

Hacia un mercado hipotecario sostenible¹

Contenido

Resumen Ejecutivo.....	2
La importancia del crédito hipotecario	3
Características de las hipotecas como activos de inversión.....	5
Vehículos para invertir en hipotecas	9
Estructurados - Securitización	9
Bonos con doble garantías (Covered bonds).....	11
Requisitos para un mercado sostenible	14
Más sobre los seguros hipotecarios.....	16
Más sobre la protección a los deudores por caída del salario real.....	18
Otros seguros del mercado hipotecario.....	19
Algunas experiencias internacionales.....	20
Agencias y programas en EE.UU.: Los GSE (Government Sponsored Enterprises).....	20
Titulizadora hipotecaria de Colombia	21
Canada Mortgage and Housing Corporation (CMHC)	21
Cagamas de Malasia.....	22
Una propuesta para la Argentina	23
Introducción	23
Sobre los mejoradores externos: cobertura UVA-CVS y seguros hipotecarios	23
Cobertura UVA - CVS	23
Seguros hipotecarios	25
Sobre los instrumentos: ¿Estructurados o bonos con doble garantías (CB)?.....	26
Agencia (banco) especializado en hipotecas	27
Principales líneas de acción a seguir para la implementación de la propuesta	29
Anexo: Páginas de agencias de la experiencia internacional	31
Referencias	32

¹Informe para la Asociación de Bancos Argentinos (ADEBA) realizado por Ramiro Moya. Buenos Aires, 9 de marzo de 2020.

Resumen Ejecutivo

- Por diferentes razones históricas, el mercado hipotecario argentino es mínimo: menos del 1% del PBI. Esta casi inexistencia genera una pérdida de bienestar importante para las familias.
- En el trabajo se analiza a la hipoteca como instrumento para inversores, de forma de caracterizar los riesgos que un comprador de este activo enfrentaría.
- Además de contener los riesgos típicos de un instrumento de renta fija (de tasa de interés, de reinversión y prepago, de inflación inesperada, de crédito, de baja de la calificación crediticia, de liquidez), a las hipotecas se le adicionan especialmente dos más: de contracción y extensión de plazos y de caída de salario real.
- También debe tenerse en cuenta que riesgos como de crédito y de liquidez suelen estar más marcados en las hipotecas respecto a los bonos estándares, al tratarse de instrumentos generalmente difíciles de analizar para un comprador típico (por ejemplo, en los securitizados) y, por lo tanto, la base de inversores es más reducida.
- Las propuestas, entonces, giran en torno a convertir a las hipotecas en activos más atractivos para los inversores, de forma de bajar el costo de fondeo, además de otros beneficios para los deudores.
- Esto es lo que se hace en distintos países del mundo, según un breve repaso de la experiencia en EE.UU. (con los GSE), Colombia (Titulizadora Colombiana), Canadá (Canada Mortgage and Housing Corporation) y Malasia (Cagamas). Estos son algunos de los muchos ejemplos de agencias especializadas, pero se citan muchos instrumentos complementarios.
- Con estos objetivos, se realizan propuestas que necesariamente deben ser implementadas en la originación y otras que favorecen el desarrollo de un mercado de fondos de largo plazo.
- *Propuestas para la originación.* Se recomienda proveer de mayor seguridad crediticia a las hipotecas desde el inicio, a través de una cobertura por riesgo de caída de salario real (Cobertura UVA-CVS) y un seguro hipotecario y/o fondo de garantía para familias de más bajos ingresos. Estos instrumentos no sólo servirán para la eventual securitización de carteras, sino que generan un conjunto de hipotecas de mayor calidad para usar como garantía en la emisión de bonos con doble garantía (Covered Bonds o CB).
- Desde el punto de vista del tomador del crédito, estos instrumentos contribuyen a ampliar las posibilidades de endeudamiento (vía LTV y RCI) y reducir el costo de acceso. Se espera también una fuerte contribución a la política habitacional, permitiendo el acceso al crédito hipotecario a las familias de más bajos ingresos.
- *Propuestas para el fondeo de largo plazo.* Una vez originadas las hipotecas, los bancos necesitarán calzar los plazos (y monedas) a la vez que necesitarán fondos para ampliar su cartera con pasivos apropiados. Se propone una secuencia por la cual las entidades originantes tengan la posibilidad de emitir bonos seguros y estandarizados para el inversor, ampliando la base de inversores potenciales, con plazos acordes a los que demande el mercado, a través de los bonos con doble garantía (o Covered Bonds). El paso siguiente es aliviar el capital y riesgo de los bancos a través de la securitización. Para esto se propone, dada la ausencia (temporaria) de inversores institucionales, la creación de una agencia (o banco) especializada en hipotecas que cumpla las funciones de transformar los plazos, securitizar para distintas entidades, otorgue garantías para los inversores, brinde liquidez a estos títulos, etc. según los modelos observados en otros países.

La importancia del crédito hipotecario

El crédito hipotecario se encuentra subdesarrollado en la Argentina (este representa cerca del 1% del PBI, muy por debajo de cualquier país de la región). Diversos factores pueden ayudar a explicar la baja penetración de estos préstamos en las operaciones de compra y venta de viviendas. Las familias argentinas se han acostumbrado a realizar transacciones a través de operaciones de contado o la compra en pozo de unidades a construir.

La ausencia de préstamos hipotecarios no es inocua para el bienestar de la sociedad y el desarrollo de la economía.

Por una parte, los hogares que pueden adquirir una vivienda pagando por una unidad completa de contado, con todos los servicios, son únicamente los de altos ingresos. Pero aún así, la ausencia de crédito hipotecario retrasa la compra de la vivienda entre los más jóvenes, dilatando la formación de los hogares².

También impacta en todo el mercado inmobiliario, afectando al denominado déficit cualitativo³. Por una parte, la imposibilidad de obtener un crédito conduce a las familias a adquirir su vivienda en forma incremental, con avances en la construcción según la disponibilidad de ingresos. El acervo de viviendas para todo el país, de esta forma, siempre está en déficit constructivo, con servicios básicos todavía no conectados, con paredes sin revocar o con pisos inadecuados, por ejemplo.

Adicionalmente, la imposibilidad de acceder a la primera vivienda dificulta la venta de unidades de propietarios que necesitan adquirir una vivienda más grande debido a, por ejemplo, el aumento de la cantidad de integrantes. De esta forma, también reduce las posibilidades de agrandar la vivienda y genera hacinamiento mientras persista esta dificultad.

Por otro lado, teniendo en cuenta el enorme déficit habitacional cuantitativo y cualitativo argentino⁴, la presencia de crédito para la vivienda otorgado por el sector privado constituye un gran aliado de la política habitacional. Para los hogares de ingresos medios, permite la compra de viviendas completas, reduciendo ambos tipos de déficits.

Pero aun así, habrá familias que, debido a sus bajos ingresos o escasa capacidad de ahorro, necesitarán asistencia del gobierno para adquirir su primera vivienda. Existen distintas maneras de asistencia, pero con crédito hipotecario de entidades privadas los recursos estatales se pueden multiplicar. Por ejemplo, una política habitacional del tipo ABC que combina el crédito para la vivienda del sistema financiero (C), con ahorro aportado por las familias (A) y con un subsidio de

² Chiuri y Japelli (2003) encuentran para un estudio de 14 países de la OECD que mercados hipotecarios más restrictivos afectan el acceso a la primera vivienda, especialmente entre los más jóvenes. Para la Argentina, ver Auguste et. al. (2011) que encuentra evidencia de la ausencia de crédito para la vivienda.

³ Déficit cualitativo hace referencia a la cantidad de hogares viviendo en unidades con deficiencias de servicios (agua, energía eléctrica, cloacas, etc.), constructivos (materiales de mala calidad, pisos de tierra, etc.) y/o con hacinamiento (más de dos personas por habitación). En contraposición, déficit cuantitativo hace referencia a las familias que comparten vivienda o que habitan una unidad cuya recuperación sólo puede lograrse con el reemplazo de una nueva (i.e. "irrecuperable").

⁴ El déficit cuantitativo, según el último censo de población y vivienda (2010), alcanza al 11% de los hogares, aproximadamente 1,4 millones. A este, debe adicionarse el déficit cualitativo que alcanza al 22,7% de las familias, esto es, a 2,7 millones.

capital del Estado (B), multiplica los recursos fiscales por 4 o 5, según el grado de asistencia, respecto al sistema de financiamiento (y construcción) desde el Estado de una vivienda completa⁵.

El subdesarrollo del mercado argentino de hipotecas se debe a distintas razones que, en forma no exhaustiva, son las siguientes:

- a. La ausencia de ahorro canalizada en moneda nacional. La causa principal de que las familias y empresas argentinas utilicen moneda extranjera o propiedades como vehículos de inversión para el ahorro es la inestabilidad macroeconómica, particularmente la inflación persistente e inestable. En cierta manera, la introducción de activos ajustables por inflación (i.e. por Unidades de Valor Adquisitivo (UVA))⁶ facilita la colocación de ahorros en moneda nacional con rendimientos reales positivos en un activo de fácil interpretación y conocimiento.
- b. Aunque se creen instrumentos a prueba de inflación, como los depósitos ajustables por UVA, todavía persiste la incertidumbre acerca del cumplimiento de los contratos y el respeto a la propiedad privada. La historia argentina presenta varios ejemplos de ruptura de contratos, por ejemplo: a fines de 1989 se convirtieron compulsivamente los depósitos a plazo por títulos emitidos por el gobierno con el objeto de reducir la cantidad de dinero en circulación⁷. En el 2002, sólo 13 años después, los depósitos denominados en dólares fueron compulsivamente convertidos en moneda nacional a una tasa de cambio por debajo de la prevaleciente en el mercado y se reprogramaron los depósitos a plazo⁸.
- c. Aun cuando la inflación sea estable pero persistente, las tasas de interés nominales incorporan las expectativas de inflación, aumentándolas. En consecuencia, las tasas de los créditos hipotecarios serán elevadas, reduciendo sustancialmente el acceso de los hogares por la elevada cuota inicial. La posibilidad de otorgar créditos hipotecarios ajustables por inflación, ajustables por UVA, bajó sustancialmente la cuota de ingreso y amplió la accesibilidad para una amplia franja de hogares. Esto se debe a que la inflación esperada para los próximos años no se incorpora en la tasa de interés cobrada en el crédito, sino que se incorpora la inflación de cada período en el capital, por lo que la tasa de interés sólo refleja el retorno real sobre el préstamo. Una alternativa serían tasas de interés nominales variables, pero debido a la inflación inestable o a una política monetaria contractiva, las cuotas serán más inestables y menos predecibles que un crédito en UVA⁹.

⁵ La política habitacional conocida como ABC se aplica en muchos países de la región, habiendo sido los pioneros Chile y Costa Rica. En la actualidad también es el principal instrumento en Colombia, El Salvador, México, Panamá, Perú y la República Dominicana, entre otros. En la Argentina, se aplicó a través de las distintas líneas de Programa ProCreAr en la administración anterior.

⁶ Creada mediante normativa del Banco Central de la República Argentina (BCRA), Comunicación A 5945 del 8 de abril de 2016.

⁷ Este cambio de los depósitos en títulos se conoció como “Plan Bonex”, debido a que los bonos emitidos se denominaban Bonos Externos.

⁸ A través de la Ley 25.561 se derogó el régimen existente hasta entonces de convertibilidad de la moneda argentina por el dólar norteamericano y, consecuentemente, los depósitos en dólares cambiaron de denominación.

⁹ Dado que, además de la inflación, el ajuste de la cuota será afectada por tasas reales de interés más elevadas debido a decisiones de política monetaria. También, las expectativas sobre la inflación futura pueden cambiar más rápidamente que la inflación real, lo que afecta a la tasa de interés nominal y, consecuentemente, a la cuota inicial.

- d. La informalidad en el mercado laboral reduce las posibilidades de acceder a un crédito hipotecario. Se estima que 35% de los trabajadores están en situación de informalidad, lo que implica que las entidades financieras no pueden verificar en forma razonable los ingresos de las familias que intentan calificar para un crédito hipotecario¹⁰. Dado que la informalidad puede responder principalmente a la carga impositiva, la decisión de permanecer en esta situación es en gran medida de las familias, por lo que la informalidad es, hasta cierto punto, endógena. Esto implica que, de no obtener beneficios, los trabajadores decidirán permanecer en la informalidad. Una de las ventajas de la formalización es tener la posibilidad de obtener un crédito para la vivienda, situación que es percibida por los hogares. Por lo tanto, recreando el mercado de crédito, especialmente para la vivienda, puede incentivar a los hogares a cumplir con las obligaciones fiscales y demandar el cumplimiento de las condiciones laborales.
- e. Finalmente, para que el flujo de créditos hipotecarios sea sostenible en el tiempo, es necesario que existan inversores dispuestos a colocar sus fondos en un plazo (“duration”) similar a la requerida por los hogares para financiar la compra de su vivienda. En los países con mercados de capitales desarrollados, los inversores naturales son los fondos de inversión, fondos de pensión y compañías de seguros, denominados inversores institucionales. Estos inversores tienen obligaciones de largo plazo que les permiten colocar los fondos en activos de igual duración. No obstante, aún cuando puedan existir estos actores en el mercado, las características particulares de las hipotecas y de los activos relacionados requieren de otros instrumentos. Esta ausencia de fondeo de largo plazo es lo que se analizará en este trabajo.

Características de las hipotecas como activos de inversión

Como todo activo financiero, las hipotecas o cualquier vehículo que contenga estos activos como subyacentes¹¹, poseen distintos riesgos que enfrenta un inversor.

Los créditos hipotecarios obligan al deudor al pago periódico de intereses y amortizaciones, con distintos esquemas. El hecho de que los pagos son relativamente predecibles convierte a este tipo de activo financiero en un instrumento de renta fija, como cualquier bono emitido por el sector privado o por el sector público.

Por lo tanto, los riesgos de las hipotecas que asumen los inversores son:

1. Riesgo de tasa de interés o de “duration”

¹⁰ Esta definición de informalidad corresponde al porcentaje de trabajadores que no cuentan con protección social (esto es, jubilaciones, cobertura de salud, etc.).

¹¹ En adelante, cuando se haga referencias a las hipotecas como activos de inversión, también se referirá a los vehículos que los contienen como activos de respaldo y de provisión de ingresos para los inversores (“activos subyacentes”).

Esto ocurre porque cambios en las tasas de interés de mercado afectan el valor de los activos con renta fija¹². Si la tasa de interés aumenta, el precio del activo se reduce y viceversa, cuando la tasa cae¹³.

Este riesgo también es conocido como de “duration”. La “duration” de un título hace referencia al cambio porcentual en su precio cuando la tasa de interés del mercado sube en un punto porcentual. La “duration” depende de los flujos de pagos de los bonos, cuanto más adelante en el tiempo se acumulen los pagos, mayor el impacto de la suba de la tasa de interés y, consecuentemente, mayor la caída en el precio. En general, los bonos con vencimientos más largos tienen una “duration” mayor, por lo que son más afectados por cambios en las tasas de interés.

2. Riesgos de reinversión y de los bonos con opción de prepago (“callable”)

Otro riesgo que enfrentan los inversores es el riesgo de reinversión, que ocurre porque los pagos de los bonos (cupones y amortizaciones) podrían invertirse en instrumentos con menor rendimiento que el pagado en los bonos.

Este riesgo es evidente en los bonos con opción de prepago (denominados “callable”). Esta opción otorga el derecho al emisor a pagar total o parcialmente el bono antes de su vencimiento. Cuando la tasa de interés de mercado se reduce, el emisor puede tomar nueva deuda y repagar el bono que le implica un costo financiero mayor, lo que implica que los tenedores dejarán de percibir los intereses más elevados implícitos en los cupones para reinvertir en activos con menor rendimiento.

De forma de compensar este riesgo, los inversores reciben demandan un retorno superior al que recibirían si no contuviera esta opción de prepago.

3. Riesgo de prepago (contracción y extensión)

Este riesgo es muy particular de las hipotecas. Los deudores hipotecarios pueden cancelar anticipadamente, antes del vencimiento, en forma total o parcial, el crédito. Para los inversores de hipotecas, la cancelación inesperada del crédito le genera el mismo efecto que el riesgo de reinversión. Esto ocurre porque cuando las tasas de interés bajan, los deudores de hipotecas pueden tomar otra hipoteca u otro crédito más barato para pagar antes del vencimiento (i.e. contracción del plazo). Los inversores, en consecuencia, reciben pagos que deben reinvertir a menores tasas.

Adicionalmente, los pagos de las hipotecas pueden extenderse más allá de lo normal cuando las cancelaciones reales son inferiores a las previstas si la tasa de interés de mercado es elevada. Adicionalmente, también pueden extenderse más allá de lo establecido inicialmente en el contrato de crédito. Esto puede ocurrir cuando se renegocia el contrato, por ejemplo, dando más años para repagarlo.

¹² Si la tasa de interés del activo (i.e. préstamo hipotecario) es variable, este riesgo es menor, aunque persiste dado que los ajustes en las tasas de interés no son automáticos, sino tienen una frecuencia menor, por ejemplo, semestral.

¹³ Esto ocurre porque si la tasa de interés de mercado baja, por ejemplo, los inversores se vuelcan a los títulos que pagan cupones más elevados, haciendo subir su precio. A la inversa, cuando la tasa de interés sube, los tenedores de bonos los venden para acomodar su portafolio al mayor rendimiento existente, haciendo caer los precios.

Este riesgo de extensión del plazo es particularmente importante para los créditos hipotecarios ajustables por UVA. En efecto, debido a que estas hipotecas tienen un riesgo de caída del salario real, por diferencias entre el IPC (i.e. UVA) y el índice de salarios (CVS, Coeficiente de Variación Salarial), los bancos deben ofrecer extender el plazo del crédito en hasta $\frac{1}{4}$ el plazo original, cuando esta divergencia sea superior al 10% desde el inicio del crédito¹⁴.

Los inversores de hipotecas demandan un rendimiento mayor debido a este riesgo de contracción y de extensión.

4. Riesgo de inflación inesperada

Los bonos que no son ajustables por inflación son afectados por la inflación no esperada (no incorporada en las tasas de interés implícitas en los cupones), erosionando el rendimiento real. En economías inflacionarias, pero particularmente en países desarrollados con muy baja o inexistente inflación (e.g. Japón, EE.UU.), suelen emitirse bonos ajustables por inflación que son demandados por los inversores que necesitan cumplir compromisos que se mueven con la inflación¹⁵.

5. Riesgo de crédito o de default

Cuando un inversor compra un bono, está adquiriendo una deuda. El repago del bono depende, por lo tanto, tanto de la voluntad como de la capacidad objetiva de pago del deudor que emitió el título. Esto ocurre tanto para los bonos soberanos como los emitidos por gobiernos locales o corporaciones.

Cuanto mayor sea el riesgo de crédito percibido por los inversores, menor será la demanda y, por lo tanto, los títulos cotizarán a precios menores, implicando un mayor rendimiento demandado por los tenedores de bonos.

En el caso de las hipotecas, el riesgo de repago existe porque el deudor puede no tener la capacidad de pagar la cuota por diferentes circunstancias. Para esto existen distintos instrumentos que serán discutidos más abajo.

6. Riesgo de baja en la calificación crediticia de los bonos

La capacidad de pago de los emisores de bonos es frecuentemente evaluada por agencias especializadas (e.g. Standard & Poor's, Moody's). La calificación se otorga según diversos factores y actúan como una especie de auditores de los emisores¹⁶.

Las decisiones que toman las agencias de crédito tienen un efecto importante sobre los inversores.

Si una compañía tiene una calificación baja o se cuestiona su capacidad de repagar, los bancos e instituciones de crédito tendrán en cuenta esta situación y demandarán una mayor tasa de interés por el préstamo. Para los títulos con cotización, funciona de la misma manera, demandando intereses implícitos más altos para los emisores con menor calificación de las agencias.

¹⁴ Comunicación A 5945 del B.C.R.A.

¹⁵ Cabe señalar que los bonos con otros tipos de ajuste, distinto de los Índices de Precios al Consumidor (IPC), son casi inexistentes o con una demanda muy acotada, de nicho.

¹⁶ El "rating" o calificación va desde el AAA para inversiones (bonos) de muy alta calidad crediticia hasta D para títulos en default (con impagos).

Una reducción de la nota de calificación (“downgrade”) tendrá un impacto negativo en los precios de los bonos y viceversa (“upgrade”).

7. Riesgo de liquidez de los bonos

Los títulos son líquidos o existe liquidez en el mercado cuando los vendedores pueden realizar una venta de sus tenencias en forma más o menos rápida sin tener que reducir severamente los precios.

En general, los bonos emitidos por los gobiernos nacionales poseen liquidez mientras que los bonos emitidos por empresas (i.e. bonos corporativos) son menos líquidos. Existe el riesgo, por lo tanto, que un inversor pueda no ser capaz de vender sus bonos rápidamente debido a que el mercado puede no estar en condiciones de absorber esta oferta. En parte, la liquidez de los bonos depende de las circunstancias dado que, en momentos de elevado estrés financiero como una salida masiva de determinados títulos, aún los bonos soberanos pueden transformarse en ilíquidos.

Los bonos ilíquidos, con una base de inversores reducida¹⁷, no solo tienen que pagar mayores intereses para atraer a los inversores, sino que también tienen una volatilidad mayor en los precios, generando pérdidas/ganancias a los inversores.

Esta es una característica que pueden tener las hipotecas, según como se estructuren, dado que se trata de un mercado con riesgos específicos (de nuevo, según si pueden mitigarse) que reducen la base de inversores y pueden transformarlas en ilíquidas.

8. Riesgo de caída del salario real promedio

Este es también un riesgo de crédito. Pero la particularidad es que afecta en forma (casi) sistémica a todos los deudores de créditos ajustables por inflación cuando los salarios no ajustan automáticamente ante un evento inesperado de inflación.

También se aplica en general a cualquier tipo de deuda donde el préstamo debe devolverse en una moneda distinta a la que genera los flujos para realizar los pagos.

En resumen, existen distintos riesgos a los que se enfrentan los inversores de activos de renta fija, entre los que se encuentran las hipotecas. Algunos de estos riesgos afectan especialmente más a estas últimas que a los bonos. En la siguiente sección se discutirán algunos instrumentos que sirven para reducir o mitigar estos riesgos.

¹⁷ Esto es particularmente relevante en los casos de títulos menos estándares (e.g. hipotecas) o exóticos (e.g. ajustables por algún índice distinto al IPC).

Riesgos asumidos por los inversores de activos con renta fija

	¿Afecta más a las hipotecas?
De tasa de interés (duration)	No
De reinversión y prepago ("callable")	No
De prepago (contracción y extensión)	Si
De inflación inesperada	Depende
De crédito o de default	No
De baja de calificación crediticia	No
De liquidez	Si
De caída del salario real	Si

Vehículos para invertir en hipotecas

Los préstamos hipotecarios generados por las entidades financieras son colocados en los mercados de capitales modernos a través de, básicamente, dos tipos de instrumentos: fideicomisos de hipotecas (securitización) y bonos con doble garantías ("covered bonds"). Estos activos son transados en el denominado mercado secundario de hipotecas.

Estructurados - Securitización

Los fideicomisos de hipotecas son entidades legales separadas de los originadores (entidades financieras) cuya finalidad es administrar un conjunto de préstamos para la vivienda con garantía hipotecaria. Estos activos subyacentes generan ingresos monetarios que pagan a los tenedores de títulos emitidos por el fideicomiso. Este proceso se denomina securitización, dado que los activos no comerciables en el mercado de capitales (hipotecas) se convierten en títulos que cotizan públicamente ("securities"). Estos títulos son los adquiridos por los inversores¹⁸.

El proceso de securitización implica la transferencia de la propiedad de los activos desde los dueños originales (i.e. bancos) a una entidad legal separada con nuevos dueños (i.e. inversores que compran los títulos emitidos por el fideicomiso). Los títulos emitidos tienen como contraparte los activos del fideicomiso, las hipotecas, cuyos flujos son usados para pagar los intereses y las amortizaciones de las emisiones compradas por los inversores.

Las ventajas de la securitización es que, como se mencionó, convierte activos con garantía hipotecaria, ilíquidos, en títulos accesibles a los inversores. Una segunda ventaja, es que permite a los bancos retirar las hipotecas de sus activos, convirtiéndolos en fondos líquidos para continuar otorgando préstamos. Es decir, generalmente reducen el riesgo de crédito de sus carteras, dado que se transfiere al fideicomiso¹⁹, y reducen la "duration" de su activo, más acorde con la de los pasivos.

¹⁸ En inglés, estos títulos son conocidos como MBS ("Mortgage-Backed Securities") o títulos con garantía de hipotecas.

¹⁹ Por regulación, después de la crisis subprime en EE.UU., en la mayoría de los países se obligan a los bancos a retener una parte del riesgo en sus activos, para mantener los incentivos alineados entre la originación y la securitización.

Cuando se trata de una transferencia total de la cartera, sin recurso del banco, se convierte en una venta verdadera (“true sale”), liberando capital del banco. De esta forma, la securitización contribuye a reducir los costos de los créditos, dado que facilita a las entidades originantes el fondeo para otorgar nuevos préstamos.

Una estructura común en la securitización es la subordinación a las deudas, con la creación de más de una clase de bonos o tramos. Las diferentes clases de bonos difieren en la manera en que cada uno comparte las pérdidas resultantes del riesgo de crédito. Los tramos, generalmente, asumen diferentes riesgos de prepago y de crédito.

En efecto, la razón principal para la creación de las diferentes estructuras es redistribuir el riesgo de prepago y de crédito en forma eficiente entre los diferentes tenedores de títulos emitidos por el fideicomiso. El riesgo de prepago es la incertidumbre debido a que los flujos de caja sean diferentes a los del contrato de crédito debido a las cancelaciones totales o parciales de los préstamos, para tomar ventaja de los movimientos en las tasas de interés.

Este riesgo incluye dos componentes: el riesgo de contracción y el riesgo de extensión. El primero ocurre cuando la tasa de interés del mercado se reduce, con lo que el vencimiento de los préstamos es inferior al anticipado, dado que los deudores refinancian a tasas de interés inferiores, cancelando el préstamo anterior. A la inversa, cuando la tasa de interés aumenta, las cancelaciones reales son inferiores a las previstas en contextos normales. Los deudores no tienen ningún incentivo en cancelar y acudir al mercado a tomar un crédito más caro.

La creación de tramos ayuda a manejar el riesgo de prepago, distribuyéndolo entre los diferentes tipos de deudores. Típicamente, hay tramos que reciben flujos financieros predecibles por intereses y por amortizaciones, dado que los ingresos del fideicomiso primero pagan estos títulos. Otros tramos, en cambio, pueden ser subordinados en el riesgo de crédito y se pagan después de haber cumplir con los tramos superiores (con flujos predecibles).

Esta ingeniería financiera convierte a los tramos en activos muy diferentes para el inversor. Los superiores, por ejemplo, son lo más parecido a un bono emitido por una empresa o por el gobierno, mientras que los tramos inferiores (subordinados) son activos con una “duration” larga y, según las condiciones de emisión, asumen un mayor riesgo de crédito.

Los primeros tramos tienen una amplia base de inversores, dado que son considerados seguros²⁰ y que tienen un muy bajo o nulo riesgo de prepago. En cambio, los tramos inferiores tienen una base de deudores más estrecha, dado que poseen una “duration” larga y, a veces, incierta.

Un MBS con “pass-through” refleja los servicios pagados por las hipotecas, netos de las comisiones por administración y servicios.

De forma de obtener una calificación favorable de crédito por parte de las agencias calificadoras, los títulos siempre requieren de “mejoradores”. La forma más común de mejoradores son los internos, a través de la creación de estructuras subordinadas y senior de los tramos, tales como se

²⁰ Según los seguros de créditos que tengan o el respaldo del banco (con o sin recurso). Un préstamo securitizado con recurso implica que la entidad originante está obligada a reemplazar el crédito si éste último no cumple con los pagos.

mencionó. También se crean fondos de reservas de los flujos y sobre-colateralización (exceso de garantías).

Pero los más interesantes, a los fines de este estudio, son los mejoradores de crédito externos que consisten en seguros que garantizan, en caso de default de crédito, compensaciones por las pérdidas resultantes. Estos seguros son provistos por compañías privadas o por seguros o fondos estatales.

Las diferencias entre los proveedores de estos seguros dependen de la situación del mercado de hipotecas y del tipo de deudor cuyo préstamo está garantizado. Típicamente, los seguros y los fondos de garantía con participación del Estado cubren a deudores de la política habitacional.

Otro mejorador financiero, menos común, es el swap de índices cuando el crédito hipotecario es ajustable por el Índice de Precios al Consumidor²¹. Este swap, que funciona a través de un fondo, convierte la cuota del crédito en otro ajustable por algún índice de salarios. El objetivo es reducir el riesgo de caída del salario real, aumentando la calidad crediticia del préstamo y del estructurado.

Bonos con doble garantías (Covered bonds)

Los bonos con doble garantías, más conocidos como “covered bonds” (CB) en el mercado de hipotecas, son títulos que están garantizados por el emisor (el banco originador de los créditos) y, en caso de dificultades para pagar, se garantizan con una cartera de hipotecas identificadas y dinámicas (ie. se reemplazan en caso de que se prepaguen o tengan algún problema). Ofrecen, de este modo, una doble protección a los inversores.

A diferencia de la securitización, la garantía de pago es doble (i.e. el banco y la cartera de hipotecas) y los flujos de pagos en general son ciertos, como un bono estándar (diferente de los MBS con “pass through”, cuyos pagos replican los pagos de las hipotecas). En algún sentido, la cartera en garantía no debe verse como principal flujo de fondos del título sino como una garantía adicional a la otorgada por el balance del banco.

La cartera que se garantiza puede estar dentro de los activos del banco o en un vehículo separado (fideicomiso). En general, cuando la cartera está en un fideicomiso (menos eficiente, por los costos de estructuración y administración) se debe a la ausencia de una legislación especial para los CB²².

En efecto, lo que requiere la garantía es que la cartera de hipotecas tenga recurso total del banco²³, estén identificadas y, especialmente que, en caso de cesación de pagos del banco, los acreedores puedan disponer de la cartera identificada de hipotecas para el pago del bono. Para que los acreedores (tenedores de CB) puedan tomar posesión de la cartera separada, los acreedores más seniors del banco (i.e. depositantes) deben ceder este privilegio de alguna manera. Las leyes autorizan a los bancos a esta separación de la cartera dentro de los balances, poniendo un límite cuantitativo al tamaño de la garantía en el total, buscando un balance entre la protección a los depositantes y la de los tenedores de CB a emitir.

²¹ Entre los pocos países donde se aplican ajustes por IPC a los créditos hipotecarios, sólo México tiene implementado un swap de este tipo.

²² Por ejemplo, en EE.UU., Reino Unido y Holanda se utiliza esta modalidad de crear un vehículo (Packer et. al. (2007)).

²³ Es decir, que el emisor deba reemplazar si alguna hipoteca está morosa.

Este tipo de títulos es de amplia utilización en el continente europeo (en EE.UU., Canadá y Australia, por ejemplo, prevalece la securitización). Permite a los bancos emisores obtener fondeo a distintos plazos (según la demanda del mercado) y, al existir la doble garantía, a un costo más bajo que una emisión común (de hecho, los “covered bonds” obtienen mejores calificaciones crediticias que la que poseen los bancos).

Cabe señalar que los CB, a diferencia de los MBS con “venta verdadera” de las hipotecas a inversores, no liberan capital de la estructura de los bancos.

Fuera de Europa, Australia, Brasil, Canadá, Nueva Zelanda y Corea del Sur han aprobado leyes para la creación de un mercado de CB en los últimos años. Otros países, tales como Chile, India, Japón, México, Marruecos, Panamá, Perú, Sudáfrica y los EE.UU. están en distintos estadios para aprobar una legislación que permita la emisión de estos bonos²⁴.

En el cuadro siguiente se resumen las principales diferencias entre ambos tipos de instrumentos relacionados al fondeo de hipotecas. Se pueden resumir en los siguientes:

- a. Las razones que motivan la emisión de los títulos, además del fondeo, pueden llevar a decidir el tipo de vehículo. Si el objetivo es la reducción del riesgo de las hipotecas en el balance del banco o la liberación de capital, esto sólo es posible colocando las hipotecas en un fideicomiso con “venta verdadera”, estructurando una entidad separada del originador.
- b. Dado que el banco todavía es responsable por reponer las hipotecas vencidas o con problemas, un CB no libera capital para el banco. Esto sólo es posible con un estructurado sin recurso (“venta verdadera”).
- c. Las hipotecas en garantía para los CB son de mejor calidad, en términos de métricas (por ejemplo, razón de cuota-a-ingreso, préstamo a valor de la propiedad – LTV-, etc.) que en general son requeridas por la legislación especial. No es el caso de los estructurados que no tienen estos requisitos. Por eso, es necesario un mayor conocimiento (y transparencia) para el inversor de las hipotecas en garantía en el estructurado.
- d. Se dice que la cartera de garantías es dinámica en el caso de los CB, dado que requieren que el banco reponga hipotecas. No es el caso, generalmente, de los estructurados que tienen una cartera estática²⁵.
- e. El riesgo de prepago existe en los estructurados cuando los títulos emitidos por el fideicomiso son de “pass-through”. No es el caso de los CB que tienen una fecha de vencimiento cierta.
- f. Finalmente, un vehículo estructurado como entidad separada no puede evitar que el plazo de repago de sus títulos (único o en tramos) sea variable, según la velocidad de cancelación, creando el riesgo de extensión o contracción.

²⁴ European Mortgage Federation – European Covered Bond Council, “Global Issues Working Group”, March 2019. Disponible en <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/05/Covered-Bonds-A-global-perspective.pdf>

²⁵ Excepto que posea cláusulas de recurso, que lo obliguen a reponer las hipotecas.

Diferencias entre los estructurados y los Bonos con doble garantía

	Estructurados	Bonos con doble garantía
Motivación del emisor	Reducción del riesgo, liberación de capital, fondeo	Fondeo
Emisor	Vehículo especial (fideicomiso)	Banco originador del crédito
Recurso sobre el originador	Generalmente no	Si
Estructura	Los activos son transferidos a un fideicomiso.	Los activos permanecen en el balance, pero son identificados como garantía.
Impacto sobre los requisitos de capital	Si hay “venta verdadera”.	Ninguno
Restricciones legales sobre el emisor y el tipo de garantía	Generalmente no	Generalmente establecido en la legislación
Manejo de la cartera de la garantía	Predominantemente estático	Generalmente dinámico
Transparencia de los activos a los inversores	Generalmente alta	Limitada pero la calidad es controlada por administradores o las agencias de crédito
Prepago de activos	Si, generalmente "pass-through" total	No, dado que los activos son reemplazados
Tramos	Muy común	No
Cupón de pagos	Generalmente flotante (depende del crédito)	Generalmente fijo
Plazos de los títulos	Generalmente variables según tramos, replican a los plazos de la cartera	Fijo dado que no replican los flujos de la cartera

FUENTE: Elaboración propia en base a Packer et. al. (2007) y Avesani et al (2007).

Requisitos para un mercado sostenible

Como se ha mencionado anteriormente, existen pre-condiciones para la oferta de crédito hipotecario que son, precisamente, evitar los errores de política económica del pasado. Brevemente, esto implica:

- Estabilidad macroeconómica.
- Respeto de los contratos.
- Facilitación del ahorro.
- Política habitacional alineada con el mercado de crédito. Además de multiplicar los recursos fiscales, apalancándose en el mercado de hipotecas y en el ahorro del sector privado, el Estado tiene un rol facilitador al acercar a las familias de menores ingresos al crédito²⁶. De igual manera, los instrumentos de política pueden fortalecer notablemente el mercado (ver más abajo).
- Reducir la informalidad en el mercado laboral.

Como requisito adicional clave, se hace necesario que existan inversores en el mercado secundario de hipotecas y que provean de financiamiento de largo plazo a las entidades financieras.

Las hipotecas son productos financieros complejos para los compradores. Para atraer a los inversores, es necesario reducir los riesgos de las hipotecas a través de distintos “mejoradores” externos, asemejándolos a otros activos competitivos. Se denominan “mejoradores” externos a cualquier característica que se le agregue al instrumento (estructurado o CB) para mitigar determinados riesgos y que es provisto por un tercero independiente. Los “mejoradores” internos son aquellos incluidos en el diseño de cada emisión y que aumentan la deseabilidad del activo para los inversores. Por ejemplo, la sobre-colateralización es un típico ejemplo de estos últimos, cuando la garantía excede en más del 100% la deuda emitida.

Idealmente se trata de crear activos percibidos tan seguros como los títulos del gobierno²⁷ de forma de ampliar la base de inversores y reducir el costo del fondeo y la tasa de interés de las hipotecas. De este modo, los activos deben ser “plain vanilla”, sencillos de entender y con los riesgos estándares, para incentivar la participación del mayor número posible de potenciales inversores.

¿Cuáles son esos mejoradores? En el siguiente cuadro se presenta en forma simplificada los riesgos de las hipotecas según los instrumentos y la posibilidad de proveer de mejoradores externos.

²⁶ El Estado no solo brinda educación financiera, sino que un programa habitacional del tipo ABC, ayuda a estandarizar los procesos de aplicación y aprobación del crédito para los hogares pobres que, de otra manera, no tendrían acceso a una vivienda de calidad.

²⁷ O incluso, con un mayor rating crediticio.

Riesgos asumidos por los inversores, instrumentos y mejoradores externos

	Estructurados ("pass-through" total)	CB	Mejoradores externos
De tasa de interés	Si	Si	No
De reinversión y prepago ("callable")	Si	No	No
De prepago y extensión	Si	No	Sólo para extensión por normativa BCRA
De inflación inesperada	Depende	Depende	No
De crédito o de default	Si	Si, menor	Si, Seguros hipotecarios y Seguros para el instrumento.
De baja de calificación crediticia	Si	Si	No
De liquidez	Si	Si, menor	Si, "market makers" (inc. Banco Central realizando pases).
De caída del salario real	Si	Si, menor	Si, swap para IPC - Salarios.

FUENTE: Elaboración propia. Las áreas marcadas en gris indican que podrían beneficiarse por los mejoradores externos.

Nótese, en primer término, que los riesgos que enfrentan los inversores de los estructurados son mayores que los de los CB. No obstante, como se ha mencionado anteriormente, los fideicomisos emiten generalmente títulos con distintos grados de subordinación y plazos. Los tramos cortos, con prelación crediticia senior, se asemejan a bonos de renta fija y, en este sentido, comparten algunas características con los CB²⁸. Pero el estructurado como un todo, no puede evitar la característica de "pass-through" total, por lo que los tramos más largos²⁹, subordinados, tienen que asumir los mayores riesgos que son mencionados en el cuadro.

Hay ciertos riesgos que no pueden ser mitigados por mejoradores externos, pero otros sí. En particular, los riesgos de crédito, de liquidez y de caída de salario real pueden ser reducidos.

1. Riesgo de crédito. Existen seguros hipotecarios individuales y seguros para la cartera de garantía en los fideicomisos. Ambos protegen al inversor de pérdidas en caso de impagos. Los seguros hipotecarios individuales permiten al dueño de la hipoteca (banco o fideicomiso) recuperar la parte del crédito que no puede ser recobrada en caso de ejecución del deudor. Este seguro es requerido por los inversores especialmente cuando los LTV son elevados. Los seguros para la cartera cubren total o parcialmente, a cambio de una prima calculada actuarialmente, las pérdidas por impagos de las hipotecas. Ambos productos son provistos por compañías aseguradoras, generalmente especializadas³⁰.
2. De liquidez. Los estructurados suelen ser menos líquidos que los CB, dado que estos últimos tienden a ser más estándares³¹, mientras que los primeros requieren de un mayor número de verificaciones para valuar, etc. Un mejorador externo de estos títulos es la existencia de "market makers". Estos suelen ser bancos, instituciones especializadas o incluso el Banco

²⁸ El proceso de crear tramos (o "tranching") es otro ejemplo de proveer de mejoradores internos a los tramos seniors.

²⁹ Denominados Certificados de Participación (CP), en los fideicomisos argentinos.

³⁰ En algunos países las compañías son monolíneas (p.e. EE.UU., Canadá), mientras que en otras son un producto más de las compañías de seguro (p.e. Europa).

³¹ La ley de CB tienden a estandarizar el instrumento, para ampliar la base de inversores.

Central, que intervienen en los mercados para otorgar liquidez a los títulos comprando y vendiendo. Típicamente, se realizan operaciones de compra o venta con compromiso de revertir la operación (denominados “pases” o “repos”). Los bancos centrales tienen un rol importante porque pueden no solo realizar pases de compra-venta, sino también permitir a los bancos el uso de estos títulos para garantizar operaciones de préstamos con el regulador, en caso de estrés financiero, a través de redescuentos. También existen en el mundo instituciones hipotecarias especializadas que proveen de estos servicios (ver más abajo la experiencia de otros países).

3. Riesgo de caída de salario real. Este es un riesgo latente en forma sistémica en las hipotecas ajustables por IPC. Un mejorador que mitiga este riesgo es algún sistema de protección de los deudores que limite o elimine la divergencia entre la inflación y la evolución de los salarios en la economía. En la Argentina se implementó la extensión de plazo mencionada para el caso de que la caída del salario real exceda el 10%. Una alternativa superadora, implementada en México, es un swap entre salarios e IPC provisto por un fondo creado especialmente: el deudor siempre paga la cuota ajustada según la evolución de un índice salarial (o del salario mínimo) mientras que el banco siempre recibe el préstamo ajustado por IPC, siendo la diferencia, en más o en menos, cubierta por este fondo. De este modo, el deudor reduce las probabilidades de una caída del salario real, mejorando la calidad crediticia de la hipoteca y del instrumento.

En lo que sigue, se discutirán en mayor detalle dos mejoradores: los seguros hipotecarios y la protección a los deudores. Los proveedores de liquidez serán abordados más generalmente en la propuesta para la Argentina.

Más sobre los seguros hipotecarios

El seguro hipotecario (SH) es una forma especializada de seguro de crédito o garantía que protege a los prestamistas e inversores por las pérdidas ocasionadas en caso de default del deudor por su hipoteca a cambio de una prima, actuarialmente calculada. No se trata de un seguro por vida, por discapacidad o de otro tipo, como por desempleo, que protege a los deudores.

Se trata de seguros individuales por hipotecas específicas y se diferencian de los seguros financieros para estructurados (“bulk insurance”) que protegen a los inversores de pérdidas por impagos que ocurran en las carteras de hipotecas de los estructurados. Típicamente, estos seguros se aplican sobre carteras cuyos préstamos contienen SH individuales.

Los SH son provistos por compañías aseguradoras privadas³², públicas, mixtas o fondos de garantía con participación variada del sector público. Los fondos de garantía funcionan de la misma manera que una compañía aseguradora³³ aunque generalmente tienen un fin de política habitacional para los hogares de menores ingresos.

Los SH y los programas de garantía existen en más de 30 países del mundo en todos los continentes. Cerca de 2/3 de los programas en el mundo tienen participación directa de los gobiernos, aunque

³² En EE.UU. el producto se conoce como PMI (Private Mortgage Insurance).

³³ Generalmente, al ser estatales y no tener la condición de compañía aseguradora, no son reguladas por el organismo especializado. En cambio, suelen participar como supervisores el ministerio de finanzas y el banco central del país, por su impacto potencial en las cuentas fiscales y en la estabilidad del sistema financiero.

el grado de apoyo y la estructura de gobierno varía sustancialmente e incluye firmas con capital privado, ONG y una variedad creciente de acuerdos público-privado³⁴.

Los SH comenzaron en forma privada un siglo atrás en EE.UU. como estímulo para los inversores privados, incentivando la compra de “hipotecas garantizadas” originadas por las compañías financieras especializadas. Este programa fracasó durante la Gran Depresión de los años 30 debido a la existencia de reservas inadecuadas, regulación inefectiva, conflicto de intereses y las malas prácticas de valuación de las propiedades.

Los SH con apoyo estatal comenzaron en los EE.UU. en 1934 con la creación de la Federal Housing Administration (FHA) y el Fondo de SH Mutuo (Mutual Mortgage Insurance Fund). El objetivo primario fue el estímulo económico y financiero a la construcción de viviendas. El programa de la FHA todavía opera exitosamente en la actualidad (ver más abajo).

En las décadas de los 50 y de los 60 se iniciaron varios programas de SH con apoyo de los gobiernos, incluyendo Canadá, Australia, Holanda, Filipinas, República Dominicana y Guatemala. Durante ese período comenzaron a operar también compañías privadas ofreciendo SH en los EE.UU., Canadá, Australia y Reino Unido.

A fines de los 80's, los programas de SH establecidos en algunos países desarrollados, tanto públicos como privados, enfrentaron crisis severas lo que indujo reformas en el manejo del riesgo y en el manejo financiero así como el contexto regulatorios.

La crisis financiera internacional 2007-2008 también impactó en la industria, particularmente compañías privadas, que vieron erosionar su capital por la magnitud de los eventos, especialmente en los EE.UU.. En la actualidad, como se mencionó, en varios países se encuentran activos estos programas públicos, pero también con la participación de compañías privadas que sobrevivieron o se recuperaron a una crisis de esta magnitud.

Entre los beneficios de los SH se destacan:

- Facilita el acceso al crédito hipotecario de los hogares de menores ingresos e informales.
- Incrementa el monto prestado por el banco, aumentando el LTV.
- Reduce el riesgo de crédito para el banco y, por lo tanto, disminuye el costo financiero para el deudor³⁵.
- Mejora la calidad crediticia de las hipotecas para securitizar a través de un estructurado o como garantía para los CB.
- Contribuye a mejores estándares y uniformidad en la originación y a la estabilidad del sistema financiero³⁶.

³⁴ Ver Blood (2009).

³⁵ Esta reducción debe compararse contra el costo de los seguros que pueden ir desde el equivalente al 0,5% hasta, en condiciones normales, el 6% del valor del crédito, dependiendo del país, el tipo de riesgo del préstamo (niveles de LTV) y del deudor.

³⁶ Se alinean los incentivos de las compañías aseguradoras que, para cubrir el riesgo del evento, exigen estándares estrictos de originación del préstamo, junto con los objetivos del regulador bancario que también demanda ciertos estándares mínimos.

- Permite reducir los recursos fiscales destinados a subsidios en las políticas habitacionales ABC³⁷.

¿Cuál es el rol del sector público? Además del rol normativo y regulatorio del sector público, los programas de SH, aún sin subsidios directos, incluyen objetivos sociales tales como una política habitacional para los hogares de menores ingresos.

En general, estos programas incluyen límites sobre el tamaño del préstamo, los ingresos del hogar y/o el valor de la vivienda. Como se mencionó, los programas de subsidios ABC pueden combinarse eficientemente con los SH.

En muchos países se han establecido acuerdos entre el sector público y el sector privado en forma exitosa en la provisión de SH. La forma de estos acuerdos varía según el mercado y los objetivos buscados, por ejemplo:

- Programas estatales reasegurados por compañías privadas (p.e. Hong Kong, EE.UU., México).
- SH privados re-asegurados por el sector público (p.e. Canadá).
- Programas públicos en conjunto con estructuras público-privados (e.g. Holanda).

Más sobre la protección a los deudores por caída del salario real

Pocos países permiten a las entidades financieras ofrecer préstamos hipotecarios ajustables por IPC³⁸. En general, se trata de economías con experiencias inflacionarias en las cuales los créditos nominales no se encuentran al alcance de gran parte de la población.

Este tipo de hipotecas posee un riesgo adicional: la caída de salarios reales. Cuando la inflación diverge de los salarios, situación probable ante shocks macroeconómicos y generalmente por un plazo muy reducido en comparación a la vida del préstamo, las cuotas de los préstamos aumentan como proporción de los ingresos familiares. Este incremento, de ser elevado y persistente, conlleva el riesgo de que las hipotecas no puedan pagarse, aumentando la morosidad en el sistema y las posibilidades de ejecuciones hipotecarias.

Dado que se trata de un riesgo de índole macroeconómico, no diversificable en un pool de hipotecas, afectando a casi todas al mismo tiempo, no es fácilmente asegurable. De hecho, no existen compañías privadas que estén dispuestas a ofrecer estos seguros. A diferencia de los seguros climáticos para la agricultura, que suelen cubrir eventos que ocurren en forma geográficamente concentrada, las coberturas por divergencia entre índices para créditos hipotecarios son casi inexistentes en el mundo. De hecho, en la actualidad, sólo existe en México.

Por esta razón, al no existir posibilidad de reasegurar y transferir el riesgo a otra compañía que esté en condiciones de diversificar, esta cobertura no es provista por el sector privado. Se requiere la

³⁷ Los SH pueden reemplazar parcialmente los subsidios habitacionales cuando los ingresos de los hogares son suficientes para pagar la cuota, pero no poseen capacidad de ahorro para el pago inicial. En ese caso, los SH incentivan al banco a aumentar el LTV, reduciendo la demanda del ahorro para el pago inicial y de subsidios que lo complementen.

³⁸ En la región, el pionero es Chile y en la actualidad, además de Argentina, están vigentes en Uruguay, Colombia y México, entre los más relevantes.

participación del Estado para la creación de esta protección que puede ser acompañada por los actores privados, en un acuerdo de participación en los riesgos según la magnitud del evento.

En la Argentina se prevé que los créditos ajustables por UVA puedan extender el vencimiento original cuando la inflación acumulada desde el inicio difiera en más de 10 puntos porcentuales a la variación acumulada del índice de salarios CVS (Coeficiente de Variación Salarial). La extensión del plazo puede ser de hasta el 25% del original. Este mecanismo presenta varios problemas:

- Si el préstamo está en sus inicios (caso actual), la extensión del plazo tiene escaso impacto en reducir la cuota³⁹.
- Resulta difícil de aplicar en el caso que el deudor esté cerca de la edad jubilatoria.
- Puede ser insuficiente si el evento de caída de salario real es significativo, no logrando el objetivo buscado de reducir la relación cuota a ingresos (RCI).
- Al securitizar, con la norma actual, el fondeo es más caro por el riesgo de extensión.

Otros seguros del mercado hipotecario

Existen otros productos financieros que aseguran eventos que afectan al contrato hipotecario o la participación de los inversores. Estos incluyen:

- Garantías de pagos por préstamos en mora para los inversores de estructurados, que cubren en forma temporaria los atrasos. Por ejemplo, provistos por el programa Ginnie Mae en EE.UU. o por la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) en México.
- Protección para el pago de hipotecas, cubriendo los pagos mensuales de los deudores en el evento de pérdida de empleo o caída de ingresos. Disponible, por ejemplo, en Reino Unido y otros países de Europa.
- Seguro por titulación (conocido como “gap insurance”), protege a los bancos por pérdidas en caso de impago mientras la propiedad hipotecada está siendo escriturada.
- Seguro de vida por el préstamo que paga la hipoteca en el evento de muerte del deudor.

³⁹ Por ejemplo, para un préstamo a 30 años con una tasa del 5,5% anual que podría extenderse hasta 37,5 años en caso de divergencia, la reducción de la cuota en los inicios no supera el 8%.

Algunas experiencias internacionales

Agencias y programas en EE.UU.: Los GSE (Government Sponsored Enterprises)⁴⁰

La Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) fue creada durante la Gran Depresión de los años 30s como una agencia dedicada a comprar hipotecas a los bancos que se encuentren aseguradas por la Federal Housing Administration (FHA), de forma de aumentar el financiamiento de largo plazo a los bancos.

La FHA es una agencia del gobierno de EE.UU. creada también en los años 30 del siglo pasado, con el objetivo de facilitar el acceso a la propiedad de las familias a través de la provisión de garantías por los préstamos otorgados por el sector privado. La FHA tuvo un rol importante para el surgimiento de los préstamos a 30 años con tasas de interés fija⁴¹. Actualmente, la FHA provee de garantías a las familias que poseen escasa capacidad de ahorro o historial crediticio débil.

En sus inicios, Fannie Mae tomaba deuda para comprar las hipotecas garantizadas por la FHA y las mantenía en sus balances. En 1958, Fannie Mae se convirtió en una corporación mixta, con el gobierno federal poseyendo acciones preferidas y los inversores privados acciones ordinarias. Diez años más tarde, el rol de comprar hipotecas aseguradas por la FHA fue transferido a otra nueva agencia, la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), dentro del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano. En 1970, Fannie Mae se privatizó completamente, asumiendo el rol de comprador de hipotecas no garantizadas por el gobierno.

En ese mismo año, se crea la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) con objetivos similares: comprar hipotecas originadas por las cajas de crédito y ahorro (Saving and Loan Corporations) y los bancos. Al mismo tiempo, Ginnie Mae emite su primer MBS, con hipotecas garantizadas por la FHA. Al año siguiente, Freddie Mac emite su primer MBS y Fannie Mae lo hace en 1983.

Dado que los MBS emitidos por estas dos últimas entidades contenían como subyacentes hipotecas que no estaban aseguradas por la FHA, ellas mismas garantizaban el pago de los intereses y del principal en tiempo y forma a los inversores. Los compradores de estas MBS consideraban que estas GSE recibirían ayuda del gobierno en caso de inconvenientes.

En la actualidad, cerca de 2/3 de las hipotecas originadas en los EE.UU. son securitizadas, con casi todos estos estructurados realizados a través de las GSEs o de la FHA.

Con la crisis hipotecaria 2007-2008, el gobierno tomó el control temporario de las GSE, debido a las fuertes pérdidas experimentadas. Los GSE continuaron operando y tuvieron un rol importante en la recuperación del mercado de hipotecas.

En resumen, en los EE.UU. hay tres tipos de MBS: 1. los emitidos por Ginnie Mae y garantizados por la FHA; 2. los garantizados por los GSE pero sin la garantía explícita del gobierno (Fannie Mae y

⁴⁰ Ver, por ejemplo, Elul (2015).

⁴¹ De hecho, préstamos a ese plazo con tasas fijas son inusuales en el mundo. EE.UU., por ejemplo, es uno de los pocos países que proveen de préstamos con estas características.

Freddie Mac) y, finalmente, 3. aquellos emitidos por las entidades privadas que no están garantizadas por el gobierno ni tienen participación estatal⁴².

Titulizadora hipotecaria de Colombia

Los bancos colombianos emitían MBS durante los noventa, pero el volumen se aceleró rápidamente con la creación de Titulizadora Colombiana (TC) en 1999.

TC es un conducto privado de propiedad de los principales prestamistas de hipotecas en Colombia, con participación del IFC (International Finance Corporation) del Banco Mundial. Su creación fue acelerada por una crisis económica severa que produjo la quiebra de las corporaciones de Ahorro y Vivienda en 1998.

De esa forma, la creación de un intermediario nuevo, con suficiente capital, permitió fondear nuevamente a tasas razonables a las entidades prestamistas. El programa de securitización facilitó la reestructuración del mercado hipotecario y del sistema bancario con la emisión de hipotecas morosas. También emite bonos con doble garantía.

Aunque el gobierno no posee acciones en TC, provee de exención de impuestos sobre los títulos emitidos. También provee, a cambio de una comisión estimada actuarialmente, de garantías de pagos en tiempo y forma sobre hipotecas securitizadas relacionadas a la política habitacional.

Los estructurados creados por TC contienen mejoradores de crédito interno a través de una combinación de tramos subordinados y de reservas.

Canada Mortgage and Housing Corporation (CMHC)

Una parte significativa de los créditos hipotecarios de este país son asegurados por la Canada Mortgage and Housing Corporation (CMHC), que opera en sentido comercial, pero con el apoyo total del gobierno.

Los seguros hipotecarios están disponibles ampliamente en el mercado canadiense. Estos son obligatorios para todas las hipotecas con el desembolso inicial por debajo del 20% (LTV mayor al 80%)⁴³. El comprador paga la prima, que es normalmente sumada al préstamo hipotecario.

CMHC tiene aproximadamente el 70% del mercado de seguros hipotecarios. Todas las hipotecas securitizadas por la CMHC deben estar aseguradas siendo, aproximadamente, 1/3 de toda la deuda emitida.

De forma de nivelar el campo de juego para los privados, el gobierno también brinda garantía por las obligaciones provistas a los bancos por las aseguradoras privadas, a través de un acuerdo que protege a los prestamistas en caso de quiebra de la aseguradora⁴⁴.

⁴² Los emitidos por los dos primeros son conocidos como MBS emitidos por agencias, para diferenciarlos respecto al tercer tipo de MBS.

⁴³ Aproximadamente el 45% de las hipotecas emitidas tienen SH.

⁴⁴ Funciona como una especie de re-aseguradora, a cambio de una prima proporcional y a partir un determinado porcentaje del crédito.

Adicionalmente, los programas de securitización de la CMHC son una parte importante del fondeo del crédito en Canadá. Estos programas y los estándares requeridos aseguran un nivel de consistencia en las prácticas de originación entre los bancos⁴⁵.

Los principales instrumentos de securitización son el National Housing Act MBS (NHA MBS) y el Canada Mortgage Bonds (CMB), siendo ambos garantizados en pagos en tiempo y forma por la CMHC. Los primeros son del tipo “modified pass-through”, donde los flujos recibidos por los inversores replican aproximadamente los pagos de las hipotecas en garantía, mientras que los segundos convierten los flujos de las hipotecas en un bono, con cupones semestrales y el pago del principal al final de la vida del bono (“bullet”).

Aunque incipiente, los bancos canadienses emitieron bonos con doble garantías (CB). En junio de 2012, se aprobó una ley especial para CB, haciendo a la CMHC responsable por la administración del marco legal de los bonos con doble garantía. El marco legal provee de protección a los inversores de CB, establece las condiciones para la emisión, los programas y las garantías permitidas, así como los estándares de transparencia.

Cagamas de Malasia

Es considerado uno de los más grandes y exitosos facilitadores de liquidez del mundo⁴⁶. Se trata de facilitadores de liquidez porque Cagamas compra hipotecas a los bancos para securitizar pero no asume el riesgo de crédito. En efecto, se trata de un programa denominado compras con recurso (“PWR”), donde los originadores están obligados a cubrir la morosidad de los créditos.

Fue creado en 1985 cuando el sistema bancario estaba en medio de una crisis por liquidez. Sus objetivos son ayudar a los prestamistas a manejar riesgos (tasa, prepago, etc.), expandir el mercado de hipotecas y desarrollar el mercado privado de bonos, que se encontraba subdesarrollado.

Si bien originalmente fue un facilitador de liquidez, más recientemente comenzó a emitir MBS e introdujo el programa de compras sin recursos (“PWOR”), permitiendo a las entidades originantes transferir el riesgo en su totalidad, reduciendo las necesidades de capital.

Los accionistas de Cagamas son el Banco Central de Malasia, en forma minoritaria (20%), pero posee la presidencia, y los bancos privados.

Aunque más recientemente fueron reducidas las ventajas, Cagamas cuenta con un tratamiento impositivo y regulatorio especial. Por ejemplo, tiene el apoyo implícito y explícito del gobierno, los bonos emitidos pueden ser usados como liquidez a los fines de la regulación bancaria, tiene un tratamiento favorable en la ponderación del capital de los bancos, cuenta con exenciones impositivas, puede emitir sin necesidad de la aprobación previa del órgano regulador del mercado de capitales, etc.

Finalmente, a cambio del pago de primas, Cagamas puede garantizar la cartera de hipotecas de los bancos, de forma de reducir el riesgo de crédito en sus balances.

⁴⁵ Se estima que el 30% de los créditos hipotecarios han sido securitizados.

⁴⁶ Chiquier et. al. (2009).

Una propuesta para la Argentina

Introducción

En esta sección se realiza una propuesta concreta para fortalecer y desarrollar el crédito hipotecario en la Argentina. La propuesta es integral, en el sentido que cubre todos los procesos desde la originación, otorgando mayor seguridad y calidad a la hipoteca, hasta el fondeo de largo plazo, necesario para las entidades bancarias.

Propuestas para la originación. Se recomienda proveer de mayor seguridad crediticia a las hipotecas desde el inicio, a través de una cobertura por riesgo de caída de salario real (Cobertura UVA-CVS) y un seguro hipotecario y/o fondo de garantía para familias de más bajos ingresos. Estos mejoradores no sólo servirán para la eventual securitización sino que generan un portafolio de hipotecas de mayor calidad para usar como garantía en la emisión de bonos con doble garantía. Desde el punto de vista del tomador del crédito, estos mejoradores reducen el riesgo de morosidad, contribuyendo a ampliar las posibilidades de endeudamiento y reducir el costo de acceso.

Propuestas para el fondeo de largo plazo. Una vez originadas las hipotecas, los bancos necesitarán calzar los plazos (y monedas) a la vez que necesitarán fondos para ampliar su cartera con pasivos apropiados. Se propone una secuencia por la cual las entidades originantes tengan la posibilidad de emitir bonos seguros y estandarizados para el inversor, ampliando la base de inversores potenciales, con plazos acordes a los que demande el mercado, a través de los bonos con doble garantía (CB). El paso siguiente es aliviar el capital y riesgo de los bancos a través de la securitización. Para esto se propone, dada la ausencia (temporaria) de inversores institucionales, la creación de una agencia (o banco) especializada en hipotecas que cumpla las funciones de transformar los plazos, securitizar para distintos bancos, otorgue garantías, etc. según los modelos observados en otros países.

Sobre los mejoradores externos: cobertura UVA-CVS y seguros hipotecarios

Independientemente de la velocidad de desarrollo del mercado secundario de hipotecas, esto es, cuando sea posible securitizar estos préstamos, se hace imprescindible la creación de, al menos, estos dos mejoradores que deben estar en el origen de los créditos. No pueden adaptarse con posterioridad, al momento de venta en el mercado secundario.

Estos mejoradores aumentan la calidad del crédito para una posterior securitización, pero también como colateral para la emisión de bonos con doble garantía.

Cobertura UVA - CVS

Como se mencionó anteriormente, la norma actual del BCRA (Com. A 5945) no resulta eficiente como cobertura por el riesgo de caída de salario real.

En cambio, se propone la creación de un fondo independiente de cobertura UVA -CVS que funcione como un swap simétrico: paga y cobra las diferencias entre ambos índices. De este modo, el deudor del crédito paga siempre una cuota ajustada por CVS y el banco siempre recibe una cuota en UVA.

¿Cuáles son los fundamentos para implementar este swap? Se justifica porque:

1. Desde el punto de vista de la política habitacional. Evita la pérdida masiva de la propiedad si hay un evento sistémico significativo, especialmente en los hogares de ingresos medios y medio-bajos.

2. Desde el punto de vista del mercado financiero. Se busca fortalecer el mercado hipotecario en UVA:
 - Facilita el fondeo a través de la securitización, al reemplazar la norma de extensión de plazos, eliminando la incertidumbre del plazo de la hipoteca.
 - En caso de un evento, evitaría la “judicialización” de las cláusulas de ajuste, dada la existencia de una cobertura prevista de antemano.
 - Evita que, en caso de un evento severo, ocurra un “rescate” desordenado de los deudores hipotecarios por parte del Estado.

La creación del fondo requiere definir cuestiones de gobernanza del mismo. Dada la propuesta, deberían intervenir en la administración del fondo los bancos y el gobierno (Ministerio de Economía, BCRA).

Funcionamiento del fondo. El fondo tendría dos aportantes, las entidades bancarias originantes de los créditos y el Estado Nacional. Se crearían dos cuentas separadas, siendo la cuenta del Estado usada sólo en caso de un evento mayor. Se crean, de este modo, dos capas (“layers”) de protección que funcionaría de la siguiente manera.

Ante un evento de que la cuota ajustada por UVA sea superior al incremento de la cuota ajustada por CVS, la diferencia se paga por:

1. La cuenta con fondos privados. Esta es fondeada por el aporte de los bancos equivalente a un porcentaje de cada nuevo crédito otorgado. Por ejemplo, un aporte equivalente al 1,5% podría ser suficiente para la primera capa que está destinada a cubrir diferencias de magnitud moderadas^{47,48}. Los fondos aportados no usados podrían ser devueltos a los aportantes cuando el crédito se cancele totalmente, ajustados en UVA. Los rendimientos generados por las inversiones del fondo pueden ser distribuidas a prorrata entre los bancos, netos de los gastos de administración que pudieran implicar su funcionamiento.
2. La cuenta con aportes del Tesoro Nacional. Esta cuenta puede ser cubierta con aportes del presupuesto y el compromiso de aportes adicionales si fuera necesario. O directamente podría ser un acuerdo de un préstamo contingente de algún organismo internacional (por ejemplo, el Banco Mundial), en caso de ser necesario. Esta capa está destinada a cubrir las diferencias que puedan existir sólo en caso de que la cuenta de fondos privados no sea suficiente y, por lo tanto, los eventos extremos de caída de salario real.

⁴⁷ Este aporte del 1,5% del valor del capital prestado equivale a aproximadamente 15 puntos básicos sobre la tasa anual del 6% de un crédito a 30 años.

⁴⁸ Este porcentaje debe calibrarse adecuadamente, teniendo en cuenta el aporte de las entidades y del Estado. No obstante, nótese que el valor de 1,5% es equivalente a entre 2 y 3 cuotas mensuales de un crédito hipotecario a 30 años, según la tasa. Esto implica que la caída del salario real acumulado (UVA por encima de CVS) debería ser medianamente severa por un tiempo corto, para que sea necesario usar el segundo fondo. Por ejemplo, si el RCI es 25%, el salario equivale a entre el 2% y el 3% del valor del crédito. El 1,5% podría soportar pagos equivalentes a caídas acumuladas de hasta el 70% y el 50% del salario real. (Esto puede tratarse de una caída de un solo mes de 70% o de dos meses por debajo de 35%, o 10 meses por debajo del 7%). La crisis del 2001 implicó una caída de casi 30% entre puntas, durante 15 meses, casi 240% de salario real en forma acumulada. A esto debe sumarse los meses que tomó la recuperación.

Nótese que el crecimiento económico conduciría al aumento en el largo plazo de los salarios reales, por lo que el fondo debería ser superavitario. Se podría establecer en la normativa que lo cree la posibilidad de que la autoridad de aplicación destine los excesos del fondo, basados en estudios actuariales previos, a fortalecer el mercado de hipotecas.

Cabe remarcar que las calificadoras de riesgo internacionales considerarán la fortaleza de este fondo a los fines de otorgar un rating crediticio a las hipotecas o a los títulos que se emitan con estas garantías. Por lo tanto, se hace necesario hacer hincapié en la solvencia y gobernanza del fondo.

Seguros hipotecarios

Los seguros hipotecarios necesitan ser implementados en nuestro país, a los fines de aumentar la capacidad de acceso de los hogares (reduciendo la necesidad del pago inicial), apalancar la política habitacional de subsidios para la compra y mejorar la calidad crediticia de las hipotecas para una eventual garantía o securitización del préstamo.

En la experiencia internacional, fue necesario la participación del Estado para iniciar este mercado específico. Las razones que justifican la intervención gubernamental para la oferta de seguros hipotecarios son:

1. Las compañías aseguradoras privadas necesitan reaseguradores internacionales para transferir el riesgo. Estos últimos demandarán un historial de la tasa de impagos lo suficientemente largo para calcular la prima del seguro. Dado el tamaño del mercado hipotecario argentino y la corta historia de los créditos hipotecarios ajustables por UVA, se requiere inicialmente la capitalización de parte del Tesoro.
2. Aún después de haber logrado un historial y volumen suficiente de créditos hipotecarios, la política habitacional puede requerir de seguros hipotecarios para facilitar el acceso de las familias de ingresos medios y medio-bajos.

En resumen, los riesgos involucrados y la necesidad de fortalecer el crédito en los ingresos medios y medio-bajos hacen necesaria la intervención del gobierno.

Se propone dos estructuras para el desarrollo de los seguros hipotecarios:

- a. *Fondo público de garantía de hipotecas.* El primer paso es la creación de un fondo de garantía de hipotecas destinado a los beneficiarios de la política habitacional. Se requieren aportes del Tesoro Nacional y probablemente, un aporte de un organismo internacional como el Banco Mundial o BID, que actuaría como socio. De esta forma, el fondo tendría el aporte de técnicos y asesores que podrían aportar las mejores prácticas internacionales. En la administración deberían participar el Ministerio de Finanzas/Economía y el BCRA. La política habitacional debería estar coordinada con las políticas de los seguros de este fondo. También podría asegurar los estructurados que contengan hipotecas aseguradas con el fondo. En un futuro, se puede actuar como reasegurador del sector privado, a cambio de una prima, siguiendo el modelo canadiense⁴⁹.
- b. *Compañía aseguradora público – privada.* El segundo paso, o en simultáneo, se propone crear una compañía de seguros separada (monolínea), regulada por la Superintendencia de Seguros de la Nación, como una sociedad separada pero vinculada a Nación Seguros. La

⁴⁹ Ver el caso de la Canada Mortgage and Housing Corporation (CMHC).

creación por ley de esta empresa pública deberá prever la venta al sector privado de la mayoría de esta sociedad después de los 5-10 años⁵⁰. En este sentido, un acuerdo con el brazo inversor de algún organismo internacional que obligue a la desinversión en el plazo estipulado constituiría una señal de compromiso más sólido. El objetivo de esta compañía es vender seguros hipotecarios que puedan transferirse una vez que el mercado reasegurador internacional esté disponible. El público objetivo es diferente del fondo de garantía público, dado que busca asegurar a los hogares de ingresos medio, a cambio de una prima. También, en caso de securitizaciones, estará en condiciones de ofrecer las garantías de pagos por préstamos en mora para los inversores.

Nuevamente, al igual que en el caso de la cobertura, se requiere que el fondo a crear cuente con las mejores calificaciones crediticias para que, por un lado, los bancos estén dispuestos a aumentar el LTV y prestar al público objetivo de la política habitacional y, por otro, para que una eventual securitización de las hipotecas atraiga a los inversores, confiados en la calidad de la aseguradora.

Sobre los instrumentos: ¿Estructurados o bonos con doble garantías (CB)?

La rápida adopción que se observa en el mundo de una legislación específica para que los originadores de créditos hipotecarios puedan emitir bonos con doble garantías (CB), dado que resultan costo-efectivos, hace necesario impulsar una legislación similar para la Argentina. *Estos CB tienen ventajas respecto a los estructurados para un mercado de capitales de tamaño reducido*. En efecto, lo que se debe buscar es la creación de instrumentos “plain vanilla”, de claro entendimiento y transparencia para los inversores, en los que no sea necesario equipos sofisticados de analistas para poder tomar decisiones de compra o venta. En resumen, debe equipararse con los sustitutos más cercanos que son los bonos soberanos y locales que existen en la plaza local.

Los bonos con doble garantía resultan costo-efectivo como una solución de corto y mediano plazo porque:

1. Pueden emitirse en forma estandarizada, con flujos predecibles y con las garantías de los balances bancarios. Esta es una gran ventaja respecto a los MBS emitidos a través de estructurados que no pueden evitar replicar los flujos de las hipotecas a nivel global (la suma de todos los tramos). Esto tiene como consecuencia que las entidades deban quedarse con el tramo largo, impidiendo liberar capital⁵¹.
2. Los plazos de los bonos pueden acomodarse a la demanda del mercado argentino (por ejemplo, 3 o 5 años) con la posibilidad de continuar renovando a plazos más largos conforme se “alargue” la curva de bonos argentinos. Nuevamente, los estructurados no pueden evitar plazos largos que, en promedio, replican la “duration” de las hipotecas. Se necesitan inversores que todavía no están disponibles en la Argentina en forma importante.
3. El funcionamiento de un bono con doble garantía es familiar a cualquier inversor internacional aún más si la legislación se adapta a la existente en el mercado de mayor tamaño mundial (la Unión Europea).

⁵⁰ En 1997, el gobierno australiano privatizó la compañía estatal, Housing Loans Insurance Corporation (HLIC), adquirida por la compañía GE Mortgage Insurance, actualmente, Genworth Financial.

⁵¹ En la jerga financiera, no se trata de una “venta verdadera”.

Simultáneamente, no debe dejar de desarrollarse el mercado secundario de hipotecas a través de estructurados. *Si bien los bonos con doble garantía resultan eficientes para nuestro país en las condiciones actuales, los bancos no pueden, sino a través de estructurados, reducir de sus balances el riesgo de crédito de las hipotecas y evitar el consumo de capital propio.*

Para esto, es necesario preparar el camino con originaciones de préstamos de calidad (con mejoradores) para eventualmente, poder ser securitizados, cuando el mercado argentino presente condiciones apropiadas o para aumentar la calidad de la garantía para los CB.

Agencia (banco) especializada en hipotecas

Finalmente, se propone la creación de una agencia o banco especializado en hipotecas, siguiendo los modelos observados en otras partes del mundo. Las funciones que podría tener esta entidad serían:

- Establecer estándares de calidad en la originación para securitizar y fijación de los parámetros.
- Compra de hipotecas para la estructuración de MBS.
- Compra de hipotecas para inversión propia, con emisión de bonos.
- Provisión de liquidez para los MBS.
- Provisión de seguros de pagos en tiempo y forma para los estructurados. Garantiza el pago del capital y de los intereses del estructurado.
- Emisión de bonos con doble garantía (CB) de consorcios de bancos⁵².

Esta entidad podría ser directamente propiedad de un consorcio de bancos que cumpla las funciones señaladas, siguiendo el modelo de Titulizadora Colombiana. La eventual participación estatal – en caso de que se acuerde por conveniencia de las partes- actuaría como una garantía adicional a los bonos o MBS que emita la institución⁵³.

La decisión acerca de crear una institución bancaria o una agencia implicará cumplir con aspectos regulatorios establecidos por el BCRA. Esta supervisión de la autoridad monetaria agrega, de alguna manera, una mayor garantía para los inversores en los títulos emitidos por el banco especializado. Esta ventaja debe evaluarse frente a los mayores costos y restricciones que puedan agregar la regulación por parte del BCRA.

⁵² La emisión de CB puede ser costosa para los bancos más pequeños, al igual que la securitización, por lo que esta entidad podría agregar hipotecas de distintos bancos (con reglas y garantías a definir) para la emisión de un título conjunto.

⁵³ Por ejemplo, algunos estudios han encontrado un efecto positivo de los GSE en los EE.UU. sobre las tasas de interés pagadas por los deudores y en la oferta de préstamos a tasas fijas a 30 años (Kaufman (2012)).

Subsidiaria	Funciones	Riesgos a cargo	Administración/ Regulación
Fondo de Cobertura UVA-CVS	- Administración y propiedad del fondo de cobertura inflacionaria (UVA- CVS). - El fondo administra las cuentas privada y pública de la cobertura. - Aporte de los bancos y del Estado (riesgo catastrófico). - El fondo recibe y paga los flujos que surgen del swap UVA-CVS.	Asumir parcialmente el riesgo de caída del salario real, a través de una cobertura onerosa y con apoyo estatal.	Hacienda/Finanzas; Bancos aportantes. Regulación del BCRA.
Fondo de garantía de hipotecas	- Provisión de seguros hipotecarios para el público objetivo de la política habitacional. - Fondo de garantía estatal. - A cambio de una prima, total o parcialmente subsidiada. - Se puede replicar el modelo canadiense, con este reaseguro abierto a todas las compañías privadas. - Provisión de seguros de crédito para los estructurados, a cambio de una prima. Posiblemente reasegurado en el exterior.	Asumir parcialmente el riesgo de crédito, proveyendo seguros hipotecarios.	Pública. Regulación del Ministerio de Economía/Finanzas y BCRA.
Compañía de Seguros Hipotecarios	- Provisión de seguros hipotecarios para todos los créditos que no estén alcanzados por el Fondo de garantía estatal. - A cambio de una prima. - Creación de una compañía estatal vinculada a Nación Seguros con una cláusula de privatización a los 5-10 años. - Provisión de seguros de crédito para los estructurados, a cambio de una prima. Posiblemente reasegurado en el exterior.	Asumir parcialmente el riesgo de crédito, proveyendo seguros hipotecarios.	Pública y, posteriormente, privada. Regulación de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN).
Agencia (Banco) Especializada de hipotecas	- Establecer estándares de calidad en la originación para securitizar. - Compra de hipotecas para la estructuración de MBS. - Compra de hipotecas para inversión propia, con emisión de bonos. - Provisión de seguros de pagos en tiempo y forma para los estructurados. Garantiza el pago del capital y de los intereses del estructurado. - Emisión de CB para consorcio de bancos.	- Asumir parcialmente el riesgo de tasa de interés (duration), a través de la emisión de bonos y pass-through Mortgage Backed Securities (MBS). Transforma duration de las hipotecas en los bonos. - Asumir parcialmente el riesgo de prepago, a través de la emisión de bonos y MBS, con inversión de la agencia en los tramos largos.	Privado o mixto. Regulación de la CNV y del BCRA?.

Principales líneas de acción a seguir para la implementación de la propuesta

La propuesta general planteada en la sección anterior requiere de leyes de creación en la mayoría de los casos.

a. Ley de la UVA

Se debería incluir dentro una ley, la Unidad de Valor Adquisitivo (UVA), para otorgar mayor garantía legal a su creación, dado que fue autorizada por una normativa del BCRA.

b. Cobertura UVA – CVS

La normativa debe prever:

- Creación de un fideicomiso público a través de una Ley, con aporte del Tesoro o compromiso de aporte contingente en caso de que los fondos privados no alcancen.
- Órgano del Estado a cargo de la administración, en conjunto con los bancos aportantes, del fondo de cobertura.
- Tratamiento del uso de los excedentes del fondo después de que se alcance un cierto límite (p.e. que represente más del 5% de los créditos hipotecarios cubiertos).
- Tratamiento de las ganancias financieras por inversión del fondo.
- Créditos sujetos a la cobertura y carácter de voluntario u obligatorio.

c. Seguros hipotecarios

La sancionada Ley de Financiamiento Productivo (N° 27.440), en su artículo 31, permite la oferta de seguros hipotecarios por parte de las compañías aseguradoras. Sin embargo, como se mencionó, al no existir posibilidad de reasegurar, este seguro no está disponible en el mercado argentino. Se requiere, con este fin, la creación de una compañía pública o mixta con una cláusula de privatización. Esto es, la normativa debería establecer:

- Creación de una empresa pública o mixta proveedora de seguros hipotecarios con capitales del Tesoro y/o de organismos internacionales (BID, Banco Mundial, IFC, etc.).
- También los bancos podrían ser accionistas de esta compañía.
- La empresa deberá pasar a manos privadas en un plazo no menor a 5 años y no mayor a 10 años.
- Mientras está en la administración pública, podría ser gerenciada por Nación Seguros.

El BCRA deberá regular sobre la obligatoriedad del uso de SH (por ejemplo, para LTV mayores al 70%) y sobre el tratamiento de los créditos con SH (capitales mínimos, provisión por riesgo, etc.).

d. Fondo de garantía

El fondo de garantía, con fines de política habitacional, requiere de una normativa que establezca al menos:

- Creación de un fideicomiso público a través de una Ley, con aportes del Tesoro y la posibilidad de fondos de organismos internacionales (BID, Banco Mundial, CAF, etc.).
- Autoridad de aplicación del fondo: Ministerio de Vivienda
- Administración a cargo de un comité compuesto por Ministerio de Economía/Finanzas y BCRA.

El BCRA deberá regular sobre el uso del Fondo de garantía, en particular, sobre el tratamiento de los créditos garantizados (capitales mínimos, provisión por riesgo, etc.).

e. Bonos con doble garantía

Se hace necesario, siguiendo los estándares internacionales, de una Ley que fije las condiciones para la emisión de estos bonos. Esta normativa, y su reglamentación, debería establecer, al menos:

- Autoridad de aplicación de la ley (CNV, BCRA).
- Los activos sujetos a garantía separada (hipotecas, otros préstamos) y límites.
- Las condiciones bajo las cuales se deben emitir los bonos con doble garantía (separados del balance o dentro del mismo, por ejemplo).
- Características del colateral (métricas como LTV, RCI, etc. para hipotecas, porcentaje de cobertura, otras garantías, etc.).
- Tratamiento en caso de quiebra de las entidades de la garantía para los bonistas.
- Actores que intervienen en el mercado (registro de CB, verificación de las hipotecas, etc.)

El BCRA deberá establecer las condiciones que tendrán estos títulos, tales como garantía para realizar pases en caso de necesidades de liquidez, provisiones por riesgo, capitales mínimos, etc.

f. Agencia (banco) especializado en hipotecas

No hace falta ley del Congreso excepto que el Estado tenga una participación en la sociedad. Podría ser creada y administrada por un consorcio de bancos.

Su desarrollo se vería impulsado por cambios regulatorios del BCRA que favorezcan a los títulos emitidos (MBS o CB) tales como menores provisiones por riesgo, uso para garantías para pases con el BCRA, etc.

Una de las ventajas de esta agencia o banco es la de proveer de una plataforma para securitizar hipotecas de distintos bancos, favoreciendo a los de menor tamaño, o emitir Bonos con doble garantía con garantías de hipotecas de distintos bancos.

Anexo: Páginas de agencias de la experiencia internacional

EE.UU.

https://www.hud.gov/program_offices/housing/fhahistory

<https://www.ginniemae.gov/pages/default.aspx>

<http://www.freddiemac.com/>

<https://www.fanniemae.com/portal/index.html>

Colombia

<https://www.titularizadora.com/index.aspx>

Canadá

<https://www.cmhc-schl.gc.ca/>

Malasia

<https://www.cagamas.com.my/>

Referencias

Avesani, R., A. García Pascual y E. Ribakova (2007) "The Use of Mortgage Covered Bonds". IMF Working Papers.

Auguste, S., R. Bebczuk y R. Moya (2011). "The Demand for Mortgages under Macro Volatility: The Argentine Case". Technical Notes No. IDB-TN-284. Department of Research and Chief Economist. Inter-American Development Bank (IDB).

Blood, r. (2009) "Mortgage Insurance". En Chiquier, L. y M. Lea (Ed.)

Chiquier, L. y M. Lea (2009) Housing Finance Policy in Emerging Markets, The World Bank. Washington D.C.

Chiquier, L., O. Hassler y M. Lea (2009) "Mortgage Securities in Emerging Markets". En Chiquier, L. y M. Lea (Ed.).

Chiuri, M.C., and T. Japelli (2003) "Financial Market Imperfections and Home Ownership: A Comparative Study." *European Economic Review* 47: 857–875.

Elul, R. (2015). "The government-sponsored enterprises: past and future". *Business Review*, Q1 2015, p. 11-20.

Kaufman, A. (2012). "The Influence of Fannie and Freddie on Mortgage Loan Terms". *Real Estate Economics*. 42.

Packer, F., R. Stever y C. Upper (2007) "The Covered Bond Market". *BIS Quarterly Review*, September 2007.