviendo cada vez más corriente en la ingeniería financiera y consiste en dar a ciertas acreencias específicas forma de instrumentos transables. El proceso implica tipificar las acreencias u obligaciones de manera que se puedan transar sin inconvenientes en el mercado secundario.

Los mutuos hipotecarios, no obstante ser instrumentos muy nuevos en Chile, ya registran colocaciones por 95 millones de dólares. Han sido emitidos por bancos y administradoras de mutuos hipotecarios y —por las restricciones que he señalado— casi todos están actualmente en poder de inversionistas institucionales, tales como compañías de seguro y fondos de inversión.

Es interesante observar que si bien los mutuos hipotecarios son idénticos a los préstamos que concedían las antiguas asociaciones de ahorro y préstamo, la gran diferencia estriba en que, en este caso, los recursos con que se financian son de largo plazo mientras que antes, el descalce entre activos y pasivos llevó a la quiebra a las asociaciones.

Como las necesidades de inversión de los fondos de pensiones son cada vez mayores —ya que tienen un crecimiento que a estas alturas es vertiginoso— permanentemente están en estudio iniciativas para ampliar su campo de inversiones.

En este cometido, hace poco se autorizó a los fondos de pensiones para invertir en acciones de sociedades anónimas inmobiliarias de giro exclusivo. Estas sociedades sólo pueden invertir sus capitales en la compra de bienes raíces urbanos no destinados a vivienda y en mutuos hipotecarios de vivienda.

Se estima que, en un futuro no muy lejano, estas sociedades pasarán a cumplir un rol muy importante en el mercado inmobiliario y también en el mercado secundario de mutuos. Ya hay dos sociedades de este tipo que están operando, las cuales han hecho inversiones por unos 30 millones de dólares hasta el momento, sobre todo en bienes raíces para arrendamiento. De los 30 millones, sin embargo, alrededor de un 5% se canalizó hacia los mutuos hipotecarios.

Antes de concluir, corresponde consignar algunas observaciones sobre los fondos de inversión, autorizados a funcionar a mediados del año 1989 y que vinieron a completar el tinglado institucional del mercado de capitales chileno. Los fondos de inversión son patrimonios integrados por aportes de personas naturales o jurídicas para su inver-

sión en valores o bienes que la ley establece y que son administrados por una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los aportantes.

Estos fondos de inversión son muy similares a los fondos mutuos, sólo que en ellos el participante no puede retirar su aporte de la misma manera que en un fondo mutuo. En éstos, como sabemos, las contribuciones de los participantes se expresan en cuotas y quien rescata su aporte lo hace al valor que tenga la cuota en ese momento.

En el caso de los fondos de inversión, la sociedad administradora no asume compromiso alguno de restitución y quien quiera retirarse de él ha de acudir al mercado secundario, para vender su participación. Por lo mismo, los recursos que captan los fondos de inversión son fijos en el tiempo y se mantienen invertidos por todo el período consultado en el respectivo reglamento interno que debe aprobarse en el momento de su constitución.

En nuestra legislación estos fondos de inversión pueden ser mobiliarios, inmobiliarios y de capital de riesgo y, para los efectos nuestros, es interesante destacar que pueden invertir en letras hipotecarias emitidas por bancos, mutuos endosables, bienes raíces urbanos y acciones de sociedades inmobiliarias de aquellas a que me referí atrás.

Hemos visto que en Chile se ha creado un mercado financiero que institucionalmente está muy diversificado y, al mismo tiempo, muy relacionado entre sí. Las instituciones, de una manera u otra, operan en forma complementaria. Entre los interesados por las letras hipotecarias emitidas por los bancos figuran, primordialmente, los fondos de pensiones, los fondos mutuos, los fondos de inversión y las compañías de seguro. Ya he dicho que el 58% de las letras en circulación está en poder de las AFP, pero cabe también señalar que estos instrumentos representan el 13% de la cartera de las compañías de seguro y alrededor del 2% del portafolios de los fondos mutuos.

A su turno, quien emite mutuos hipotecarios endosables, con toda seguridad va a encontrar compradores entre las compañías de seguro, los fondos de inversión inmobiliarios, las sociedades anónimas inmobiliarias e incluso entre los propios bancos. Los mutuos hipotecarios representan casi el 20% de la cartera de los fondos de inversión, casi el 5% de la cartera de las sociedades anónimas inmobiliarias de giro exclusivo y cerca del 3% del portafolios de las compañías de seguro.

Todas estas interrelaciones y estos cruces están garantizando fluidez. El que diversas entidades puedan invertir indistintamente en una amplia gama de instrumentos le da al mercado la dinámica necesaria para irse desarrollando. En condiciones así, nadie puede tener temor

de invertir en papeles de largo plazo, pensando que mañana le será imposible liquidar en condiciones razonables su inversión. En el fondo, todo está dispuesto para que esto no ocurra y para que se pueda operar con toda confianza —indistintamente— en los mercados del corto, del mediano y del largo plazos.

Confío haberles ofrecido un panorama general de la experiencia chilena en materia de fondos de pensiones y mercado de las hipotecas.

Espero que estas observaciones hayan entregado antecedentes sobre la forma en que fuimos creando un interesante mercado secundario de instrumentos de largo plazo, de un tamaño que permite emprender negocios grandes, sin temor a restricciones insalvables para financiarlos.

Como hombre que ha dedicado toda su vida profesional al tema del financiamiento de la vivienda, creo que los progresos que hemos logrado señalan que hemos ido por buen camino y que podremos llegar en el mediano plazo a solucionar el crónico déficit habitacional de mi país.

Al terminar esta exposición —y más allá de la experiencia concreta acumulada en Chile— tal vez pueda ser interesante inferir algunas observaciones de carácter general.

La primera observación, a mi juicio, debería apuntar al imperativo de la liberalización de los mercados. En efecto, el mercado de capitales chileno se articuló una vez que se fueron desmantelando los controles, barreras y restricciones que lo inhibían con políticas erradas. En definitiva, el mercado demostró ser mucho más sabio que todas esas políticas y resguardar mucho mejor los intereses del bien común que, por lo demás, siempre estarán asociados al desarrollo económico y social.

La segunda observación es que cuando no existe un mercado de instrumentos financieros de largo plazo puede ser muy efectivo un impulso inicial por parte del Estado. El poder comprador de letras hipotecarias que abrió el Banco Central desempeñó en Chile un rol indudablemente vitalizador. Vale la pena considerar esa experiencia porque fue ventajosa para todos: para los compradores de vivienda, los emisores, los inversionistas que requieren flujos de largo plazo y el propio Banco Central.

La tercera observación se refiere a una natural afinidad entre los fondos de pensiones y los mecanismos de financiamiento habitacional. Es asunto de imaginación política y financiera concebir los términos en que uno u otro ámbito o sector pueden relacionarse en condiciones de mutua ventaja y mutua seguridad. En Chile se trabajó con realismo y creatividad esa interrelación y la experiencia fue positiva. Pero el nues-

tro no es un modelo, ni mucho menos. Es sólo un precedente que vale la pena tener en cuenta.

La cuarta observación quiere atenuar la impresión que mis palabras pudieran transmitir, doy por descontado que en Chile no todo lo hicimos bien. El desmantelamiento del Sinap fue tal vez un proceso demasiado apresurado. Si bien el sistema nació con un pecado original —descalce de activos y pasivos— a lo mejor este aspecto habría podido redimirse con el tiempo. Por desgracia, en la época en que el problema se planteó y cuando se firmó la sentencia de muerte del sistema, el régimen privado de pensiones todavía no existía. Y, porque no existía, el mercado de capitales era todavía de estructuras muy frágiles y de dimensiones muy modestas. En un contexto un poco más favorable, a lo mejor las asociaciones de ahorro y préstamo podrían haber tenido un camino de salida, por último, a través de su transformación.

La quinta observación quiere mostrar que en economías como las de nuestros países, donde los capitales son escasos, la fuente más importante de recursos de largo plazo está asociada a los fondos previsionales y el ideal es evolucionar a un sistema que permita que estos recursos sean administrados eficientemente y sobre bases racionales que mantengan una cierta paridad entre aportes y beneficios. Esos recursos están llamados a tener una alta rentabilidad económica y una alta rentabilidad social. La experiencia chilena prueba que el interés de los trabajadores, lejos de reñir con la eficiencia económica privada, está profundamente unido a una buena administración de los fondos de pensiones. Prueba también que este interés está íntimamente asociado al desarrollo de todo el país.

La sexta y última observación apunta a señalar que más que de escasez crónica de capitales, los problemas de nuestras economías son sobre todo de condiciones inadecuadas para que los recursos fluyan desde el exterior o se generen internamente. En definitiva no hay países pobres por sentencia irremovible, lo que sí hay son países empobrecidos por sistemas económicos defectuosos, que no aprovechan la energía del mercado, de la empresa privada y de la iniciativa individual.

EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS Y SU APLICACIÓN EN COLOMBIA

Hernán Beltz Peralta*

En la mañana de hoy hemos tenido ocasión de ampliar nuestros conocimientos sobre cómo opera el mercado secundario de hipotecas en los mercados desarrollados e, igualmente, de conocer más detalladamente la evolución del mercado secundario de hipotecas en Chile.

De hecho, para la Bolsa de Bogotá, éste ha sido uno de los temas que desde mediados de 1991 nos ha venido ocupando con mayor intensidad; en efecto, desde ese entonces hemos venido presentándole al país y, en particular, a los intermediarios financieros, las ventajas que desde todo punto de vista tendría el que recurriesen al mecanismo de la movilización de activos ilíquidos que ofrece la titularización. Y hemos sostenido que los beneficiarios del desarrollo de un proceso de esta naturaleza no serían únicamente las entidades financieras que a él recurriesen, sino también y, sobre todo, el conjunto de la economía nacional, la cual podría contar con volúmenes de financiación sustancialmente mayores de los que actualmente dispone, sin que ello supusiese riesgos de desbordamiento inflacionario.

LAS VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN PARA LAS CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA

Desde el punto de vista de las corporaciones de ahorro y vivienda, emitir y colocar en el mercado títulos representativos de la cartera hipotecaria por ellas concedida tendría múltiples ventajas:

* Ingeniero civil de la Universidad Javeriana; magíster en ingeniería civil; fue jefe del Departamento Nacional de Planeación y ministro de Obras Públicas y Transporte.

En primer lugar, al vender a través del mercado de valores los derechos al pago de intereses y del principal que las hipotecas incorporan, las corporaciones estarían allegando nuevos recursos que podrían utilizar para realizar nuevas operaciones activas de crédito; y a ello podrían proceder porque, con la venta de sus carteras, disminuiría la relación de activos de riesgo/patrimonio y, sin aumentar este último, estarían en la posibilidad de ampliar indefinidamente y en función de la velocidad con que roten su cartera, su capacidad de concesión de crédito.

En segundo lugar, la venta de la cartera por parte de las corporaciones de ahorro también implicará una flexibilidad mucho mayor en lo que se refiere a la orientación de los créditos hipotecarios, ya que la cesión de las carteras implica una libertad en cuanto a la asignación de los nuevos recursos allegados hacia el estrato que las corporaciones juzguen más atractivo y que muestre mayor dinamismo.

En tercer lugar, puesto que antes de vender sus carteras las corporaciones han realizado un dispendioso trabajo de exploración de la demanda de crédito y del riesgo hipotecario, tienen derecho de aprovechar parte de la diferencia entre la tasa de captación y la de colocación, derecho que pueden utilizar en el momento de ceder sus carteras con tanta más facilidad, por cuanto en el mercado de valores tendrán que competir contra la tasa de interés pasiva, debiendo pues ofrecer, para encontrar comprador, una rentabilidad que supere esa tasa de interés, pero que de ninguna manera tiene por qué alcanzar el nivel de la tasa activa. La diferencia entre la tasa de cesión de las carteras en el mercado de valores y la tasa a la cual éstas han sido colocadas hará parte de la remuneración a los intermediarios, cuya magnitud, una vez más, será función de la velocidad de rotación de las carteras. En otros términos, la rentabilidad del patrimonio se vuelve potencialmente infinita.

Éstas son algunas de las ventajas que desde el punto de vista de las corporaciones de ahorro y vivienda presenta la titularización, la cual obviamente, también tendría ventajas para los mercados de valores como que, con su desarrollo, se ampliaría y diversificaría la oferta de títulos. Por otra parte, los ahorradores que adquirieran estas carteras serían, igualmente beneficiarios, en la medida en que podrían obtener un mejor nivel de remuneración por sus recursos. Y es evidente que nuestra economía como conjunto, saldrá gananciosa de poder contar con un mayor volumen de financiación, a una tasa de interés compatible con las necesidades de inversión del país.

Es la conciencia de estas ventajas la que nos lleva, en la Bolsa de Bogotá, a convertirnos en activos propagandistas de la titularización.

Pero siendo igualmente conscientes de que, al contrario de lo que ocurre en Estados Unidos con los Ginnie Maes, no contamos en Colombia con agencias gubernamentales que den una garantía de liquidez a los inversionistas compradores de los títulos representativos de cartera hipotecaria, hemos venido proponiendo que la venta de las carteras se efectúe a través de fondos de valores constituidos con ellas, fondos cuya calidad la entidad cedente se compromete a mantener.

Al mismo tiempo, y como propuesta alternativa para el desarrollo del programa de vivienda popular del actual gobierno, hemos sugerido a las autoridades que otorguen una garantía de liquidez a las carteras de vivienda social que las corporaciones decidan mercadear, puesto que consideramos que, con tal garantía, esa cartera podría ser vendida en mejores condiciones por las corporaciones (es decir, a menor tasa).

Ahora bien, estas propuestas las hicimos por primera vez cuando nuestro país aún no contaba con ese elemento fundamental que constituye la recientemente expedida Resolución 645 de la Superintendencia de Valores, resolución que versa, precisamente, sobre el conjunto de aspectos de la titularización y que autoriza expresamente a los intermediarios financieros a movilizar, a través del mercado, sus carteras.

En esta resolución se establece que las corporaciones de ahorro y vivienda podrán ceder, bien sea a un Fondo de valores, a un Fondo común especial o a un Patrimonio autónomo, la propiedad de sus créditos hipotecarios para que, con respaldo en esos créditos, éstos emitan y coloquen en el mercado nuevos títulos valores.

La misma resolución establece que deberá existir algún tipo de garantía o aval sobre el 10% de la cartera movilizada, y que ésta deberá ser objeto de calificación por parte de entidades especializadas en la materia. Con esta resolución se abre, pues, un amplio espectro de posibilidades legales para que se desarrolle el proceso de movilización de carteras. Ella no elimina, empero, la necesidad y la conveniencia que tendría nuestra vieja propuesta de garantizar la liquidez de la cartera de vivienda popular movilizada, propuesta que me permito recordar a las autoridades.

Pero es indudable que la resolución desbroza buena parte del camino para que las entidades financieras comiencen a explotar las posibilidades que la movilización les ofrece. Y estas posibilidades resultan, hoy en día, bastante más interesantes que en el pasado reciente, en razón a que la industria de la construcción viene presentando un marcadísimo dinamismo que podría, de no recurrirse al mecanismo de la titularización, traducirse en una presión sobre la demanda de crédito y

sobre el tipo de interés, de no contar las corporaciones con un expediente para multiplicar su oferta de crédito. Ello podría tener una negativa incidencia sobre el comportamiento del sector de la construcción, cosa de la que, estoy seguro, no será del gusto de nadie.

La titularización es, precisamente, la vía a través de la cual las corporaciones podrían multiplicar su oferta de crédito.

Hay, sin embargo, una serie de aspectos que deben aún ser precisados para que este proceso de movilización de la cartera hipotecaria sea del todo factible; las dos cuestiones que deben precisarse son las de los efectos fiscales que tendría la cesión de la propiedad sobre la cartera hipotecaria a un Fondo de valores, a un Fondo común o a un Patrimonio autónomo, y la cuestión del tratamiento impositivo que se le dará a las ganancias que obtengan los inversionistas en virtud de la eventual valorización de sus portafolios.

En lo que hace al primer punto debe tenerse en cuenta que de lo que se trata es de transferir la propiedad de una cartera hipotecaria, y de que, en esta cesión, lo que las corporaciones ponen en juego es el margen de intermediación, margen que, de ser afectado por el impuesto de timbre, quedaría reducido sustancialmente, haciendo mucho menos atractiva la operación de titularizar. Es, pues, desde todo punto de vista imprescindible que se establezca que en este tipo de cesiones, con objeto de titularizar, no se causará el impuesto de timbre.

Este punto es verdaderamente esencial para que la titularización pueda concretarse. Pero también es importante que se le reconozca a la tenencia de activos titularizados un régimen tributario favorable, especialmente en lo referente a las ganancias de capital, pues se trata de darle fuerzas a un proceso que tendría consecuencias supremamente favorables para el conjunto de la economía, pero que aún se halla en estado embrionario. Pienso, pues, que el régimen a las ganancias de capital que cobije a la tenencia de activos titularizados debe ser el mismo que incluya a la tenencia de acciones y que exima de gravamen a las ganancias de capital obtenidas a través de enajenación por Bolsa.

Soy un convencido de que la evolución futura del negocio de intermediación financiera implicará una utilización mucho más intensa del mercado abierto por parte del conjunto de intermediarios. Es por ello, entre otras razones, por lo que en la Bolsa de Bogotá hemos recibido con placer a nuevos socios, filiales de entidades financieras. El potencial de nuestro mercado, potencial que se verá próximamente incrementado con el cambio en el régimen pensional colombiano, el cual implicará que en 1994 se canalicen cerca de 1.700 millones de dólares,

está a la disposición de ustedes. También está en manos de ustedes aprovechar el inmenso yacimiento de recursos que representan los fondos de inversión de capital extranjero, a los cuales se les ha autorizado invertir hasta el momento 737 millones de dólares, o sea cerca de una cuarta parte del valor de la cartera de las CAV.

Y este mercado, además de ofrecerles la contrapartida ideal para los títulos que ustedes emitan, como son los inversionistas institucionales a los que he hecho referencia, les ofrece también la transparencia, la agilidad y el espíritu de servicio que siempre lo ha caracterizado.

EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS EN EL CONTEXTO DE LOS MECANISMOS DE TITULARIZACIÓN

Luis Fernando López Roca*

INTRODUCCIÓN

Quiero, en primer término, agradecer la amable invitación que el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda ha cursado a la Superintendencia de Valores para participar como panelista en el II Congreso Nacional del Ahorro, evento de especial importancia en el actual entorno económico de nuestro país y que resulta propicio para afianzar esfuerzos en la búsqueda de estrategias que —en lo que concierne al tema que nos ha tocado en suerte comentar— apuntan a la organización de un mercado secundario de hipotecas en Colombia, que a la par de contribuir al crecimiento del mercado de capitales, constituye fuente de financiamiento por excelencia para la actividad de construcción, rehabilitación y adquisición de vivienda, como efecto directo de la canalización hacia ese sector de nuevos recursos de crédito.

EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS. UNA BREVE REFERENCIA

Como es sabido, la noción de mercado secundario de valores se utiliza en general para designar las transacciones que tienen lugar después de la operación de emisión. Pues bien, dentro de tal contexto entendemos que el mercado secundario de hipotecas admite dos acepciones:

En primer término se alude a la búsqueda de mecanismos que permitan a las entidades financieras que conceden crédito hipotecario, en Colombia, fundamentalmente las CAV, recolocar en el mercado la car-

* Abogado de la Universidad Externado de Colombia, especializado en derecho público, financiero y económico de la Universidad de los Andes; superintendente de Valores.

tera hipotecaria emitiendo directamente papeles que incorporan derechos de cuota sobre dicha cartera.

La segunda acepción concibe el mercado secundario de hipotecas como un mecanismo de financiación, por medio del cual se conforman patrimonios contra los cuales se emiten títulos representativos de partes alícuotas del mismo, dada la transferencia en firme de la propiedad de los créditos hipotecarios a un fondo que permite al originador recircular sus activos.

La finalidad del mercado secundario de hipotecas es, en ambos casos, la misma. Busca, de un lado, servir de mecanismo de financiación para la entidad que otorga los créditos hipotecarios, dotándola de una mayor capacidad crediticia. De otra parte, contribuye al robustecimiento del mercado de capitales mediante la creación de nuevos papeles que sirven a los inversionistas y cuya negociación puede efectuarse de preferencia a través del recinto bursátil.

La Resolución 645 de 1992

La creación de un marco de regulación que comprometa a un conjunto de agentes económicos en la liberación de recursos para atender proyectos productivos, a la vez que aumente la oferta de títulos en el mercado de valores, ha sido meta de la Superintendencia de Valores y encuentra su primera expresión en la recientemente expedida Resolución 645 de agosto 14 de 1992, mejor conocida como "Titularización".

El mercado secundario de hipotecas, concebido bajo la óptica de movilización de créditos hipotecarios para la construcción y adquisición de vivienda, a través de la conformación de fondos y patrimonios autónomos a cuyo cargo se emiten nuevos valores, es un mecanismo que permite obtener medios económicos para la concesión de créditos a largo plazo. La Resolución 645, al facilitar la negociación de tales títulos en las bolsas de valores, ha querido propiciar la circulación de los créditos hipotecarios y de suyo la obtención de los resultados económicos esperados, esto es, la disponibilidad de fondos para la realización de nuevas operaciones hipotecarias.

EL MECANISMO DE TITULARIZACIÓN Y LA SUSTITUCIÓN DE ACTIVOS

El mercado secundario de hipotecas, entendido bajo el marco de la Resolución 645 de 1992, implica la sustitución de activos de riesgo de las

entidades del sector financiero, fundamentalmente las corporaciones de ahorro y vivienda, por activos disponibles que pueden ser canalizados hacia nuevos créditos. Por lo anterior, al modificarse la ecuación de patrimonio técnico y activos ponderados por su nivel de riesgo, mejora la capacidad de operación de tales entidades.

Para que los efectos citados se produzcan, es requisito indispensable que los créditos se transfieran, esto es, que a través de contratos de fiducia mercantil salgan del patrimonio de la entidad financiera.

LA OPERACIÓN DEL ESQUEMA DE UN MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS EN EL MARCO DE LA RESOLUCIÓN DE TITULARIZACIÓN

El proceso de titularización, referido al mercado secundario de hipotecas, implica la conformación de fondos o patrimonios contra los cuales se emiten títulos representativos de partes alícuotas del mismo, que pueden ser adquiridos por los inversionistas y negociados en bolsas de valores. Tales patrimonios estarían conformados por conjuntos de créditos hipotecarios de características homogéneas y de especial calidad.

Al analizar el medio adecuado para realizar el mercado secundario de hipotecas, con emisión de títulos de circulación bursátil, se considera que la participación de las sociedades fiduciarias como intermediarios ofrece la estructura ideal en el proceso de conformación de patrimonios y la emisión de derechos o títulos de participación, *dada la amplitud que la ley otorga a su objeto social para el cumplimiento de los encargos que encuentra en la fiducia mercantil un entorno legal inmejorable*. En este sentido, el esquema del mercado secundario de hipotecas requiere la participación de las sociedades fiduciarias que en calidad de "agentes de manejo de la titularización" conforman un fondo o un patrimonio con un conjunto de créditos hipotecarios que les han sido transferidos y emiten los títulos de movilización o derechos alícuotas del mismo.

Conforme a este esquema, el mercado secundario de hipotecas vincularía en su operación a tres tipos de sujetos:

- Entidades financieras o sociedades del sector real, constituyentes del fondo o patrimonio que va a titularizar.
- Sociedades fiduciarias, administradoras del fondo y emisores de los nuevos valores.

- Intermediarios de valores (Sociedades Comisionistas de Bolsa, colocadoras en el mercado de los respectivos valores). También pueden actuar a través de los fondos de valores cuyo portafolio lo constituyan las participaciones a que hemos hecho referencia.

OTRA ALTERNATIVA DE OPERACIÓN DEL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS: EL CASO ESPAÑOL

Experiencia de gran interés en torno al mercado secundario de hipotecas, cuya finalidad apunta a la promoción de la concesión del crédito a largo plazo y, naturalmente, a la financiación de la construcción y adquisición de bienes inmuebles, constituye el desarrollo dado al mercado de títulos hipotecarios en España.

Bajo una perspectiva diversa de la anteriormente comentada, el mercado de valores de España facilita la movilización de créditos hipotecarios permitiendo que las entidades financieras que concedan tales créditos emitan directamente títulos que incorporan derechos de crédito, que tienen la condición legal de títulos valores, a través de los cuales se instrumenta la participación de un tercero en porcentajes alícuotas de un crédito hipotecario. El crédito incorporado en tales títulos vincula al tenedor del mismo con la sociedad emisora directamente, es decir, el título es autónomo e independiente frente al crédito hipotecario. En este sentido la oferta de títulos en el mercado de valores de España fue ampliada con la introducción de bonos hipotecarios, cédulas hipotecarias y participaciones hipotecarias, como nuevos productos financieros.

Aprovechando la experiencia española, en nuestro entender, otra opción que permitiría la operación de un mercado secundario de hipotecas, a la par que permitiría dinamizar la oferta de títulos, fluye del artículo 8o. de la Ley 45 de 1990, en concordancia con el artículo 54 de la misma norma, a cuyo tenor las corporaciones de ahorro y vivienda pueden titularizar su propia cartera emitiendo títulos representativos de créditos hipotecarios, operación que evidentemente haría parte de las "nuevas operaciones financieras" cuya realización, previa autorización de la respectiva junta directiva y aviso dado a la Superintendencia Bancaria, ha sido consagrada a través del artículo 2.1.1.1 del Estatuto Financiero, disposición que incorporó el artículo 8o. de la citada Ley 45.

Al ponerse en marcha esta novedosa operación, las corporaciones de ahorro y vivienda obtendrían mayor velocidad en la rotación de activos de largo plazo, lo cual redundaría en el incremento de la oferta

de crédito. De manera concomitante, las entidades del sector asegurador y otros inversionistas ampliarían la composición de sus portafolios.

Por consiguiente, consideramos que, al lado del esquema de titulización delineado en la Resolución 645, la movilización de créditos hipotecarios directamente por las corporaciones de ahorro y vivienda coadyuvaría la operación del mercado secundario de hipotecas.

Permítaseme aquí una breve digresión legal, y necesaria: en punto a la operación del mecanismo citado y, particularmente, a la administración de la cartera movilizada por parte de la corporación emisora de los títulos, lo que implicaría el surgimiento de una relación fiduciaria entre ella y los adquirentes de los papeles, estimamos que, si bien a partir de la Ley 45 de 1990 se proscribió la prestación de servicios fiduciarios por los establecimientos de crédito, es factible avanzar en la tesis que propugna por que tales operaciones queden cobijadas bajo el amparo del artículo 60. de dicha norma, que permite a esas instituciones realizar operaciones fiduciarias tratándose del recaudo y transferencia de fondos que sean complementarios o vinculados a sus actividades.

En efecto, a nuestro juicio, *y desde luego con profundo respeto de las competencias legales en esta materia y específicamente de las que corresponden a la Superintendencia Bancaria*, opinamos que si bien no existe norma que en forma expresa y concreta faculte a las corporaciones de ahorro y vivienda para expedir tales títulos, una interpretación armónica y sistemática de los artículos 3.1.4.0.3 y 2.1.1.1.1 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, permitiría una solución favorable a partir de las siguientes premisas:

- Si la Ley incluyó a los títulos representativos de créditos hipotecarios emitidos por las corporaciones de ahorro y vivienda dentro de las inversiones admisibles de las entidades del sector asegurador, parecería que implícitamente habría facultado a tales establecimientos de crédito para emitir esos papeles.
- La emisión de títulos representativos de créditos hipotecarios encontraría asidero en la norma general que da competencia a las instituciones financieras para acometer la realización de operaciones financieras novedosas.

Ahora bien, en lo concerniente al régimen de inscripción para su negociación y de la autorización de oferta de los títulos representativos de créditos hipotecarios que, como se ha anotado, podrían ser emitidos

directamente por las corporaciones de ahorro y vivienda, cabe destacar los siguientes puntos:

- En los términos del artículo 6o. de la Ley 32 de 1979 tales títulos harían parte del mercado público de valores, en virtud de los derechos que incorporan, de la emisión serial o masiva de los mismos y de la oferta pública que de ellos haría el emisor.
- No obstante, si bien compete a la Superintendencia de Valores fijar las pautas generales que hagan posible la inscripción en el Registro Nacional de Valores y en las Bolsas, de los valores que se pretenda ofrecer públicamente, estimamos que los papeles mencionados quedarían amparados por la excepción contemplada en el artículo 5o. de la Ley 27 de 1990. En efecto, de acuerdo con la norma citada, “los documentos de carácter serial o masivo que emitan las entidades financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria, en desarrollo de sus operaciones pasivas, se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores para todos los efectos legales, y podrán ser objeto de oferta pública sin que se requiera la autorización de la Comisión Nacional de Valores”.

Así las cosas, estimamos que sería factible entender que el instrumento analizado tenga inscripción automática en el Registro Nacional de Valores y que su oferta pública no requiera la previa autorización de la Superintendencia de Valores.

LA FUNCIÓN ECONÓMICA DEL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS: UNA CONVENIENCIA DEL MERCADO

La importancia de un mercado de participaciones hipotecarias debe contemplarse en función de la economía en su conjunto y no como la conveniencia de determinado sector en condiciones coyunturales.

Es así como el establecimiento de un mercado secundario de hipotecas debe responder a la evaluación de los efectos que registraría la dinámica macroeconómica y los beneficios que reportaría a los establecimientos de crédito y a los inversionistas.

En cuanto al entorno macroeconómico del desarrollo del mercado de hipotecas, puede decirse que su crecimiento afectaría positivamente el financiamiento, tanto en monto como en plazo. Así mismo, contribuiría a la estabilización de la tasa de interés y permitiría a los estable-

cimientos de crédito la mayor captación de recursos, debido a la disminución de la relación de capital adecuado. De otra parte, en el mercado secundario la oferta de valores se vería incrementada, aportando al cierre de la brecha entre oferta y demanda en dicho mercado.

Con relación al nivel microeconómico, para los establecimientos de crédito se podría reflejar en una operación rentable, y para el inversionista del mercado secundario sería una alternativa atractiva que podría incorporar en su portafolio.

MAYORES POSIBILIDADES DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

Una de las principales preocupaciones en el proceso de modernización de la economía es el financiamiento de las empresas que requieren recursos de largo plazo para adaptar su estructura productiva a la competencia internacional; para ello cuenta, entre otras fuentes, con las que proporciona el sector financiero.

El crédito a largo plazo en Colombia es estructuralmente insuficiente y la falta de correspondencia de plazos entre las fuentes y usos dificulta la fluidez del crédito de largo plazo mediante la intermediación. La equivalencia de plazo entre las captaciones y colocaciones de los intermediarios financieros es de suma importancia; en la medida en que sea posible captar volúmenes importantes de recursos de mediano y largo plazos, será factible que los establecimientos de crédito puedan financiar también actividades de mediano y largo plazos. Sin embargo, cuando éstas no son las generalidades del sistema financiero, resulta particularmente atractivo, además de indispensable, hacer uso de instrumentos del mercado de valores, como las generadas por la titularización, para movilizar y dar liquidez a activos de largo plazo.

En esta forma, el establecimiento de crédito podrá desligar de sus captaciones, en cierta medida, el otorgamiento de créditos a plazos extendidos, ya que mediante el instrumento de titularización acomodará la composición de sus activos de acuerdo con sus necesidades de liquidez.

En otro sentido, ante una caída transitoria y eventual de los depósitos del sistema financiero deben existir mecanismos adecuados que inyecten liquidez. Con el esquema de movilización de créditos hipotecarios se ofrece la posibilidad de incrementar la oferta de fondos prestables, pues cuando una entidad financiera otorga crédito, éste hace parte de los activos de riesgo que se tienen en cuenta para establecer el límite de apalancamiento financiero. Al ser vendido el crédito desapa-

rece el activo del balance, restituyéndose para el prestamista la capacidad de crédito. Con ello se estabilizarían los flujos de crédito, evitando abruptas parálisis y permitiendo que un crecimiento sostenido de la industria no se vea afectado por falta de recursos.

En el caso particular, las corporaciones de ahorro y vivienda, a junio de 1992, según datos de la Superintendencia Bancaria, tenían un margen patrimonial de \$25 mil millones, es decir, que podrían aumentar sus activos ponderados por riesgo en cerca de \$335 mil millones sin modificar el patrimonio técnico; lo cual en primera instancia indicaría que hoy no existe la necesidad de movilizar créditos hipotecarios. No obstante, teniendo en cuenta la dinámica de la economía y la modificación que las autoridades monetarias han efectuado al sistema de crédito por rangos, se podría pensar que en un plazo relativamente corto el mecanismo de referencia tendría plena vigencia, pues en las actuales condiciones, y dependiendo de la demanda por crédito, la relación de capital adecuado podría alcanzar su límite autorizado.

Un efecto colateral que se desprendería de la relación de capital adecuado sería que, mediante la titularización, los esfuerzos de los accionistas para reforzar el patrimonio técnico a través de la titularización no estarían necesariamente ligados a dicha relación.

En resumen, con este tipo de instrumento se mejora el apalancamiento del patrimonio ya que los créditos vendidos se desplazan del activo ponderado por riesgo; esto genera una mayor flexibilidad crediticia, pues al ceder créditos se podrán utilizar los recursos financieros liberados en nuevas operaciones que generan liquidez para el emisor, derivada de la sustitución de activos de largo plazo por dinero u otros activos a la vista.

Desde luego que los factores antes mencionados no integran el universo que permitiría sustentar la necesidad de la puesta en marcha del mercado secundario de hipotecas, pues existen otros, tales como la oferta del mercado de valores y el cubrimiento de riesgos en un mercado de futuros.

INCREMENTO EN LA OFERTA DE VALORES

La competencia en el mercado de valores debe caracterizarse por la introducción de nuevos productos y estructura de mercado, antes que entenderse como el resultado de la pugna por el mismo producto. En un mercado en que se está demandando y hay deficiencia en la oferta,

la necesidad inicial se centra en responder con la creación de nuevos valores que enriquezcan el portafolio de inversión.

Es por eso fundamental que a través de reglamentaciones, como la comentada anteriormente, se permita la operación, en condiciones transparentes, de diversos instrumentos que nutran la oferta.

RENTABILIDAD DE LA OPERACIÓN PARA LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO

Para los intermediarios financieros el rendimiento del patrimonio puede crecer vía comisiones por manejo de cartera movilizada. Además, de acuerdo con las expectativas en el largo plazo sobre el comportamiento de la tasa de interés, el establecimiento buscará ceder cartera pactada a una tasa baja en términos relativos, para buscar mejores tasas con la liquidez recuperada.

ATRACTIVA ALTERNATIVA DE INVERSIÓN

El rendimiento del título hipotecario estaría determinado por la tasa activa de crédito de la corporación emisora menos la comisión por el manejo fiduciario de la cartera cedida que cada corporación establezca en el régimen de competencia. El éxito del instrumento en el mercado depende de que esta rentabilidad sea superior a la de captación del mercado. En ese sentido, el inversionista podrá encontrar un rendimiento mayor que el de otras alternativas, que lo inducirá, luego de evaluar la relación riesgo rendimiento, a integrar a su portafolio este tipo de títulos.

EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS Y LAS COBERTURAS DE RIESGO

Dentro del marco de las posibilidades que da al mercado secundario de hipotecas la titularización de créditos, tanto a nivel macro como para los diversos agentes que intervendrían en el mercado, es conveniente examinar los aspectos relativos al riesgo inherente a las operaciones.

El riesgo se puede examinar desde dos puntos de vista: en primer lugar, comoquiera que con la titularización se trata de movilizar activos de la más alta maduración, se requiere dotarlos de la mayor seguridad para hacerlos atractivos a los inversionistas. Este riesgo lo podríamos

denominar como aquel inherente a los mismos activos movilizados y estaría representado en el posible no pago de los deudores hipotecarios o en el desmejoramiento de los inmuebles que respaldan las operaciones de crédito. En segundo lugar están los riesgos denominados sistemáticos o de mercado, aquellos derivados de la desvalorización de los portafolios de inversión por aumentos en la tasa de interés.

Riesgos inherentes a los activos

Ante las transformaciones que está sufriendo el mercado de capitales colombiano es evidente que se deben crear condiciones de estabilidad para que los actores especializados en el manejo del ahorro, que en forma creciente están haciendo su aparición, puedan operar eficientemente en el mercado de valores. Para el cabal funcionamiento de un mercado secundario de hipotecas y, en especial, para asegurar la transparencia y solidez del mismo, es imprescindible rodear al mecanismo, al menos en una primera fase de desarrollo, de un máximo de seguridades. Ello implica, de un lado, un exigente análisis de la cartera hipotecaria movilizada y, de otro, el establecimiento de medidas de aseguramiento propiamente dichas destinadas a preservar la integridad del patrimonio que respalda la emisión de títulos movilizados.

Es así como mediante la titularización se da a los inversionistas la posibilidad de diversificar los portafolios de inversión, lo cual les permite protegerse del riesgo no sistemático, a unas tasas de rentabilidad altas. Con la movilización de la cartera titularizada teóricamente se estaría traspasando, además de los derechos de pago de capital e intereses al inversionista, el riesgo de no pago de los deudores hipotecarios. Pero esta cesión del riesgo no es más que teórica dado que el mercado secundario de hipotecas tiene por definición la mejor garantía posible que es precisamente la hipoteca, además de los seguros de incendio y terremoto sobre el inmueble hipotecado y del seguro de vida de deudores constituidos al momento de otorgarse los créditos hipotecarios por las entidades financieras.

En este contexto, a más de la estructura de avales o seguros de crédito contempladas en la Resolución 645 sobre titularización, reviste especial importancia el análisis de los créditos hipotecarios objeto de movilización, dirigido a establecer la bondad de dichos activos. En efecto, la Resolución 645 prevé que los títulos que se inscriban en el Registro Nacional de Valores correspondientes a activos de entidades financie-

ras sean calificados por una Sociedad Calificadora de Valores y que tal calificación corresponda a la categoría más alta dentro de lo estipulado en las normas de la Superintendencia de Valores, o alternativamente que los activos se encuentren amparados mediante avales otorgados por establecimientos de crédito o por pólizas expedidas por compañías de seguros, cobertura que en cualquier caso debe corresponder a por lo menos el 10% del valor de los bienes objeto de movilización.

Papel preponderante en la evaluación de los valores será entonces el desarrollado por las sociedades calificadoras de valores sujetas a la vigilancia de la Superintendencia de Valores y, muy probablemente, de próxima aparición en el contexto nacional. Estas sociedades están expresamente facultadas para realizar en forma genérica la calificación de todos los valores que se ofrezcan públicamente al mercado. En consecuencia, los títulos movilizados de créditos hipotecarios que ingresen al mercado dentro de la operación de un mercado secundario de hipotecas deberán ser objeto de calificación obligatoria, prohibiéndose la inversión de aquellos que no obtengan la máxima calificación, comoquiera que ello podría generar incertidumbre y falta de confianza en el sistema.

Cabe anotar que la Superintendencia de Valores efectúa el estudio de las modificaciones a la Resolución 10 de 1991, norma que reglamenta la inscripción de las sociedades calificadoras de valores, a fin de introducir el marco general de calificación de títulos de participación en fondos de carácter hipotecario, fundado en consideraciones de solidez y liquidez de los fondos.

Además, la presencia de avales o seguros de crédito constituye una consideración adicional y relevante a más de las evaluaciones inherentes a las condiciones intrínsecas de los créditos hipotecarios objeto de movilización.

Riesgos de mercado

Con respecto a los riesgos sistemáticos o riesgos de mercado, éstos corresponden a posibles desvalorizaciones de los portafolios de inversión por incrementos en la tasa de interés. Así, un portafolio adquirido a un precio determinado perdería valor al incrementarse la tasa de interés, disminuyendo por consiguiente la rentabilidad del adquirente.

Tal y como tuvimos oportunidad de anotarlo en el VII Congreso de Sociedades Comisionistas de Colombia, celebrado en esta misma ciudad el pasado mes de agosto, actualmente la casi totalidad de las emi-

siones de títulos que autoriza la Superintendencia de Valores se realizan sobre la base de una rentabilidad con referencia al DTF o a tasas flotantes. Este hecho preocuparía en la medida en que se esperaría que el manejo financiero empresarial fijara desde el primer momento el costo financiero de un período dado, a partir de una tasa de interés determinada y estable. En ausencia de este criterio se tendría que llegar a la idea de que al flotar la rentabilidad con el DTF, los agentes bursátiles se conforman con la ganancia de algunos puntos del *spread*, lo cual no es financieramente razonable. Desde este punto de vista parecería deseable impulsar las emisiones a tasas fijas e impulsar los mecanismos tradicionalmente denominados de cobertura de riesgo como futuros, opciones o *swaps* y no validar así la expectativa de inflación.

En este orden de ideas podemos afirmar que los mercados de futuros han dejado de ser una simple posibilidad para constituirse en una opción real. Por definición se trata de productos de cobertura que transfieren el riesgo de los portafolios de inversión hacia agentes dispuestos a aceptarlo, protegiéndose de alzas futuras de precios. Igualmente, los agentes de titularización (que en el caso del mercado secundario de hipotecas son las CAV) se asegurarían en este mercado contra bajas futuras de precios, además de que no incrementarían el riesgo de sus operaciones ni el de sus ahorradores¹.

Los mercados de futuros reducen la gestión de riesgo al proporcionar un mecanismo para transferir el riesgo propio del mercado del sector real y de los portafolios colectivos (como sería el caso de la titularización de créditos) hacia los agentes financieros que puedan administrar más eficientemente ese riesgo. Los inversionistas buscan contrabalancear el riesgo de su posición en el mercado de efectivo asegurándose contra bajas de precios aun cuando renunciando a futuras alzas, y los especuladores, cuya motivación es realizar una ganancia en el mercado de futuros dada su capacidad de anticipar las diferencias de precios entre el valor de los contratos hoy y el de su fecha de expi-

1 Un contrato de futuros es un acuerdo obligatorio para entregar o recibir un activo de una calidad determinada en una fecha futura a un precio determinado (en este caso se trataría de créditos hipotecarios titularizados). Se diferencia de las operaciones a plazo en que los futuros tienen un mercado estandarizado a través de una cámara de compensación; existe la posibilidad de abandonar la posición adquirida antes del vencimiento del plazo establecido; los contratos negociados tienen mercado secundario; la entrega física de los activos tiene relativamente poca importancia; no hay riesgo de no pago de las operaciones y se exige el depósito de una garantía por parte de los inversionistas.

ración, se cubren del riesgo de variaciones de precios ya que se permite abandonar antes del vencimiento la posición adquirida realizando la operación contraria en una cámara de compensación.

Como no existe aún en el mercado colombiano un título de referencia (es decir, cuya emisión sea regular, fungible, con plazos homogéneos y que se emita y negocie activamente) que pueda ser utilizado como respaldo de los contratos a futuro y, por el contrario, existe la necesidad de contar con un mecanismo que permita a los agentes cubrirse contra el riesgo de alzas en la tasa de interés frente a portafolios de rentabilidad fija, es necesario impulsar las propuestas de desarrollo de estos mercados, como la recientemente puesta ante la consideración de la Superintendencia por la Bolsa de Bogotá².

CONCLUSIONES

La figura del mercado secundario de hipotecas, en sus diversas acepciones, merece una especial atención de todos aquellos que, de una u otra manera, nos ocupamos de los quehaceres de los mercados financieros y de valores. La Superintendencia a mi cargo así lo ha entendido y, desde luego dentro de la órbita de sus funciones, ha comenzado a contribuir al proceso. Pero, como siempre, en el negocio nunca el Estado debe ni puede sustituir a quienes son los agentes naturales del mer-

- 2 Según esta propuesta, se conformaría un portafolio teórico que sea representativo en el mercado de valores, el cual tendría un valor de referencia teórico homogéneo y sobre el cual se negociarían contratos con un rendimiento que sería también teórico. Además, se ha propuesto el IRBB como parámetro para negociar y liquidar diariamente el portafolio base de los contratos. Este indicador reflejaría mejor que el DTF o el TCC el costo del dinero, ya que su comportamiento está ligado a la retribución que estén dispuestos a pagar los agentes deficitarios para obtener liquidez a través del mercado de valores.

Con respecto al riesgo de tasas de interés que pudiera llegar a existir, que obligaría al adquirente del título a recibir con anticipación su liquidación por el prepagado de las obligaciones efectuadas por los deudores, en otros países se han utilizado mecanismos como la configuración de papeles de gran tamaño que incluyen cartera de diferentes mercados. Con este mecanismo se reduce la posibilidad de prepagado y se permite que si éste se produce, el efecto sea mínimo sobre el conjunto total de cartera cedida. Aun cuando ésta, evidentemente, no es la situación de Colombia, es interesante examinar lo sucedido en otros mercados para avanzar así en una cultura de riesgo en la cual los agentes debidamente informados asumen las consecuencias de sus decisiones.

cado: ustedes. En sus manos queda, pues, hacer realidad lo que hoy son posibilidades.

Ha quedado claro, sí, que las condiciones jurídicas están dadas y que el entorno macroeconómico actual exige aunar esfuerzos de autoridades y agentes económicos para cristalizar metas que, como la organización del mercado secundario de hipotecas en Colombia, constituyen un baluarte fundamental en la política de modernización del aparato productivo nacional.

VIABILIDAD DEL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS EN COLOMBIA

Alberto Gutiérrez Bernal*

Lo que he querido preparar en la presentación es ¿cómo operaría, desde el punto de vista de las corporaciones de ahorro y vivienda, el mercado secundario de hipotecas, qué ventajas tendría, qué ajustes se requerirían? Algunos de los temas ya han sido mencionados por los doctores Beltz y López, por lo cual pasaremos un poco rápido y miraremos, desde el punto de vista financiero, qué resultados generaría la evaluación de este esquema de movilización.

La definición de lo que es el mercado secundario de hipotecas se fundamenta en el proceso de emitir títulos con respaldo en créditos hipotecarios, básicamente para conseguir recursos adicionales para las entidades de crédito. El objetivo de esta emisión de títulos es, en primer término, servir como fuente de recursos; en segundo lugar, disminuir los riesgos de las entidades de crédito; y en tercer lugar, aportar a un desarrollo del mercado de capitales de largo plazo.

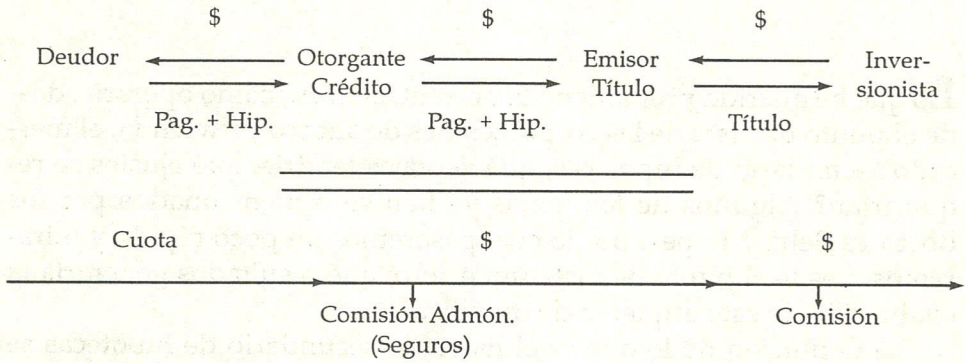
Este esquema se desarrolla a través de dos modalidades, que se planteaban muy claramente en la mañana, por el presentador de Fannie Mae. Una de ellas es la colocación de títulos convencionales por parte de las entidades que tienen los créditos hipotecarios, o entidades que se desarrollen para comprarles los títulos hipotecarios —en este caso a las corporaciones de ahorro y vivienda— y emitir títulos como bonos o títulos convencionales. Aquí no se transfiere directamente, al comprador del título, el flujo de fondos de los créditos.

En el segundo caso, sí se emiten títulos representativos del crédito. En esta modalidad sí se transfiere al comprador del título el flujo de los créditos hipotecarios. Esto es básicamente el esquema de una estructura

* Ingeniero civil, magíster en administración y profesor de posgrado de la Universidad de los Andes. Vicepresidente financiero de la Corporación Colmena.

típica de titularización, ya revisada en la mañana. Una entidad (CAV) otorga un crédito hipotecario a un deudor. La entidad vende este crédito a un tercero que emite títulos representativos de los créditos, títulos que serán comprados por inversionistas de largo plazo. Del flujo mensual o periódico de repago del crédito, la entidad otorgante recibe una comisión, al igual que el tercero que emite el título representativo. El resto del dinero pagado por el deudor va al inversionista (véase diagrama).

ESTRUCTURA TÍPICA DE TITULARIZACIÓN



Este esquema de titularización o de movilización tiene cuatro características básicas: primero, el traslado de flujo del fondo de los créditos; segundo, el retiro de los créditos del activo de la entidad financiera otorgante del crédito; tercero, el otorgante del crédito, en este caso las corporaciones, debe mantener necesariamente la administración de esta cartera y asume el riesgo de no pago en primer término de los deudores. Este manejo del riesgo de no pago puede tener otros esquemas de manejo: puede asumirlo una compañía de seguros a través de un seguro de riesgo de crédito. Puede manejarlo la entidad emisora cambiando los créditos que se venzan por créditos que estén vigentes, cosa que también estuvo contemplada en la Resolución 645 de la Superintendencia de Valores.

Además, una característica importante es que los títulos que se coloquen deben ser títulos a tasas de mercado para que realmente puedan tener salida en un mercado de capitales. Dentro de los beneficios que esto genera existe, en primer lugar, un mejor manejo del riesgo. Las entidades financieras, en su proceso de intermediación, captan unos recursos a una tasa de interés y los colocan a una tasa de interés supe-

rior. Y en este proceso de intermediación, las normas exigen que la entidad financiera tenga un patrimonio propio. En el caso colombiano, en las entidades se requiere que haya una relación de 1 a 12 entre los activos y el patrimonio. En este caso, los créditos hipotecarios, si son para vivienda, son créditos que solamente se tienen en cuenta por la mitad, dada la mayor seguridad que se reconoce en todas las normas internacionales para los créditos de vivienda sobre los demás tipos de créditos.

Básicamente, esto se traduce en que por cada \$100 que yo otorgue en un crédito de vivienda debo tener \$4.2 en el patrimonio. Sin embargo, si uno analiza las cifras de las pérdidas de créditos de vivienda, éstas, incluso en el caso ES colombiano, que luego mencionaremos, alcanzan solamente alrededor de 0.5%. Entonces esto lo que hace pensar es por qué requerimos un patrimonio equivalente al 4.2%, si los créditos que se pierden estadísticamente sólo representan un costo del 0.5%.

La respuesta a esto está en que las entidades financieras tienen otra serie de riesgos además de la pérdida del crédito, como pueden ser los riesgos en la tasa de interés, riesgo de plazo (generados por desequilibrios entre las tasas de interés y los plazos en la captación y la colocación), que en el caso de las corporaciones de ahorro y vivienda es un riesgo importante. Pueden tener riesgos de concentración de su cartera (concentración geográfica, concentración en un estrato, en un sector, etc.). Y tienen un riesgo que también es importante, el riesgo de eficiencia. En el proceso de intermediación financiera se hacen dos labores, una de captación y otra de colocación; y es difícil en algunos momentos garantizar que lo que yo capto es exactamente igual a lo que yo coloco. Cuando hay desfases entre la captación y la colocación, se genera un riesgo importante. La titularización elimina los cuatro últimos riesgos y hace que permanezca solamente el riesgo de no pago por parte del deudor. Ésa es una de las grandes ventajas. Esto permite que los créditos que se titularizan puedan sacarse del patrimonio de las entidades, lo cual representa una disminución en el capital y obviamente un menor costo de los créditos.

Como tercer beneficio, separa los procesos de prestar y captar; hace que las entidades de crédito se especialicen más en otorgar los créditos, generando esta especialización ventajas de economías de escala bien importantes, porque ya no está ligado a cuánto sea capaz de captar la entidad, sino realmente a cuánto es capaz de prestar y además administrar bien.

En cuarto lugar tenemos la generación de recursos a largo plazo, que es un aspecto importante también en el mercado de capitales para inver-

sionistas. Si pensamos en negocios que apenas se están desarrollando, como pueden ser los fondos de pensiones, incluso los mismos fondos de cesantías que tenemos hoy, manejar esos recursos a través de títulos de corto plazo, en un mercado como el actual, realmente se vuelve imposible y de un riesgo bastante alto para la entidad que los administra.

En último lugar, aumenta la competencia, lo cual se traduce en mejoramiento del servicio.

La titularización de los créditos hipotecarios en Colombia tiene algunos antecedentes que creo no es el caso mencionar. Básicamente el tema se trabajó en el país antes o en los inicios del sistema UPAC. Pienso que una vez solucionado el problema de financiación de la vivienda a través del sistema UPAC, el tema ha permanecido un poco dormido en los últimos 20 años y apenas hoy estamos volviendo a tomarlo.

¿Cuáles serían las características que tendría el título? El emisor del título serían las fiduciarias y los corredores de bolsa a través de los fondos de valores. Como mencionaba el doctor López, también se daría el caso de que las corporaciones de ahorro y vivienda puedan emitir los títulos directamente. La administración de los créditos permanece claramente en cabeza de las corporaciones de ahorro y vivienda.

Si uno pensara en cómo se desarrollarían estos títulos, por lo menos en un principio, se podría considerar que fueran títulos en períodos que oscilarían entre 5 y 10 años, para al final, en la medida en que los mercados de capitales se vayan ampliando, poder emitir títulos a 15 o más años.

De acuerdo con los períodos de maduración de los títulos, la tasa de interés que debería tener un título de éstos, si pensamos en condiciones del mercado, sería alrededor del DTF más 3 o más 5. Es decir, si uno mira las experiencias que han tenido algunas entidades colocando bonos, este año se han colocado algunos bonos a tasas del DTF más 2% o más 3%, obviamente que en unas condiciones de liquidez del mercado bastante altas. Pero pensaría uno que el título necesariamente debe ser un título que esté en una tasa cercana al DTF más 3 o más 5.

Debe ser también un título en UPAC, dado que todos nuestros créditos están representados en unidades de poder adquisitivo constante. Y un título de éstos, de largo plazo, difícilmente funciona en un país inflacionario, si no es a tasa variable.

Los inversionistas de este tipo de títulos, en su gran mayoría, son mercados institucionales. Dentro de esto están las mismas entidades financieras, entidades del gobierno, fondos de pensiones, fondos de cesantías, que tienen un buen potencial de crecimiento hacia el futuro.

El mercado secundario es una característica muy importante de este tipo de títulos a través de las bolsas de valores, lo cual obliga también a que las tasas a las cuales se emiten sean tasas de mercado para que puedan rotar. Esto implica, necesariamente, la posibilidad de que a las distintas entidades les den facultades de hacer inversiones sin topes muy restrictivos en este tipo de títulos, como funciona en el mercado americano. El riesgo debe ser, y no es difícil de obtener, un triple A y puede competir con otro tipo de activos de largo plazo, que pueden ser los bonos.

Desde el punto de vista de la viabilidad operativa, aparecerían cuatro requerimientos. Uno, la garantía a la fórmula de la corrección monetaria. Mencionaba el doctor Peñalosa que en los últimos 20 años se ha cambiado 18 veces la fórmula. Si nosotros vamos a emitir un título en UPAC a 10 años, tiene que existir alguna garantía de que esa fórmula va a permanecer en el tiempo; o si no, el inversionista del título va a estar supeditado a que la corrección monetaria se la cambien a mitad de camino, y en alguna forma debe estar ligado o debe reflejar el costo del dinero en el mercado, o sea el DTF.

Con respecto a la administración de la cartera, por parte de las corporaciones de ahorro y vivienda, existen algunas dudas que ha manifestado la Superintendencia Bancaria. También se requiere la reglamentación del seguro de crédito y la iniciación de los calificadores de riesgo.

Si revisamos la evaluación financiera ¿qué obtendremos? Si pensamos en lo que manejamos las corporaciones de ahorro y vivienda hoy, estamos hablando de que tenemos captados 3 billones de pesos; y tenemos colocados 2 billones. El costo de esta captación, en promedio, está hoy a corrección monetaria. Esta captación es hecha a través de certificados a término, cuentas de ahorro, cuentas en pesos o depósitos ordinarios. El promedio de los tres nos lleva a que el costo es igual a la corrección monetaria. La colocación está en promedio a una tasa equivalente a corrección monetaria más 11. Aquí hay que mencionar que el billón de pesos que queda de diferencia obedece básicamente a encaje, y en el año 1992 a excesos de liquidez de las corporaciones. Este 11% de tasa es el promedio entre las tasas del constructor, alrededor del 15%, y las tasas de largo plazo, alrededor del 9.8%. El ponderado nos da corrección más 11.

Referente a los resultados operativos es importante tener en cuenta que por cada \$100 que captan las corporaciones, nos estamos gastando 5.2% en la parte operativa del negocio, o sea la captación nos cuesta operativamente 5.2%.

El patrimonio que tienen las corporaciones está en 150.000 millones de pesos. Ya mencionábamos la relación de activos de riesgo a patrimonio que es de 1 a 12, o sea el 8.33% de los activos; que para el caso de los créditos de vivienda son la mitad, es decir el 4.2%.

Para la evaluación hay que tener en cuenta la cartera que poseen las corporaciones. Las cifras del cuadro anexo corresponden a junio de 1992. Este cuadro es importante porque es la materia prima de lo que nosotros vamos a titularizar; si estamos hablando de titularizar créditos hipotecarios, éstos son los créditos de largo plazo que tienen todas las corporaciones de ahorro y vivienda y los cuales estaríamos titularizando (se excluyen los del BCH). Aquí los hemos clasificado por rango de tasa interés de colocación; o sea, tenemos cartera de vivienda colocada a corrección monetaria entre más 5% y más 8%, cartera de vivienda colocada entre 8% y 12%; cartera de vivienda colocada a corrección monetaria entre el 12% y 16% y la cartera de no vivienda que es la cartera de locales, etcétera.

CUADRO 1
CARTERA DE LARGO PLAZO DE LAS CAV*
(Junio de 1992)

Cartera por tasas						
Cartera largo plazo	% Número	% Número	Valor \$ miles millones	Crédito promedio \$ millones	% valor	Tasa promedio UPAC
VIV.CM+(5-8)	280.200	72	790.7	2.8	47	6.7
VIV.CM+(+8-12)	86.760	22	618.0	7.1	37	11.2
VIV.CM+(+12-16)	11.500	3	121.9	10.6	7	15.2
No vivienda	12.300	3	148.8	12.1	9	15.6
Total	390.760	100	1.679.4	4.3	100	9.8

* No incluye BCH.

Hay que mencionar que hoy las corporaciones tenemos 390.000 créditos, que suman 1.7 billones. De éstos, debemos resaltar que el 72% de los créditos de las corporaciones están a tasas entre corrección monetaria más 5 y corrección monetaria más 8. Si pensamos que hoy la corrección monetaria está alrededor del 17%, corrección monetaria más 8 nos daría 25% o 26%. Eso lo que indica es que el 72% de los créditos hipotecarios de las corporaciones están a una tasa inferior a la inflación. Aparecen las sumas, los valores que se tienen colocados para cada uno

de estos rangos de los créditos, el promedio del crédito en cada uno de los niveles (obviamente cuanto más alta la tasa de acuerdo con los subsidios cruzados que ha venido manejando el sistema, el monto promedio del crédito es más alto) y el porcentaje sobre el valor.

El 47% de los créditos está en tasas entre el 5% y el 8%; el 37%, en tasas entre el 8% y el 12%; el 7% entre el 12% y 16%, y el 9%, que son los de no vivienda, está casi todo también en tasas entre el 12% y el 16%.

Finalmente se muestra la tasa promedio de cada uno de estos rangos: 6.7% para el primer rango, 11.2% para el segundo, etc., lo cual nos lleva a una tasa promedio ponderada, de la cartera de las corporaciones, del 9.8%.

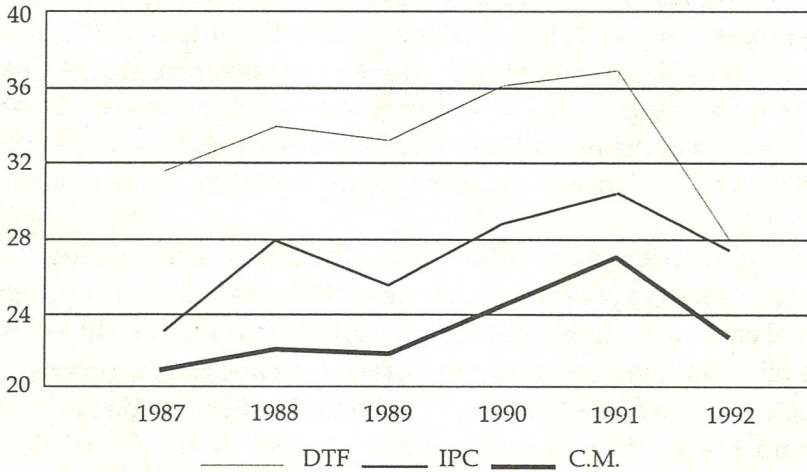
Hay otro aspecto que es el costo de la administración de los créditos por parte de las corporaciones. En un estudio de costos que hemos hecho en el caso de Colmena, el costo de administrar un crédito con todo lo que ello conlleva, cobranza, honorarios de abogados, procesos jurídicos, etc., cuesta \$3.000 por mes en promedio. El costo de las pérdidas por mora por crédito, al mes, está en el nivel de los \$1.500. Eso nos llevaría a que la corporación, para administrar los créditos, tendría que asumir \$4.500/mes, suponiendo el riesgo de no pago por cada uno de los créditos.

Además, la corrección monetaria se calcula hoy como el 50% del DTF más el 20% del IPC; y mencionábamos que ha venido teniendo cambios. El gobierno la ha ido ajustando en la medida de las necesidades. Si comparamos el DTF, el IPC y la corrección monetaria para el período 1987 a 1992, trabajando el análisis estadístico con las cifras mes a mes, llegamos a lo siguiente: primero, que la corrección monetaria en ese período ha sido igual al IPC menos cuatro puntos. O sea, la corrección monetaria ha estado cuatro puntos por debajo del índice de precios al consumidor. La corrección monetaria ha estado 11 puntos por debajo del DTF; o sea que el DTF ha estado en promedio 7 puntos por encima del IPC. Esto es una tasa real normal en el mundo, en términos de rendimiento. Y lo otro, con la nueva fórmula, tampoco los cambios son muy grandes (véase Gráfico 1).

De esto, ¿qué se puede concluir? Que la tasa promedio de la cartera de largo plazo es de corrección monetaria más 9.8, es decir, haciendo la equivalencia de que la corrección monetaria está 11 puntos por debajo del DTF, nos daría que el rendimiento promedio de la cartera está 1.2% por debajo del DTF. En otras palabras, las corporaciones están haciendo créditos a 15 años a una tasa inferior al DTF, en promedio.

Segundo, la comisión por administración, de \$4.500 mensuales, implicaría por crédito una comisión alrededor del 0.7%.

COMPARACIÓN DTF-2IPC-C.M.



La comisión del agente emisor de colocación sería una comisión de alrededor del 0.3%. Aquí no estoy incluyendo nada de costos iniciales de emisión. Básicamente, en Estados Unidos, mencionaban esta mañana, la comisión está en el 0.25%, lo cual implicaría que las corporaciones, si fuéramos a titularizar, asumiríamos entre la emisión del título y la administración de la cartera una comisión del 1%. Es decir, el título que voy a emitir debe tener una rentabilidad igual a la rentabilidad de la cartera menos 1 punto, que es el punto con el cual voy a cubrir mis costos. Eso llevaría a que en los distintos rangos que vimos, los títulos que podríamos emitir las corporaciones estarían en el primer rango a DTF menos 5.3% y no los podemos colocar. En el segundo rango a DTF menos 0.8%. En el tercer rango, vivienda, a DTF más 3.2% y en los créditos de no vivienda a DTF más 3.6% (véase Cuadro 2).

Estos últimos dos rangos serían los titularizables, en términos de las condiciones del mercado. Esos créditos suman 270.000 millones de pesos en el sistema, equivalentes al 16% en la cartera de largo plazo. Uno al titularizar estos 270.000 millones de pesos, estaría "liberando" \$17.500 millones de capital. Digo liberando aunque la idea no es liberar el capital, sino volver a colocar los 270.000 millones. El primer problema a que nos vamos a enfrentar es: ¿Dónde vamos a recolocar esos \$270.000 millones que titularizamos? Podría haber una posibilidad que es la de vol-

verlos a situar en los mismos rangos altos. Esa posibilidad es muy difícil porque realmente en los rangos altos, que son los rangos más atractivos para las corporaciones, ya hemos acomodado o atendido el mercado que hay. Volverlos a destinar, distribuirlos en todos los rangos proporcionalmente a lo que tenemos hoy o en otras posibilidades, sería pensar en otros mercados de colocación. Si suponemos que los distribuimos en todos los rangos, eso haría que la tasa promedio de mi cartera bajara del 9.8% al 8.8%, es decir, bajaría 1 punto la tasa promedio de los \$1.7 billones de cartera. Eso implicaría para las corporaciones 16.800 millones de pesos menos de ingreso anual, que si uno pensara en recuperarlos, vía comisión adicional en la titularización, implicaría una comisión del 6.2% para lo cual, ya vimos, no tenemos margen.

CUADRO 2 RENTABILIDAD DE TÍTULOS OBTENIDOS

Rango Cartera		Tasa títulos DTF+
Vivienda	CM+(5-8)	-5.3
	CM+(+8.12)	-0.8
	CM+(+12-16)	3.2
No vivienda		3.6
Total		-2.2

Básicamente, se plantean tres problemas para la titularización. El primero, que las tasas de colocación de las corporaciones son muy bajas frente a las tasas del mercado; segundo, que los subsidios cruzados hacen que los créditos que tienen tasas titularizables son los que están manteniendo la rentabilidad promedio de la cartera, y si yo los vendo, se me cae la rentabilidad promedio de mi cartera; y tercero, que se necesitan nuevas posibilidades de colocación que absorban la rotación de la cartera.

Si pensamos un poco en el desarrollo futuro de esos tres problemas, ¿qué podría uno pensar que va a suceder? Primero: con respecto de las tasas de colocación, el primer punto es que los créditos de las corporaciones son baratos, porque han sido fondeados con recursos baratos. Veíamos que están fondeados con recursos que están 11 puntos por debajo del DTF. Esos recursos son baratos no porque en el mercado sean baratos, sino porque sus tasas han sido fijadas por decreto y se ha

tenido además por parte de las CAV la exclusividad sobre el ahorro líquido.

En un mercado de libre competencia, como el actual (Banco-CAV-Cooperativas-Fiduciarias), el ahorro líquido se encarecerá. Las CAV sólo podrán reaccionar ante este crecimiento a través de ajustes en la fórmula de la CM que lleven a incrementarla. Las CAV no pueden subir su tasa de captación (adicional a la CM) porque se desequilibraría la parte activa y pasiva del negocio.

¿Cuál podría ser una tasa de mercado para el ahorro a la vista?

— Tasa ahorro a la vista = DTF

- Mayor costo de captar ahorro (servicio).
- Castigo por liquidez (o prima por congelar recursos en un CDT a 90 días).

— Si los costos de operación de una CAV son 5.2% y de una corporación financiera de 1.7% se tendría:

— Tasa de captación CAV en un mercado libre:

$DTF - (CAV\ 5.2 - CF\ 1.7) - 1.5$ (según otros mercados)

DTF-5, es decir, 6 puntos sobre la tasa actual

Equivalente a IPC + 2

Esto no es otra cosa que volver al inicio del sistema UPAC en donde el ahorro debería ganar un rendimiento real. Se trataría ahora de que éste estuviera ligado al DTF y no al IPC.

Con esto se mejoran sustancialmente las posibilidades de titularizar la cartera de las CAV:

La tasa de colocación promedio de largo plazo sería igual a Captación + 9.8 = DTF + 4.8

El segundo aspecto son los subsidios cruzados.

En la medida en que la CM se vaya incrementando, los primeros créditos titularizables son aquellos de mayor tasa.

- Sin embargo, los créditos de mayor tasa subsidian a aquellos de rangos bajos.
- Al titularizar los créditos de mayor tasa, cae el rendimiento promedio de la cartera, por lo cual no es viable titularizar solamente créditos.

- La única forma para no afectar el rendimiento promedio de la cartera sería:

$i \text{ título emitido} = i \text{ promedio cartera comisiones (1.0)} = i \text{ mercado}$

- Cuando esto alcance los créditos de tasas altas, quedarán muy por encima de la tasa de mercado y seguramente prepagarán.

Lo anterior indica que los subsidios cruzados sólo operan con tasas de captación reguladas.

Finalmente, con respecto a las nuevas posibilidades de colocación la titularización genera recursos adicionales para las CAV, lo cual implicará que éstas deberán contar con nuevos mercados de colocación.

Los rangos de vivienda popular podrán absorber parte de estos recursos adicionales, pero claramente las CAV deberán ir penetrando en otros mercados.

CONCLUSIONES

- La titularización de créditos genera grandes ventajas para entidades financieras, deudores e inversionistas, además de la eficiencia que puede introducir al sistema financiero.
- La titularización es una importante fuente de recursos a tasas de mercado.
- Las tasas actuales de la cartera de CAV son muy bajas para poder emitir títulos representativos de cartera hipotecaria a tasas de mercado.
- La libertad en las tasas de captación y la mayor competencia con otras entidades llevará a incrementar los costos de captación y las CAV sólo podrán manejar este incremento a través de la modificación a la fórmula de corrección monetaria.
- Los subsidios cruzados imposibilitan la titularización, ya que la venta de los créditos que tengan tasa de mercado son los que soportan la rentabilidad promedio de la cartera; y si ésta en promedio se lleva a condiciones de mercado, los rangos altos quedarán con tasas muy por encima con alto riesgo de prepago.
- El esquema de bajas tasas de captación/colocación y de subsidios cruzados funcionaba por las prerrogativas que la ley les daba a las CAV. Ambos deberán desmontarse para resistir una competencia li-

bre. En la medida en que esto suceda irá siendo más viable la titularización.

- Dado que la titularización se convierte en una fuente adicional de recursos para las CAV, es necesario que éstas cuenten con un mercado de colocación suficiente, lo cual implicará seguramente tener posibilidades de colocar en otros mercados.
- De acuerdo con todo lo anterior no se ve factible, en el corto plazo, la titularización de créditos hipotecarios en Colombia y ésta se irá desarrollando lentamente a medida que se vayan incrementando las tasas de interés, se desmonten los subsidios cruzados en la cartera y se le abran otras posibilidades de colocación a las CAV (se desarrollarán primero otras titularizaciones).
- Para ir avanzando, por el momento se deberán definir:
 - Manera de garantizar fórmula de CM más elevada y ligada al DTF.
 - Seguro de crédito.
 - Posibilidad de administrar, por parte de las CAV, la cartera movilizada.

DISCURSO DEL MINISTRO DE DESARROLLO ECONÓMICO EN EL II CONGRESO NACIONAL DEL AHORRO

Luis Alberto Moreno Mejía*

Tanto en la vida de las personas como de las organizaciones, los cumpleaños son motivo de celebración, pero también de balance y proyección. Sin embargo, el motivo que hoy nos reúne, cual es la bien merecida celebración de los 20 años de creación del sistema UPAC, no debe encubrir con su carga emotiva la importancia objetiva del momento.

Bien tuviera el sistema de valor constante cualquiera otra edad, de igual manera tendríamos que estar hoy reunidos quienes han forjado su identidad y quienes tenemos la responsabilidad y la posibilidad de adecuarlo a los retos del momento.

Creo que el profundo y autorizado contenido de las presentaciones que aquí se han escuchado ha servido para poner mucho más claros y nítidos los interrogantes que se ciernen sobre el sistema, requisito indispensable para una buena solución. Pero sobre las soluciones mismas, tal vez es a partir de ahora cuando tenemos que confeccionarlas, con el copioso material recogido.

Permítanme la aventura imposible de resumir en dos interrogantes la realidad del momento para el sistema de ahorro y vivienda: primero, ¿existe justificación para que el sistema siga creciendo como lo hizo en sus dos primeras décadas, en una economía que en adelante será abierta y exportadora? Y segundo, ¿tiene el sistema la capacidad de hacerlo sin contar con privilegios ni restricciones en relación con el resto de los intermediarios financieros?

En nuestra manera de ver, si encontramos la respuesta a la segunda, la justificación estará dada automáticamente.

* Economista especializado en administración de negocios. Gerente del Instituto de Fomento Industrial, IFI; gerente de Datos y Mensajes; miembro de las juntas directivas de las Empresas de Teléfonos y Energía Eléctrica de Bogotá; ministro de Desarrollo Económico.

Dentro de esta perspectiva, el Ministerio de Desarrollo Económico tiene claro el papel que le corresponde para que el sistema de valor constante pueda crecer en un escenario de multibanca o banca semiespecializada. Nos corresponde, como responsables del desarrollo del sector urbano y su hermano siamés, el industrial, ampliar el mercado potencial del sistema. Óigase bien esto, porque es a la luz de este objetivo como debe interpretarse la eficacia y la conveniencia de los instrumentos que utilizaremos: nos corresponde ampliar el potencial. A ustedes les corresponde ampliar el sistema, ojalá con la fuerza y la creatividad que han mostrado hasta ahora.

Para ello, comenzaremos por ampliar el campo de acción para la creatividad de ustedes en el servicio al cliente, de manera que cada corporación pueda diseñar y comercializar los productos financieros que desee para ahorrar y amortizar créditos hipotecarios.

En Colombia nos ha sucedido una cosa: que cuando tenemos que hablar de conceptos integrales, como el desarrollo urbano o como el manejo del recurso agua, terminamos por descubrir que los conflictos son conflictos de verdades; lo cual significa que la aproximación a los temas por ópticas diferentes, conduce a que cada cual pueda sostener válidamente una porción de la verdad, que es necesario conciliar. Perder la visión integral por mirar sólo algunos puntos de vista, nos ha conducido a muchas verdades, pero a un diálogo de sordos, sin conclusiones creativas a los problemas.

CÓMO VA EL SECTOR

Sin lugar a dudas, se puede afirmar que el sector de la construcción durante el primer semestre del año experimentó un buen desempeño, tal y como lo muestran los principales indicadores. La edificación de vivienda, especialmente, y dentro de ella la correspondiente a los estratos medios y bajos de la población, mostró sin duda un buen nivel de participación.

Esta positiva situación por la cual atraviesa el sector, según el análisis de las diferentes instituciones especializadas en el tema de la vivienda, se explica en gran medida por las circunstancias favorables del sector financiero que conllevó una baja de las tasas de interés, generando una disminución de los costos reales de la construcción. Además el gobierno, a través de su política de subsidio directo con apoyo a los recursos del sistema de valor constante, ha generado una importante dinámica en el mercado de la vivienda, particularmente en la de interés social.

Prueba de lo anterior es que durante el primer semestre de 1992 la aprobación de licencias para construir en las once principales ciudades del país se incrementó en más de un 28% respecto al mismo lapso de 1991. Se destaca la participación de la vivienda cuyo crecimiento fue del 47%. Por su parte, la variación anual en las fuentes de recursos de las corporaciones de ahorro y vivienda fue del 113%.

El movimiento de la actividad edificadora, reportado por Camacol para lo que va corrido del año, muestra un aumento sin paralelo en la historia del país con casi 4.5 millones de metros cuadrados con licencia; por su parte, los préstamos aprobados para el mismo período crecieron en 44%. Esto demuestra que la situación en términos de crecimiento no podría estar mejor. Y la tendencia, según los expertos, es a seguir creciendo.

Este auge no es inusitado. Estamos ante una nueva bonanza del sector de la construcción, motivado entre otras por las siguientes razones:

Se redujeron las tasas de interés, generando una situación especialmente ventajosa para los beneficiarios de crédito al constructor, quienes iniciaron una competencia de financistas urgidos por colocar sus excesos de liquidez. Sin embargo, resulta paradójico ver cómo el sistema, en medio de su exceso de liquidez, atraviesa una situación transitoria de falta de recursos.

Igualmente, la eliminación de las condiciones impuestas por la Ley 9 de 1989 para la vivienda de interés social hizo posible para las CAV la colocación de sus recursos.

El establecimiento del subsidio familiar de vivienda ha impulsado a la construcción hacia la vivienda social, y a su vez ha mostrado que este mercado resulta más rentable de lo que originalmente se esperaba. Lo que se ha construido se ha vendido, aunque no necesariamente con recursos del subsidio, demostrando que existe una demanda efectiva antes desconocida, que era atendida por la informalidad, y que hoy cuenta con una oferta legítima.

La disminución de la disponibilidad habitacional, en los rangos medio y alto, es otra de las razones que contribuyen a explicar el auge del sector, así como las ventajas tributarias ofrecidas en algunas ciudades a los generadores de riqueza.

En este último ciclo, la actividad edificadora ha crecido de casi 7 millones de metros cuadrados —su punto más bajo en 1990— a cerca de 10 millones de metros cuadrados en julio de 1992, según el último informe de Camacol. Como la actual bonanza ha generado un proceso

hacia los estratos más bajos, es de esperarse que la demanda en ellos sea más duradera que en los estratos medios y altos.

Este incremento de la construcción —especialmente notorio en el área de vivienda— se ha centrado en las ciudades grandes e intermedias; un buen ejemplo de ello lo constituye Armenia, que ha tenido un crecimiento del 213%.

LA VIVIENDA DE INTERÉS SOCIAL

La construcción comercial y por autogestión de soluciones de viviendas nuevas y mejoradas se ha visto estimulada por el subsidio. Actualmente, la oferta elegible es de 816 planes con 88.000 soluciones de vivienda en el ámbito nacional. Además, mientras en 1991 existían 41 municipios con programas declarados elegibles, en agosto pasado llegaron a 185.

Las corporaciones de ahorro y vivienda han financiado cerca de la mitad de la oferta declarada elegible por el Inurbe y han participado con el 70% de la financiación complementaria.

El Inurbe y las cajas de compensación han adjudicado subsidios por un valor cercano a 50.000 millones de pesos, ampliando en 64.000 hogares la demanda efectiva de vivienda de interés social. La configuración de esta demanda ha arrojado señales importantes para acelerar la construcción de la oferta. Así lo demuestra el crecimiento, tanto de los índices de construcción como de las licencias en trámite, en el plano nacional.

La respuesta positiva del mercado al estímulo del subsidio familiar de vivienda hace oportuno reforzar la credibilidad de los constructores y de las corporaciones de ahorro y vivienda mediante nuevos instrumentos de refuerzo.

Es por esto por lo que hemos pensado que la nueva fase debe ser la *simplificación de trámites y focalización del subsidio*.

EL REFUERZO DE LAS POLÍTICAS

Así, uno de los primeros frentes que hemos atacado es la proliferación de trámites innecesarios y engorrosos. Ya se han modificado y aclarado los términos generales para la tramitación y aprobación de licencias de construcción y de urbanismo.

Por otra parte, en lo referente a los subsidios, se descentralizó la calificación de proyectos a través de las oficinas regionales del Inurbe

y se redujeron los términos correspondientes a la postulación, adjudicación y entrega del mismo.

También el Decreto 1146, de julio de 1992, determinó la cuantía del subsidio familiar de vivienda en UPAC, situación que agiliza aún más el cálculo del valor asignado y su correspondiente pago.

En materia tributaria, es importante una reforma que impulsó el Decreto 1372 del pasado 20 de agosto, según el cual, cuando se trate de vivienda hasta de 2.300 UPAC, solamente se pagará IVA sobre la parte correspondiente a los honorarios del constructor.

Apertura de la entrega del subsidio

Dentro de este esquema, he considerado de la mayor importancia —y así lo aprobó la junta del Inurbe— la necesidad de pago anticipado del subsidio con la promesa de compraventa, autenticada ante notario y amparada con garantía bancaria, en función de un menor costo financiero, un mejor producto y un mayor número de beneficiarios, generando así una política para los empresarios del sector.

Es mi interés que los procedimientos y los requisitos que deban reunir los postulantes al subsidio se cumplan en el menor tiempo posible, y que se cumpla más rápidamente con el propósito de la ley, que no es otro que proporcionarles una vivienda digna a los colombianos que más la necesitan.

Con este fin nos hemos propuesto estudiar, conjuntamente con las entidades encargadas de la financiación de la vivienda, procedimientos que permitan adecuar la entrega de los recursos destinados al subsidio para la vivienda de interés social, a nuevas ofertas de ahorro y crédito como ahorro programado y subsidio diferido como complemento a propuestas colombianas que asimilen el modelo mexicano. Estamos seguros de que el acuerdo que hemos celebrado a través del Inurbe con Camacol y el ICAV nos dará plena garantía y tranquilidad de que lograremos agilizar, tanto los programas de vivienda de interés social como la entrega de los subsidios a los beneficiarios; y además, como producto final, de que se creen los estímulos necesarios para cumplir con los objetivos que el gobierno tiene en esta materia.

Vale la pena decir que no estamos inventando nada. Simplemente queremos darle aplicación a un procedimiento que, con los ajustes a que haya lugar, arroje resultados satisfactorios e incorpore experiencias como la de los proyectos específicos del Fondo Nacional del Ahorro.

La consolidación de la cultura del ahorro es otro de los aspectos que debe ser tenido en cuenta dentro de la política de vivienda de interés social. Así, es importante, como complemento de las iniciativas expuestas, poner en práctica un Sistema de Ahorro Programado.

Este sistema, que será aprobado próximamente por la Superintendencia Bancaria, representará varias ventajas, tanto para el sector financiero, como para los usuarios del subsidio: a través de él, se crea una herramienta clara y precisa que facilita a los demandantes del subsidio reunir todos los aportes mínimos.

Así mismo, el sistema de calificación tendrá en cuenta factores de equidad basados en el mayor esfuerzo relativo de los postulantes, para crear disciplina en las familias al realizar pagos mensuales, sistema con el cual funciona la amortización de los créditos de largo plazo.

Y como una ventaja adicional para el sector financiero, el programa atraerá una importante masa de ahorro permanente.

Es evidente que la imaginación del sistema mexicano, de cuya experiencia ya han escuchado ustedes, nos permite pensar en la posibilidad de adaptar con éxito las soluciones creativas llevadas a cabo en ese país.

México, hace ya varios años, "copió" el sistema UPAC imperante en Colombia. Sin embargo, no se quedó ahí. Tomó de él sus experiencias y las mejoró, creando mecanismos dinámicos para ampliar y profundizar la cobertura del crédito hipotecario.

El sistema de crédito descrito corresponde a un producto financiero "inteligente" en el cual las condiciones de adjudicación del crédito se adaptan a los cambios financieros y económicos del país.

Además, estamos dispuestos a apoyar al ICAV en propuestas como éstas, para conseguir de las autoridades monetarias, del Ministerio de Hacienda y de la Superintendencia Bancaria, la implantación de nuevos esquemas financieros, como el mexicano.

LA FOCALIZACIÓN DEL SUBSIDIO

Tradicionalmente, el Estado ha tenido dificultades para dirigir los recursos públicos hacia una mayor cantidad de población y la más pobre. Ante la limitación de sus recursos y la magnitud de sus obligaciones, debe esforzarse por seleccionar lo mejor posible, dentro de algún criterio, a los beneficiarios de su intervención económica. Normalmente el criterio es que cuanto más pobre sea el beneficiario, mayor será el impacto social.

En el caso de la vivienda, el criterio utilizado es más amplio, debido a que la focalización de los recursos del gobierno central es determinante en la asignación de una masa de inversiones privadas y municipales, que puede multiplicar el impacto social de los recursos del Estado, por lo cual buscamos —en esta segunda fase— hacer óptima la focalización conjunta del paquete de recursos públicos y privados: subsidio familiar de vivienda, fondos municipales para vivienda y crédito de las corporaciones de ahorro y vivienda.

Estamos seguros de que la focalización es un objetivo que interesa también al sector privado, pues a éste le conviene encontrar nuevos mercados para el crédito del sistema UPAC. De esa manera, será más fácil para las corporaciones cumplir con la colocación obligatoria en vivienda de interés social, presentarán menos excedentes de tesorería y facilitarán el manejo a las autoridades monetarias.

Para quienes conforman el sector privado real que se moviliza alrededor del crédito en UPAC, tales como promotores, arquitectos, abogados o constructores, la ampliación de mercados hacia sectores medios y bajos tiene la virtud de estabilizar los pronunciados ciclos de la construcción.

Compete a todos los actores del sector de la vivienda que los subsidios del Estado apunten a las familias que están más abajo de las fronteras donde llega naturalmente el sector privado, pues de lo contrario el impacto efectivo del subsidio puede ser nulo, si en la práctica no se genera oferta física adicional de viviendas con crédito de largo plazo. Se trata, precisamente, de llegar adonde están los más pobres de los pobres.

FUTURO DE LA VIVIENDA Y DESARROLLO URBANO

Se dice que el sistema de valor constante “le quedó grande al sector de la construcción” y que por esa razón se autorizó, mediante el Decreto 2876 de diciembre de 1991, la utilización de recursos de las corporaciones de ahorro y vivienda en préstamos distintos de construcción y adquisición de vivienda.

El reto que se presenta entonces es vincular la productividad urbana con el desempeño de la macroeconomía.

El proceso de urbanización y el desarrollo económico son factores paralelos y consecuentes; negar el proceso de urbanización es negar el proceso de crecimiento económico. Colombia participa de este acelerado proceso de urbanización. Sin embargo, su efecto más visible es la conformación de asentamientos humanos en condiciones de marginalidad y de pobreza.

La representatividad que ha tenido la vivienda en los procesos migratorios, en la extensión de nuestras ciudades, en la conformación del conglomerado urbano y sobre todo su significación en el desarrollo de la economía, ha marcado el ritmo de nuestras últimas décadas. En el momento, es preciso anotar que la calidad de la vivienda y por lo tanto la calidad de la vida de sus moradores, así como su capacidad de participar eficientemente en la productividad urbana, son los principales aspectos que deben preocuparnos.

La excesiva densidad de población, los exiguos recursos urbanos, la congestión de tráfico, el déficit creciente de infraestructura y servicios, y la escasez de vivienda se han vuelto tan graves que los beneficios que brinda la concentración poblacional quedarían anulados. Fácilmente podemos preguntarnos, ¿en qué espacios de nuestra ciudad contemporánea existe realmente ciudad?

La deficiencia de infraestructura y servicios urbanos restringe considerablemente la productividad de la inversión privada y de las horas-trabajo de la población.

En consecuencia, es necesario orientar los esfuerzos y dirigirlos hacia proyectos urbanos integrados que promuevan la productividad y eficiencia de las ciudades, mejorando el nivel de vida en ellas.

Este tema es, sin duda, de gran importancia para el gobierno nacional, sobre todo si se tiene en cuenta que gran parte de los factores que inciden en la baja calidad de vida en nuestras ciudades van atados a la falta de planificación.

Con el fin de racionalizar esta planificación, vamos a crear el Vice-ministerio de Desarrollo Urbano y Vivienda, que estará encargado precisamente de orientar la política de desarrollo urbano, y encauzar los planes de gestión de construcción de vivienda hacia el mejoramiento de las condiciones de vida de las familias.

Dentro de este esquema, quien planea el desarrollo urbano tiene que pensar en dos factores: el suelo y el agua. Este último elemento, que es determinante para la planificación de las ciudades, recibirá de ahora en adelante el tratamiento de industria que le ha hecho falta, y la vigilancia a través de la Superintendencia de Servicios Públicos, como corresponde a un Estado de orientación reguladora frente a un sector monopólico.

Citando a Arnold Toynbee:

La ciudad mecanizada es angustiosamente ruidosa, sucia y, lo peor de todo, carece de alma. Y porque carece de alma no es amada. Cuanto más altamente mecanizado se hace el proceso de manufactura, tanto más insípida es la satisfacción espiritual que produce.

Todos los que ganan dinero en las ciudades mecanizadas lo utilizan para huir lo más lejos, y con la mayor frecuencia posible, del infierno que es la fuente de su riqueza.

Tal vez encontremos en esta reflexión la razón de ser de este congreso y el porqué de su realización en Cartagena. Porque es una de las pocas ciudades que aún conservan el alma.

PALABRAS DEL SEÑOR MINISTRO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, EN EL II CONGRESO NACIONAL DEL AHORRO

Rudolf Hommes*

Dos iniciativas legislativas del gobierno, por mandato constitucional, van a ser objeto de discusión en el Congreso durante esta legislatura, las cuales tienen enorme incidencia sobre la estructura y el funcionamiento del sistema financiero. Se trata del proyecto de ley que se relaciona con las funciones de la junta directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia y el régimen del Banco de la República por un lado y, por el otro, del proyecto referente al marco de intervención del gobierno en el sistema financiero, el control y vigilancia del sector y la democratización del crédito.

La Constitución de 1991 creó un nuevo marco general para el tratamiento del sistema financiero, mucho más claro y definido que el que venía operando en la antigua Constitución y, concretamente, luego de la reforma de 1968. En efecto, a partir de esta última, se creó una duplicidad en el manejo de la regulación financiera. De una parte, la ley regulaba muchos aspectos del tema y en particular, el sistema bancario, mientras que la vía del numeral 14 del artículo 120 abarcaba los intermediarios que captaban ahorro. Complementariamente, un organismo gubernamental, la Junta Monetaria, regía la política monetaria, cambiaria y crediticia, pero también tenía que ver con muchos otros asuntos financieros e incluso fiscales.

* Economista de la Universidad de los Andes, Ph.D. de la Universidad de Massachusetts; fue asesor de la Junta Monetaria y director general de Crédito Público. Actualmente es ministro de Hacienda y Crédito Público.

El famoso numeral 14, a pesar de su relativa indefinición desde el ángulo jurisprudencial y doctrinario, fue quizás el más trascendental instrumento de transformación del sistema financiero colombiano. Al amparo de esa frase de la antigua Constitución se crearon, desarrollaron y consolidaron las corporaciones de ahorro y vivienda, adquirió un papel definido y definitivo dentro del mercado el conjunto de las compañías de financiamiento comercial y fue factible ajustar el papel de las corporaciones financieras, de reciente creación en esa época, a las circunstancias cambiantes de la economía. Por ese motivo, bien puede decirse que una parte muy importante del sistema de intermediación crediticia con que cuenta el país se le debe al flexible numeral 14. Sin él, muy probablemente, no se habría concebido un cambio tan determinante en la estructura económica de nuestro país, pues ya estaba por esa época detenido el crecimiento de los intermediarios bancarios y era muy limitada la posibilidad de diversificación de productos financieros. En realidad, sólo las fiduciarias pueden atribuirse a la creación de la ley desde ese período; por el contrario, el numeral 14 dio paso y viabilidad a nuevas iniciativas empresariales y legítimas en torno al sector financiero, el cual es hoy, fruto de ese impulso, mucho más extenso y bursátil de lo que hubiera podido darse de otra manera.

Sin embargo, ese instrumento tan determinante para potenciar iniciativas como las mencionadas, no resultaba apropiado para un sistema financiero ya consolidado. Su enorme capacidad creativa y la flexibilidad que permitieron numerosas interpretaciones, también constituían un arma de doble filo para las nuevas instituciones ya organizadas. En cualquier momento cada gobierno les dictaba regulaciones variadas, de acuerdo con su propia política financiera, económica o social y podía cambiar drásticamente todo el panorama de una entidad, pudiendo afectar inclusive, su viabilidad económica. Las propias corporaciones de ahorro y vivienda fueron víctimas de esa incertidumbre legislativa, siendo con frecuencia sometidas a bruscos cambios en las reglas de juego.

De otra parte, existía una gran confusión sobre el origen de las regulaciones, pues a algunos los protegía su sometimiento a reglas de ley, pero otros se veían sometidos al vavién del Ejecutivo. Incluso los bancos tenían sometida parte de sus operaciones al numeral 14 y otras a la ley, todo ello sin contar lo que dependía de la Junta Monetaria. Naturalmente, toda esa duplicidad de tratamientos seguramente dio lugar a regulaciones discriminatorias.

Con un sistema financiero mucho más moderno, cuya estructura quedó ya muy definida en la Ley 45 de 1990, abocó este tema la Asam-

blea Nacional Constituyente. Yo creo que la decisión que tomó este órgano fue sabia y clara, definiendo con precisión las competencias y facultades de cada autoridad en la materia. Para eso determinó que la política monetaria y cambiaria la definiría la junta directiva del Banco de la República en concordancia con el gobierno, y que la intervención en el sistema financiero la desarrollaría el Ejecutivo dentro del marco que les señalaran a uno y otro las leyes que aprobara el Congreso. Este sistema tiene dos puntos importantes: le da a las leyes del Congreso un papel que habían perdido, desde la reforma de 1968, para fijar normas y parámetros al banco central, al sector financiero y en materia cambiaria (Ley marco); deja además a dos autoridades independientes, junta del banco y gobierno nacional, la regulación concreta de esos temas; le da igualdad de tratamiento a los distintos tipos de entidades, pues todas podrán ser reguladas a través del mismo instrumento.

Este nuevo régimen constitucional aporta, igualmente, nuevos elementos a la estabilidad de las reglas del juego y a la prevención de tratos discriminatorios entre tipos de entidades; además, ofrece claridad conceptual a la órbita de cada autoridad. De todos modos, reitero, este avance no hubiera sido adecuado ni oportuno si no se hubiera ya consolidado financieramente el sistema, sobre todo luego de la crisis de 1982, y si no se hubiera institucionalizado una estructura coherente para su funcionamiento.

La Constitución le exigió al gobierno desarrollar de manera pronta este nuevo esquema y por ello se presentaron los dos proyectos de ley que están puestos ante la consideración del Parlamento.

Por un lado, está el proyecto sobre el Banco de la República y las funciones de la junta directiva. En él se busca concretar y hacer factible la autonomía del banco como garantía para un manejo correcto de la cuestión monetaria y cambiaria, ajeno a las urgencias políticas, con el propósito de hacer efectivo el objetivo constitucional de frenar la inflación en el mediano plazo. Para ello se le dan al Banco de la República los instrumentos tradicionales y fundamentales para combatir la inflación, tales como el manejo de los encajes, las operaciones de mercado abierto, las tasas de interés y la tasa de cambio. El ejercicio autónomo de esa función, coordinado con la política del gobierno, como lo exige la Constitución, debe producir una continuidad en la acción del Estado para lograr la estabilización monetaria.

Algunos miembros del Congreso han manifestado su inquietud sobre una posible falta de precisión de los mecanismos de coordinación de las políticas. Creemos que el principal de ellos es la presencia del

ministro de Hacienda en la junta, pero que es posible también incorporar nuevos elementos para mejorar y concretar esa coordinación. Pensamos que en esa área avanzará el análisis del Congreso y que sobre el particular existe ya amplio consenso. Además, dentro de las discusiones preliminares del proyecto, se ha observado que debe tenerse un mayor cuidado en relación con el impacto de las políticas del Banco de la República sobre las finanzas públicas. Es conveniente que el Congreso supervise las actuaciones del banco a través de la Ley de Presupuesto donde se incorpora el carácter superavitario o deficitario de la gestión del banco. Sobre este punto también pensamos que existe ya amplio acuerdo.

Estos avances y la virtual desaparición de la Cuenta Especial de Cambios, con sus inciertas consecuencias fiscales, son una innovación sin precedentes desde 1923, cuando se creó el banco. En nuestro concepto, el esquema previsto en la Constitución, con los mecanismos de coordinación incluidos en el proyecto de ley del ponente, senador Fuad Char, otorga una garantía muy convincente de que vamos a ser capaces de bajar la inflación en Colombia en un período relativamente corto. En efecto, debe tenerse en cuenta que ya estamos en el tercer año consecutivo de finanzas públicas equilibradas, que el proyecto de ley prevé que no habrá déficit disfrazado y que el Banco de la República tiene un amplio grado de control sobre el equilibrio fiscal y sobre las políticas monetaria y cambiaria para asegurar la reducción de la inflación. En este artículo debe destacarse que si se aprueba el proyecto de ley, con los cambios propuestos por el ponente, la junta directiva será responsable ante el Congreso de bajar la inflación año tras año, considerando además, que se subordina el uso de los instrumentos monetarios y del tipo de cambio al logro de la meta de reducir la inflación.

Acerca del proyecto de ley financiero, creemos que es necesario puntualizar cuáles fueron los criterios básicos al estructurarlo.

Por una parte, el gobierno cree que el Congreso no sólo está facultado aquí para dar los objetivos o criterios generales dentro de los cuales se desarrollará la intervención; también tiene la obligación de señalar directamente los mecanismos de la intervención del gobierno. Para ello, el proyecto trae de manera específica tales objetivos y criterios, definiendo también unas facultades muy concretas como mecanismos de la intervención de los cuales no podría salirse el gobierno. De allí que no sea válida la crítica en el sentido de que ese proyecto crea una gran incertidumbre, pues, al contrario, lo que busca es precisar de ma-

nera clara y vigorosa al gobierno cuál será el alcance de su intervención. Lo demás sólo sería susceptible de reformar por ley.

En cuanto a las facultades de intervención propiamente dichas, debo ser claro en que, primero, no son nuevas pues la mayor parte de ellas las tenía la Junta Monetaria y, segundo, son las mínimas para desarrollar una intervención prudente sobre el sector financiero. No estamos pidiendo nuevas facultades que puedan llevar zozobra al sector, nos limitamos a recomendar el mantenimiento de los instrumentos de uso permanente para cuidar la evolución del sector sin que se espere tener facultades excesivas o abusivas que puedan alterar la estructura y características básicas del sistema y las entidades, buscando con ello otorgar la tan anhelada estabilidad en las reglas del juego. Las decisiones fundamentales sobre el sistema y las entidades deberá tomarlas el Congreso, mediante leyes ordinarias.

Respecto de la inspección y vigilancia creemos que debe mantenerse el esquema actual en el cual esa función es desempeñada por la Superintendencia Bancaria. Esta entidad ha logrado, luego de la crisis financiera, un grado de profesionalismo y manejo prudencial destacado, incluso en el ámbito latinoamericano. Pensamos que debe seguirse apoyando ese proceso. Para ello, queremos mantener y profundizar su especialización en el área en que precisamente ha sido sobresaliente: el control y vigilancia, mediante el traslado de facultades de regulación financiera al gobierno, escasas por cierto, y la sustracción del control de entidades que no captan ahorro como *leasing*, *factoring* y los Almacenes Generales de Depósito. Ésta es una oportunidad sin igual para tomar decisiones de futuro sobre la especialización de la supervisión financiera. Puedo decir, aunque no esté aquí presente el superintendente bancario, que todo ello no significa, como algunos han creído, que se está acabando con la institución, por el contrario, se trata de fortalecerla y mejorarla en el cumplimiento de esa función en que ha sido vital para el país.

No existen sociedades de *factoring*. Las sociedades de *leasing*, a su vez, tienen como acreedores a los establecimientos de crédito y no al público pues les está vedado captar. En esa condición, es muy limitado el beneficio público no gremial que se está cumpliendo, al dársele una vigilancia especial como la de la Superintendencia Bancaria. Ocurre lo mismo con los Almacenes Generales de Depósito, cuyo nuevo régimen de inversiones les permitirá cubrir actividades como el transporte, integradas hoy por hoy de manera mucho mayor a la función de almacenaje.

Como consecuencia de la apertura e internacionalización de la economía las almacenadoras serán empresas más vinculadas al transporte

y al comercio y menos a la actividad financiera, como lo reconoce expresamente la directiva del sector. En consecuencia, estas entidades, lo mismo que las de *leasing* y *factoring*, deben ser vigiladas como todas las demás sociedades, función esta última que debe fortalecerse drásticamente en un futuro no lejano, tal como lo tiene previsto el Ministerio de Desarrollo.

En torno a la democratización del crédito debe reiterarse que el principal instrumento para lograrlo está en su adecuada dispersión y de los riesgos, pues la concentración pone en peligro la estabilidad financiera de las instituciones. Además, y como novedad, el gobierno intervendrá para proscribir prácticas discriminatorias de las instituciones de crédito que vulneran el derecho de las personas de tener igualdad de oportunidades para acceder al crédito. Consideramos que éste es un desarrollo concreto del principio de democratización, que además es compatible con la política general de no interferir las decisiones económicas de asignación del crédito por parte de las instituciones financieras.

En estos 20 años de evolución y desarrollo de las corporaciones de ahorro y vivienda existen, por supuesto, cuestiones que destacar. El éxito rotundo del sistema ha sido haber logrado construir un sistema estable y confiable para financiar a largo plazo una proporción sustancial de la inversión en capital fijo. Ese logro, en el entorno económico de un país que tenía bajas tasas de ahorro financiero y un crecimiento demográfico alto, representa un éxito no sólo económico sino de profundo alcance social y digno de emular en el mundo.

Esa evolución estuvo marcada por una regulación orientada a mantener una total especialización y ejercer total control gubernamental sobre aspectos financieros determinantes en su desarrollo, pues se fijaban todas las tasas activas, una alta proporción de las pasivas, se distribuía toda su cartera, etc. Hoy por hoy, la mayor parte de esas regulaciones ha desaparecido, siendo el sistema de valor constante mucho más competitivo. Todavía quedan, por supuesto, cosas por hacer. Por ejemplo, en torno a las tasas controladas sobre las cuales se está reflexionando con el ánimo de liberarlas y sobre si se da la condición para liberar la tasa del crédito bancario.

En este panorama de liberalización resulta claro que la especialización de las CAV será cada día menos un asunto de decisión gubernamental y más una decisión empresarial libre. Además, en este momento se ha desmitificado o abolido buena parte de los temas tabú del sistema como lo fueron la corrección monetaria, el crédito a otros sectores de la

MENSAJE DEL SEÑOR PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA, CÉSAR GAVIRIA TRUJILLO, CON MOTIVO DE LA CLAUSURA DEL II CONGRESO NACIONAL DEL AHORRO. DESAFÍOS PARA EL SECTOR FINANCIERO DE LOS AÑOS NOVENTA

La conmemoración de los 20 años de existencia del sistema UPAC, así como el auge sin precedentes que ha experimentado el sector de la construcción durante el año en curso, que lo convierten en importante motor del desarrollo del país por sus efectos multiplicadores sobre otras ramas de la industria y los servicios y por generar un alto número de empleos para mano de obra no calificada, son motivos suficientes para que el presidente de la República los acompañara hoy en la clausura de este congreso, atendiendo la amable invitación que me hizo el señor presidente del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda, Enrique Peñalosa Londoño.

Pero como para esta fecha me encontraré en Santa Marta presidiendo una cumbre de gobernadores, quiero por el presente mensaje exponer ante ustedes de manera general la política de vivienda social que actualmente lleva a cabo el gobierno nacional, la cual se enmarca dentro del contexto de la apertura económica y la modernización del Estado.

Durante lo que va corrido de mi administración nos hemos dedicado a consolidar el mercado de la vivienda en el segmento de menores ingresos, para lo cual ahora pretendemos realizar un segundo empujón consistente en incentivar aún más la respuesta favorable de la oferta frente al estímulo inicial del subsidio directo a la demanda. Para el éxito de esta política contamos con la confianza y credibilidad de los constructores privados y las corporaciones de ahorro y vivienda en su estabilidad y beneficios. Estoy por ello seguro de que en esta segunda fase de refuerzo de la política estatal sobre la materia participarán todos los actores comprometidos con el mercado de la vivienda social, cuyo concurso resulta indispensable en el desarrollo de los nuevos instrumentos, productos y servicios para ampliar la oferta y financiación de soluciones habitacionales.

Tres son los objetivos fundamentales de las medidas de refuerzo que estamos implementando:

- Apertura financiera y banca especializada para el sector de la construcción, generando las condiciones que permitan a las corporaciones de ahorro y vivienda proyectarse hacia el segmento del mercado que cuenta con mayor demanda, la vivienda social, en condiciones de solidez, rentabilidad y libertad para liderar el sector compitiendo con otros agentes financieros.
- Reconversión industrial, vinculando al sector de la construcción al compromiso que otras industrias ya han asumido con el cambio tecnológico a través del aumento de su productividad y la ampliación de su cobertura geográfica para ofrecer soluciones habitacionales de mejor calidad y menor precio, que se adecuen al perfil de la demanda nacional.
- Municipalización, potenciando la capacidad de los municipios para asumir con eficacia la gerencia de su propio desarrollo con el fin de aumentar la posibilidad de respuesta del Estado a través de la articulación eficiente de los esfuerzos y recursos de los gobiernos territoriales.

El énfasis en estos tres objetivos logrará acercar la oferta económica y técnica a la demanda de vivienda social y la maduración del mercado en los segmentos de mayores ingresos, con el fin último de llegar a una focalización efectiva de los recursos disponibles en el subsidio a la vivienda de los segmentos del mercado de menores ingresos.

Pero como, insisto, el éxito de esta política lo determina la activa participación de todos los actores comprometidos con el mercado de la vivienda, el Ministerio de Desarrollo a través del Inurbe suscribió un acuerdo con la Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol, y el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda, ICAV. Este acuerdo incluye la realización de una investigación de mercados cuyos resultados sobre el perfil de la demanda habitacional de los sectores de menores ingresos serán la base para diseñar nuevos productos y servicios.

El acuerdo Inurbe-Camacol-ICAV comprende la evaluación de propuestas como disminuir el valor de las soluciones subsidiables mediante un proceso gradual y regionalizado, ampliar la oferta privada de ahorro y crédito para vivienda de interés social con distintas alternativas y liberalizar el marco normativo para que las corporaciones de ahorro y vivienda se proyecten hacia el mercado de menores ingresos.

En la medida en que el sector privado asuma el riesgo de ofrecer nuevos sistemas de producción y mejoramiento de vivienda, y específicamente se generen nuevas alternativas de ahorro y crédito para aten-

economía y los créditos a estratos bajos de la población. Con ello y la eliminación de muchas de las barreras a la competencia, que existían entre los establecimientos de crédito, el futuro de las próximas décadas para el sistema de valor constante será mucho más dinámico, prolífico en expectativas y opciones para las corporaciones.

der el déficit habitacional, el gobierno facilitará el desarrollo de esta oferta ampliando las opciones para el acceso y entrega del subsidio familiar de vivienda y liberando aún más al sector financiero.

El propósito del gobierno es facilitar el desarrollo de las iniciativas privadas, aprovechando las fuerzas productivas como aliadas del bienestar colectivo para limitar la acción estatal a la generación de condiciones para la atención de la demanda de menores ingresos.

Si bien tiene razón Octavio Paz al afirmar que el mercado "sabe de precios, no de valores", también es cierto que él es el instrumento más efectivo, la opción más clara para llegar, por la vía de la sana competencia entre oferentes, a productos masivos de mejor calidad y menores precios. Pero creo que todos estamos de acuerdo en que el mercado requiere unas reglas de juego coherentes con un pensamiento y una filosofía social.

Permítanme finalmente hacer énfasis en que las metas numéricas que en el pasado fueron resultado facilista de las políticas de vivienda social no son el objetivo de este gobierno. Entendemos más bien la solución estructural del problema habitacional de las familias colombianas como un proceso en el cual el usuario define el producto que desea desarrollar teniendo en cuenta su capacidad de pago, sus necesidades básicas familiares y su ubicación social.

Dentro de esta política los productores y financiadores de las soluciones habitacionales tienen ante sí el reto de proyectar eficientemente su actividad hacia el mercado de la vivienda social, asumiendo el riesgo de innovar en el diseño y desarrollo de nuevos productos y servicios que respondan a las expectativas y posibilidades de la demanda.

Por su parte, el Estado les ofrece un nuevo marco institucional que respeta sus decisiones en materia de organización y atención a la demanda, circunscribiendo su acción a facilitar y orientar dotando al conjunto de la política de instrumentos ciertos que acompañen, garanticen y potencien el funcionamiento del mercado respetando sus condiciones financieras y las condiciones de desarrollo urbano establecidas por los municipios.

Como se trata de una política para empresarios y no para oportunistas, especuladores o inmediatistas, estamos seguros de contar con su amplia, positiva e inmediata respuesta para sacar adelante esta empresa social rentable.

Al felicitarlos por el éxito del Congreso que hoy clausuran les hago llegar un especial saludo de optimismo en el futuro del sector de la construcción y en su compromiso con la política de vivienda social del gobierno.

Este libro terminó de imprimirse
en marzo de 1993
en los talleres de Tercer Mundo Editores,
División Gráfica,
Santafé de Bogotá, Colombia
Apartado Aéreo 4817