

0540

F
RD
1534



EL FINANCIAMIENTO DE LA VIVIENDA
Y EL MERCADO DE CAPITALES
EN LA REPUBLICA DOMINICANA

Ponencia presentada por el DR. GUSTAVO S. VOLMAR ALVAREZ
en el Primer Seminario de Mercados de Capital,
organizado por el Banco Central de la
República Dominicana y la Universidad
Nacional Pedro Henríquez Ureña,
bajo el Patrocinio de la
Organización de los Estados Americanos,
en Enero de 1975

F
RD
1867

EL FINANCIAMIENTO DE LA VIVIENDA

Y EL MERCADO DE CAPITALES

EN LA REPUBLICA DOMINICANA

por

Gustavo S. Volmar Alvarez

El Banco Central y la Universidad Nacional Pedro Henrí-
quez Ureña, con la asistencia técnica del Programa de Desarrollo
de Mercados de Capitales de la Organización de Estados Americanos
(O.E.A.), al celebrar un seminario sobre el mercado de capitales
en la República Dominicana han elegido una de las áreas de más pro-
misorio crecimiento en el país, y cuya importancia para la forma-
ción futura de capital difícilmente puede exagerarse. Deseo agrar-
decer la oportunidad que se me ha brindado de participar en este
seminario, tratando uno de los temas incluidos en el programa del
mismo. Quiero señalar que las opiniones que exprese aquí son de
índole personal y no comprometen a la institución en la cual pres-
to mis servicios profesionales.

El aspecto que me ha tocado desarrollar es el de finan-
ciamiento de la vivienda en el país. Con ese propósito pondré éñ-
fasis en algunas características de este sector, sin intentar du-
plicar el gran caudal de información contenido en el trabajo que
sirve de base a este seminario. No trataré de llevar a Uds., en
consecuencia, los datos estadísticos del financiamiento y construc-
ción de viviendas en el pasado ni sus proyecciones para el futuro,

así como tampoco los aspectos legales y operativos de las instituciones relacionadas con este sector. Mi objetivo principal será su gerir, sin carácter exhaustivo, áreas donde estudios posteriores podrían resultar más beneficiosos.

Los mecanismos de financiamiento de viviendas en el país se han perfeccionado mucho desde la época en que era el Banco de Crédito Agrícola e Industrial y la compañía de Seguros, Auxilios y Viviendas, C. por A. (SAVICA), los que financiaban este tipo de construcciones, aparte de la actividad directa del Estado. Se han creado instituciones especializadas que administran dicho financiamiento de acuerdo a sus respectivas áreas de competencia.

El Sistema de Ahorros y Préstamos, compuesto por el Banco Nacional de la Vivienda y catorce asociaciones, con treinta y dos oficinas en total, fue creado en 1962 con el propósito de financiar la compra y construcción de viviendas, y a la vez estimular la generación de ahorros destinados a ese fin. En esa época, el Banco de Crédito Agrícola e Industrial quedó como institución financiadora del sector agrícola únicamente, pasando el financiamiento de la vivienda al Instituto Nacional de la Vivienda, al Instituto de Auxilios y Viviendas, y al Sistema de Ahorros y Préstamos.

Por su naturaleza, este sistema está orientado a promover viviendas dentro de los grupos de ingresos medios, capaces de aho-

rrar y de afrontar los pagos iniciales de la compra o construcción. El Banco Nacional de la Vivienda actúa como banco central de las asociaciones, a las cuales regula y brinda apoyo económico. El Banco obtiene recursos de préstamos internacionales, ventas de terrenos, y ventas de hipotecas y cédulas hipotecarias. A su vez, las Asociaciones reciben recursos del Banco Nacional de la Vivienda, de cuentas de ahorro y depósitos a plazo, y de ventas de hipotecas en el mercado secundario. Las Asociaciones pueden financiar también proyectos comerciales, pero no pueden financiar la compra de terrenos a menos que haya un compromiso previo de financiamiento de la construcción. Hasta el 30 de septiembre de 1974, las Asociaciones habían firmado, desde el establecimiento del Sistema de Ahorros y Préstamos, un total de 12,183 préstamos por valor de RD\$113.3 millones, con un balance vigente de RD\$93.9 millones.

Con el objeto de organizar la planificación del sector de viviendas, así como de participar en su financiamiento, en 1962 fue creado el Instituto Nacional de la Vivienda (INVI). Fue concebido como un complemento del Sistema de Ahorros y Préstamos para realizar operaciones con grupos de bajos ingresos que pueden involucrar un cierto elemento de subsidio. Lógicamente, esta tarea no sería apropiada para un sistema que como el de Ahorros y Préstamos utiliza ahorros del público y préstamos a intereses de mercado, a menos que se creasen fondos separados con esa finalidad. El Instituto Nacional

de la Vivienda, en cambio, ha financiado sus operaciones básicamente mediante aportes de capital del Estado y créditos internacionales, en especial del Banco Interamericano de Desarrollo y de la Agencia para el Desarrollo Internacional.

El Instituto de Auxilios y Viviendas (IAV) fue organizado en 1961 a partir de Seguros, Auxilios y Viviendas, C. por A. (SAVICA), encaminado a operar con grupos de bajos ingresos. Labora en particular con empleados públicos, a los cuales cobra un porcentaje de sus ingresos. Financia sus operaciones con las primas que recibe, préstamos bancarios e intereses ganados.

El Banco Hipotecario, S.A. fue creado en 1972 al amparo de la Ley 171 de 1971 para financiar viviendas y otros tipos de construcciones, así como terrenos también. Ha financiado sus operaciones mediante recursos de capital y la colocación de cédulas hipotecarias, pero no puede captar ahorros a la vista. Por su naturaleza, el Banco Hipotecario está orientado al financiamiento de proyectos de tipo comercial, así como viviendas para los grupos de mayores ingresos.

La Presidencia de la República, a través de su Oficina Técnica, ha intervenido activamente en la construcción de viviendas, como parte de sus inversiones generales en infraestructura social, ocupando una posición muy destacada en el total de viviendas construidas.

Otras instituciones también han incidido sobre la construc-

ción de viviendas, aun cuando tal actividad no constituye el centro de su función. Entre ellas pueden citarse la Lotería Nacional, el Instituto Agrario Dominicano, el Consejo Estatal del Azúcar, la Oficina de Desarrollo de la Comunidad, y los bancos comerciales y compañías financieras. Por último, la inversión de particulares en viviendas ha complementado los esfuerzos de financiamiento y construcción realizados por las instituciones antes mencionadas.

Se podría cuestionar si no existe duplicidad entre las instituciones que se dedican al financiamiento de viviendas. Podría postularse que, en general, la duplicidad aparece cuando varias entidades orientan su financiamiento a los mismos fines y a similares grupos sociales. Examinando las instituciones en base a ese criterio encontramos que en principio cada institución posee un campo de acción específico acorde con las características de los grupos sociales hacia los que su actividad está dirigida.

Así, por ejemplo, el Sistema de Ahorros y Préstamos está compuesto por entidades con fines no lucrativos para la promoción de viviendas entre sus ahorrantes, mientras que los bancos hipotecarios en general son instituciones con fines de lucro que orientan su atención a proyectos de mayor envergadura y rentabilidad. El Instituto Nacional de la Vivienda promueve viviendas para los grupos de bajos ingresos de toda la población, mientras el Instituto de Auxilios y Viviendas se ocupa básicamente de los empleados públicos de bajos in-

gresos, aunque recientemente ha extendido su acción a viviendas correspondientes a ingresos medios. Por otro lado, entidades como el Instituto Agrario Dominicano y el Consejo Estatal del Azúcar cubren áreas muy específicas relacionadas con la consecución de sus objetivos principales.

Una excepción la constituye la labor realizada por la Presidencia de la República ya que ha cubierto áreas localizadas primordialmente dentro de la esfera de acción de otras instituciones, en particular el Instituto Nacional de la Vivienda y el Instituto de Auxilios y Viviendas. Sin embargo, aun en ese caso se observa una complementación creciente. Por ejemplo, la Presidencia de la República ha llevado a cabo proyectos conjuntos con el Instituto Agrario Dominicano, ha financiado a través del Instituto Nacional de la Vivienda el proyecto "Las Américas", y actualmente el Sistema de Ahorros y Préstamos ha sido encargado de la administración de parte del proyecto de "Los Jardines".

Por otro lado, dicha complementación se extiende a las demás instituciones que actúan en el sector de viviendas. Por ejemplo, el Instituto Agrario Dominicano ha construido viviendas en colaboración con el Instituto Nacional de la Vivienda, del cual el Banco Nacional de la Vivienda es oficialmente agente financiero, y lo mismo ha hecho el Consejo Estatal del Azúcar.

Aun en estas condiciones favorables de complementación, se

rfa conveniente alcanzar una mayor coordinación entre las actividades de las distintas instituciones a nivel de elaboración de criterios que orienten las decisiones sobre la política a seguir en el futuro. Esta coordinación constituye en realidad parte de la necesidad de formular una política global de urbanización en el país que tome en consideración tanto los requisitos y prioridades presentes como las perspectivas futuras.

Tal formulación haría posible un aprovechamiento más efectivo de los recursos que se invierten en el sector de la vivienda, permitiría anticipar problemas urbanos que son de difícil solución una vez que tienen lugar, y haría posible evitar interferencias en la captación y aplicación de fondos. De ahí que me permito recomendar que las instituciones dedicadas al financiamiento de viviendas creen un mecanismo efectivo de más estrecha colaboración en cuanto a la coordinación de sus planes y a la ejecución y desarrollo de sus operaciones de financiamiento. Dicho mecanismo, que podría ser un comité interinstitucional y cuya forma específica debería ser objeto de estudio cuidadoso para evitar que carezca de efectividad, podría ser el estímulo necesario para la formulación de la política global de urbanización, al constituirse en núcleo catalizador de esa finalidad.

La evolución de la construcción y financiamiento de viviendas ha sido muy satisfactoria. Tomando en consideración las actividades

des del Sistema de Ahorros y Préstamos, el Instituto Nacional de la Vivienda, el Banco Hipotecario S.A., la Presidencia de la República, el Instituto de Auxilios y Viviendas, la Lotería Nacional, y parte de la labor de particulares, el número de viviendas urbanas financiadas pasó de unas 3,250 en 1968 a más de 7,350 en 1972, mientras el monto de la inversión correspondiente aumentó desde alrededor de RD\$20 millones a RD\$55 millones aproximadamente. Estas cifras señalan un crecimiento de 230% en el número de viviendas y de 280% en la inversión efectuada.

El notable esfuerzo de construcción mostrado por las cifras antes indicadas no ha sido suficiente, como es obvio, para eliminar el déficit habitacional que sufre el país, pero ha constituido un logro muy destacado en ese sentido. Debe recordarse que la oferta de viviendas representa una restricción importante para la gran mayoría de los países del mundo. Además, la inversión en este sector tiene que mantener un equilibrio con la inversión en sectores que inciden más directamente sobre la producción futura de bienes y servicios, como son el sector agrícola y el industrial, por lo cual el monto de recursos disponibles para viviendas es necesariamente limitado.

De acuerdo con el objetivo básico de fomentar la construcción de viviendas, más del 95% del financiamiento otorgado por las instituciones que operan en el sector ha sido dedicado a la cons -

trucción y no a la adquisición de viviendas ya construidas. Este ha sido un logro importante para un país que tiene que superar un considerable déficit habitacional. A medida que ese déficit vaya siendo eliminado puede esperarse que aumenten paso a paso las solicitudes de crédito para la compra de viviendas ya construidas, hasta alcanzar un porcentaje del financiamiento total otorgado más alto que el que tiene en la actualidad.

Hasta el momento, el crédito otorgado para viviendas en el país sólo ha incluido las partidas inherentes a la construcción en sí, en el caso de viviendas nuevas, o al valor del inmueble por sí solo, en el caso de viviendas construidas con anterioridad. Existen, sin embargo, bienes que aunque muebles pueden considerarse como parte integral de la vivienda, tales como refrigeradores, estufas, aparatos de aire-acondicionado y, en menor grado, alfombras. Este tipo de bienes es adquirido usualmente a través de contratos de crédito a corto plazo, concertados con los mismos proveedores o mediante préstamos bancarios. En consecuencia, el que construye o adquiere una vivienda con financiamiento, y que ha tenido que aportar los pagos iniciales de ella, además de los imprevistos que suelen aparecer, por lo general encuentra muy difícil adquirir al mismo tiempo bienes como los antes mencionados.

Para resolver esta dificultad podría pensarse en la posi

bilidad de que el financiamiento de la vivienda incluyera una partida para la compra de estos accesorios, en caso de desearlo el prestatario, siempre que no excediera un cierto porcentaje máximo del valor total del financiamiento otorgado. Aun cuando se trata de operaciones de naturaleza diferente, al prestatario se le podría cobrar una cuota global que permaneciera igual a lo largo de la vida total del préstamo mediante el recurso de garantizar el crédito de los bienes muebles con la hipoteca sobre el inmueble. Los accesorios quedarían convertidos entonces en inmuebles por destino.

Este procedimiento tendría la ventaja de que el prestatario pagaría cuotas iguales hasta el vencimiento del préstamo hipotecario, aparte de la conveniencia fundamental de poder adquirir tales bienes simultáneamente con su vivienda, permitiéndole de ese modo un aprovechamiento más pleno de la misma. Como es obvio, este financiamiento adicional no entraría en competencia con el financiamiento normal a corto plazo de bienes muebles, tales como aparatos electrodomésticos menores, automóviles, juegos de muebles, etc., ni sustituiría a los créditos a corto plazo para la compra de bienes muebles en general que no esté relacionada con la adquisición o edificación de una vivienda. Además, las instituciones de financiamiento de la vivienda podrían emprender estas operaciones tanto por sí solas como en combinación con instituciones especializadas en créditos de corta duración.

Por lo tanto, otra recomendación de mi parte consiste en

o que se estudie la posibilidad de combinar los créditos para vivienda con préstamos complementarios para la compra de bienes muebles ligados integralmente a la vivienda. Este estudio debe incluir lo referente al efecto de esta combinación sobre el financiamiento al sector, la identificación de los bienes elegibles, el establecimiento de límites máximos, los instrumentos y procedimientos legales a ser usados, la demanda potencial y el modo de operación.

En lo que se refiere al mercado de capitales, el financiamiento de viviendas ha tenido un impacto muy positivo. Lo que interesa desde el punto de vista del mercado de capitales es aquella porción del financiamiento de viviendas que las instituciones prestamistas realizan con fondos obtenidos mediante colocación de títulos y valores en el mercado. Esto, a su vez, depende del tipo de instrumento usado en la concesión del préstamo, y de las fuentes alternativas de financiamiento.

En cuanto al tipo de instrumento, el de carácter hipotecario prevalece en el caso de la vivienda, lo cual conviene mucho al desarrollo de un mercado derivado de ellos, dada la solidez de la garantía involucrada. Por otro lado, en lo referente a fuentes alternativas de financiamiento, se encuentran los ahorros del público (que para las Asociaciones de Ahorros y Préstamos subieron de menos de RD\$5.0 millones en 1966 a unos RD\$70.0 millones en 1974), los créditos internacionales (del BID, la AID, bancos de ahorro, bancos

comerciales y del Banco Federal de la Vivienda de Estados Unidos), los préstamos de origen nacional (bancos comerciales, proveedores) y los aportes del gobierno, aparte de los aportes de capital de las instituciones, y los intereses y otros ingresos percibidos por ellas.

A pesar de estas amplias fuentes alternativas de financiamiento, se ha hecho uso creciente del mercado secundario. El llamado mercado secundario de hipotecas constituye una base muy firme sobre la cual establecer un mercado de capitales en el país. El mercado secundario es el medio por el cual las instituciones de financiamiento de viviendas y otros bienes inmuebles obtienen fondos adicionales a través de la venta de títulos y valores para colocarlos en nuevas operaciones de préstamo. Constituye, por lo tanto, una forma de renovación sucesiva de la cartera hipotecaria de dichas instituciones. Los instrumentos básicos utilizados para esa finalidad han sido las cédulas hipotecarias y los contratos de participación en hipotecas.

Las cédulas hipotecarias son documentos con vencimiento a un cierto plazo pre-determinado, y garantizadas colectivamente por hipotecas seleccionadas de la cartera hipotecaria de la institución emisora, como es requerido para su aprobación, pero además son garantizadas colectivamente por todos los activos de la institución, así como por el Estado Dominicano, en el caso de las cédulas hipoteca-

rias del Banco Nacional de la Vivienda. Su emisión tiene que ser autorizada por la Junta Monetaria, la cual fija también su plazo y tipo de interés. Dentro de las instituciones de financiamiento de la vivienda, el Banco Hipotecario, S. A. y el Banco Nacional de la Vivienda han sido las que han emitido cédulas hipotecarias, por un total que a Septiembre de 1974 ascendía a alrededor de RD\$3.6 millones, de los cuales unos RD\$2.0 millones correspondían al Banco Hipotecario, S. A., y RD\$1.6 millones aproximadamente correspondían al Banco Nacional de la Vivienda. Los principales compradores de cédulas hipotecarias son compañías de seguros que invierten sus reservas de acuerdo a la Ley, aunque recientemente se observa un aumento apreciable en los inversionistas no institucionales.

Los contratos de participación en hipotecas son instrumentos mediante los cuales los inversionistas adquieren la totalidad o parte del valor de una o más hipotecas colocadas por la institución emisora de los contratos. Si las hipotecas son aseguradas con el seguro FHA (Fomento de Hipotecas Aseguradas) el contrato queda garantizado, tanto en cuanto a su capital como a sus intereses, por el Banco Nacional de la Vivienda. Por lo tanto, además de la solidez inherente a la índole hipotecaria de la garantía del préstamo original, el seguro FHA añade mucho atractivo a la compra de hipotecas aseguradas.

El seguro FHA también protege a la institución que efectuó

el préstamo hipotecario pues garantiza que ésta recuperará los fondos colocados en caso de que la hipoteca tuviera que ser ejecutada por falta de pago del préstamo. El record hasta el momento es excelente, habiendo llegado sólo tres ejecuciones al departamento FHA. En este sentido debe tenerse en cuenta que hasta ahora en casos de dificultad para el prestatario ha sido usualmente posible lograr un traspaso de la hipoteca a un nuevo prestatario, y evitar así la ejecución de la misma.

Para obtener el beneficio de este seguro FHA, que es operado por el Banco Nacional de la Vivienda, se requiere que la institución prestamista sea lo que se designa como "entidad aprobada". Son entidades aprobadas actualmente las Asociaciones de Ahorros y Préstamos, los bancos comerciales, el Banco Hipotecario, S. A., el Instituto Nacional de la Vivienda, la Corporación Financiera Asociada (COFINASA) y la Dominicana de Financiamiento, C. por A. (DOFINCA), algunas de pleno derecho, y otras por resolución específica del Banco Nacional de la Vivienda.

Con el objeto de acelerar el proceso de financiamiento, el Banco Nacional de la Vivienda emite "resguardos de asegurabilidad", que son documentos que garantizan que dicho Banco formalizará oportunamente el seguro FHA correspondiente, siempre que se cumpla con los requisitos establecidos en el mismo. A Septiembre de 1974, se habían emitido resguardos de asegurabilidad por valor de poco menos de

RD\$109 millones.

Cuando se formaliza el seguro, el Banco Nacional de la Vivienda emite entonces el Seguro de Hipotecas (F.H.A.). Para Septiembre de 1974, el valor original de las hipotecas aseguradas ascendía a poco menos de RD\$82 millones, de los cuales unos RD\$76 millones corresponden a las Asociaciones de Ahorros y Préstamos, y unos RD\$6 millones a las demás entidades aprobadas. El saldo vigente a esa fecha era de aproximadamente RD\$60 millones, aunque este último dato queda sujeto a revisión.

De ese total de hipotecas aseguradas a Septiembre de 1974, el saldo vigente de contratos de participación vendidos en el mercado secundario ascendía a aproximadamente RD\$44 millones, de los cuales corresponde más de RD\$10 millones al Banco Nacional de la Vivienda, unos RD\$31 millones a las Asociaciones de Ahorros y Préstamos, y unos RD\$3 millones a las demás entidades aprobadas. Entre las entidades aprobadas se han llevado a cabo transacciones en contratos que están incluidos en las cifras anteriores, pero que no alteran substancialmente los valores obtenidos. Algunos bancos comerciales, por ejemplo, han adquirido contratos de otras entidades aprobadas, básicamente a fin de utilizarlos como parte de su encaje legal, pero el monto adquirido no es probable que exceda los RD\$5 millones. La posibilidad que tienen los bancos comerciales de utilizar hasta el 50% de sus tenencias de cédulas y contratos para cubrir hasta el 45% de

su encaje legal constituye un apoyo adicional a las operaciones del mercado secundario.

Los contratos vendidos por el Banco Nacional de la Vivienda corresponden a hipotecas que ha adquirido de las Asociaciones, y no están incluidos en la cifra dada para los contratos vendidos por las Asociaciones. A Septiembre de 1974 el Banco Nacional de la Vivienda tenía unos RD\$19.7 millones en hipotecas adquiridas de las Asociaciones, habiendo vendido a su vez, como se señaló con anterioridad, más de RD\$10 millones. Por lo tanto, el total de hipotecas vendidas por las Asociaciones, incluyendo las vendidas al Banco Nacional de la Vivienda, ascendía a más de RD\$50 millones a Septiembre de 1974. Por otro lado, el Banco Nacional de la Vivienda a través del Fondo de Garantía FHA ha adquirido contratos de participación por valor de unos RD\$0.2 millones, correspondiendo más de la mitad a entidades aprobadas de fuera del Sistema de Ahorros y Préstamos.

De las cifras anteriores puede deducirse que para Septiembre del pasado año el mercado secundario para cédulas hipotecarias y contratos de participación en hipotecas aseguradas, excluyendo las operaciones entre entidades aprobadas, alcanzaba un total de más de RD\$40 millones, lo cual pone de manifiesto el gran desarrollo logrado por ese mercado en lo que respecta a las instituciones de financiamiento de la construcción, y refleja la confianza que estos instrumentos e instituciones han ganado entre los inversionistas.

Una parte de este total corresponde a inversionistas de tipo institucional, básicamente compañías de seguros, pero se observa un gran vigor en lo referente a inversionistas no institucionales. Este último tipo de inversionista constituye el área de mayor promesa para el futuro, sobre todo a medida que los mecanismos del mercado vayan perfeccionándose y se mantengan altas tasas de crecimiento económico en el país.

El desarrollo del mercado secundario ha recibido un impulso considerable de parte de los incentivos fiscales que exoneran tanto las cédulas hipotecarias como los contratos de participación de todo impuesto, tasa, derecho, recargo o contribución, incluyendo el impuesto sobre la renta y el impuesto sobre sucesiones y donaciones. Además, un impulso adicional ha provenido del requisito de que las compañías de seguros establecidas en el país inviertan un 10% de sus reservas técnicas y matemáticas en cédulas hipotecarias del Banco Nacional de la Vivienda o en hipotecas aseguradas originadas en las Asociaciones o en las demás entidades aprobadas del sistema FHA.

Cabe observar que este gran desarrollo del mercado secundario ha sido llevado a cabo en condiciones en que no existe todavía mucha competencia de valores diferentes en el país, y en que las opciones alternativas se reducen básicamente a la inversión directa en empresas, la compra de inmuebles con fines especulativos o de protección, o la transferencia al exterior de los recursos invertibles, en

condiciones muchas veces inferiores a las obtenibles en el país. Podría entonces cuestionarse si frente a un mercado de valores más diversificado, las instituciones primordialmente involucradas en el financiamiento de viviendas serían capaces de competir, tanto con el resto del sector financiero como con el sector empresarial, por los recursos de los inversionistas.

Es conocido el caso de los bancos de ahorro y las Asociaciones de Ahorros y Préstamos en los Estados Unidos, los cuales fueron afectados muy negativamente en los últimos meses, siendo incapaces de mantener el nivel de sus disponibilidades de fondos, y teniendo que suspender la mayor parte de sus operaciones de préstamo. Esta incapacidad surgió de la naturaleza hipotecaria y a largo plazo de dichas operaciones de préstamo, combinada con la inestabilidad prevaleciente en la economía. En efecto, al tener su cartera de préstamos comprometida a largo plazo a un cierto tipo de interés, estas instituciones no pudieron incrementar de modo apreciable los tipos de interés pagados en sus operaciones pasivas en general, las cuales no compartían el mismo carácter de largo plazo mostrado por sus activos, todo esto en presencia de un proceso de elevación global de los tipos de interés en la economía en parte causado por medidas de restricción monetaria.

Además, les fue difícil aumentar los intereses de los nuevos préstamos, así como el requisito del pago inicial que debe aportar

el prestatario, pues por sus características la actividad de construcción es muy sensible a las fluctuaciones de la actividad económica general, y ya la economía mostraba señales del comienzo de una recesión.

Los bancos comerciales también fueron afectados por esta situación, pero su ciclo de operaciones más corto, así como el carácter comercial, industrial, agrícola y de consumo de sus créditos les permitió defenderse mejor y elevar con mayor rapidez la rentabilidad tanto de sus operaciones activas como de sus operaciones pasivas en valores. El descenso y estabilización de algunos tipos de interés, particularmente de valores públicos, alivió la situación, y se vislumbra un mejoramiento paulatino de la misma, sujeto al desenvolvimiento de las condiciones económicas globales.

Este caso constituye un ejemplo de cómo un proceso inflacionario combinado con dificultades económicas externas puede afectar desfavorablemente la posición de las instituciones de financiamiento hipotecario dentro del sistema financiero de un país. En la República Dominicana no se ha producido un proceso similar pues los elevados precios del azúcar y la política interna de inversiones han mantenido el ritmo económico sin fuertes alteraciones, permitiendo un crecimiento continuado de la masa monetaria, con lo cual no se presentaron presiones de consideración sobre los mecanismos financieros de captación de fondos. Además, estuvo presente el hecho señalado de

que por el escaso desarrollo de las operaciones en títulos y valores, el inversionista no disponía de muchas formas alternativas de inversión en instrumentos financieros, y por lo tanto el financiamiento de la vivienda no tuvo que soportar la competencia de otras opciones alternativas de inversión de tipo financiero.

Una vez se desarrolle el mercado de capitales en el país, las oportunidades de inversión se verán considerablemente ampliadas y diversificadas. Dentro de esas nuevas condiciones las instituciones de financiamiento de la vivienda tendrán que enfrentar sus instrumentos de captación de fondos a las ofertas alternativas provenientes de otras instituciones financieras, así como de empresas de diversa índole.

Sin embargo, aun en esas nuevas circunstancias, creo que las instituciones de financiamiento de la vivienda en el país no tendrán dificultades en colocar sus instrumentos, en condiciones económicas normales, pues la solidez de la garantía hipotecaria resulta muy atractiva para los inversionistas. Esto es así especialmente si se toma en cuenta que el préstamo hipotecario no alcanza el 100% del valor de tasación del inmueble, y que dicho valor es usualmente inferior al valor real de la propiedad. Dicho atractivo relativo cobra especial relieve en países subdesarrollados en que existen pocas empresas de tal tamaño y solidez que puedan recabar una confianza de parte del inversionista comparable a la merecida por la garan-

tía hipotecaria, a la cual en nuestro caso se añade el respaldo adicional brindado por el seguro FHA.

Aun dentro de estas perspectivas favorables, de persistir fuertes tendencias inflacionarias en la economía dominicana podrían introducirse distorsiones en el mercado financiero que habría que corregir con el objeto de mantener la estabilidad en los flujos de fondos al sector de viviendas. En su inicio, un proceso inflacionario estimula el sector de la construcción pues éste ofrece la perspectiva de propiedades con valor de mercado en rápido aumento, aparte de que constituye un medio de defensa contra la inflación. Eventualmente, sin embargo, los altos costos de los terrenos y de la construcción, que se traducen en elevados pagos iniciales, así como las dificultades de financiamiento, terminan por desalentar las construcciones. Además, la dificultad de predecir los incrementos de precios durante el período de construcción estimulan a que la inversión en inmuebles sea hecha en terrenos o edificaciones existentes, y no en nuevas edificaciones.

En todo caso, es muy probable que las limitaciones que primero actúen sobre el sector sean las relativas a los problemas de financiamiento, sobre todo en países con fuertes déficits habitacionales aun dentro de los grupos de ingresos medios. Los programas de viviendas para grupos de bajos ingresos podrían continuar siempre que los aportes estatales crecieran paso a paso con el aumento en los cos

tos. Las construcciones de viviendas de alto precio podrían mantener su nivel pues son atractivas desde el punto de vista especulativo, y su financiamiento depende más de los ingresos del propio prestatario, los cuales probablemente crezcan al ritmo de la inflación, dado el impacto de redistribución regresiva de este fenómeno. Pero los programas de viviendas de categoría media serían muy afectados por cualquier restricción en el financiamiento al sector provocada por problemas de captación de fondos por parte de las instituciones de crédito hipotecario financiadoras de la vivienda, surgidos de la continuación de un proceso inflacionario.

Con el objeto de contrarrestar estos problemas de captación de fondos una alternativa posible, entre varias otras, sería hacer más flexible el rendimiento de las operaciones activas de las instituciones de financiamiento de la vivienda, lo cual permitiría a su vez una mayor flexibilidad y competitividad en lo referente a sus operaciones pasivas. Este objetivo podría lograrse a través de concertar los contratos hipotecarios por períodos de mediana duración, por ejemplo cinco años, con compromiso de refinanciamiento por varios períodos, pero a tipo variable de interés.

Con este procedimiento el prestatario tendría la seguridad de disponer de los fondos a largo plazo, por ejemplo veinte años, pero con una tasa de interés que variaría de período a período, en sentido ascendente o descendente. De esa forma la institución pres-

tamista podría modificar más fácilmente su política de captación de fondos. Hay que enfatizar que el refinanciamiento sucesivo hasta el largo plazo debería estar garantizado desde el momento de concertación del préstamo, pues de no ser así el prestatario podría verse en una situación difícil sin ser capaz de evitarla, con lo cual el financiamiento de viviendas perdería gran parte de su justificación social actual. Lo único sujeto a determinación periódica debería ser el tipo de interés del préstamo.

En consecuencia, en base a las consideraciones expuestas, deseo recomendar que se investigue la posibilidad de poder dotar de mayor flexibilidad al financiamiento de la vivienda mediante la introducción de variaciones apropiadas a sus instrumentos y características operativas que fueran aplicables en casos especiales de inestabilidad en el sector financiero de la economía, siempre que dichas variaciones no resultaran lesivas al prestatario en lo que respecta a la continuidad y estabilidad del financiamiento.

Esta mayor flexibilidad iría precisamente acorde con la flexibilidad que las instituciones que utilizan el mercado secundario como fuente de fondos han tenido que introducir en sus operaciones allí. El mercado secundario para cédulas hipotecarias fue reactivado alrededor de 1964 por el Banco Nacional de la Vivienda en momentos en que, por la experiencia de los años inmediatamente anteriores, existía una gran renuencia de parte de los inversionistas a co-

locar fondos en este tipo de instrumentos.

Durante esos años iniciales, el mercado representado por las compañías de seguros fue de gran ayuda como punto firme de apoyo, pero también desempeñó un papel prominente la disposición del Banco Nacional de la Vivienda de redimir las cédulas en cualquier momento. Poco a poco la confianza en estos instrumentos financieros se fue recuperando, y el Sistema de Ahorros y Préstamos dio el siguiente paso de avance al emitir contratos de participación en hipotecas aseguradas. Estos contratos llevaban cláusulas de recompra que han variado de tiempo en tiempo, y que los hacían más atractivos para el inversionista.

Al continuar el desarrollo del mercado secundario, el Banco Nacional de la Vivienda suspendió la readquisición de cédulas hipotecarias, pero ha mantenido, al igual que las Asociaciones, cláusulas de recompra en los contratos de participación en hipotecas, con descuentos variables según la duración del plazo en que la inversión fue mantenida. Por otro lado, el Banco Hipotecario expresa actualmente su disposición no contractual de readquirir en cualquier momento las cédulas hipotecarias que ha emitido.

Puede observarse que estas facilidades de readquisición fueron el resultado de la necesidad de estimular el mercado secundario a través de la creación de un mecanismo que permitiera transformar la inversión a largo plazo en cédulas o contratos de participa-

ción en una inversión efectiva a corto o mediano plazo, en caso de que así fuera decidido por parte del inversionista. Este procedimiento, sin embargo, al caer el compromiso de recompra sobre la misma institución emisora, tiene como consecuencia debilitar la estabilidad del mercado secundario. Este efecto tiene lugar pues de este modo se limitan las características de largo plazo del mercado secundario, las cuales son necesarias dado el carácter de largo plazo de los préstamos hipotecarios efectuados con los recursos captados en él. Además, se desvan en parte los objetivos perseguidos con los incentivos fiscales otorgados a las inversiones en dicho mercado, los cuales se proponen retribuir la colocación de los recursos del inversionista en obligaciones de ciclo largo y renta fija en lugar de en actividades de ciclo corto y renta variable.

Es probable que las condiciones del mercado secundario hayan evolucionado lo suficiente como para que el estímulo representado por las facilidades de recompra por parte de la entidad emisora ya no sea necesario. En todo caso, la conversión del mercado secundario en un mercado verdaderamente a largo plazo para las instituciones de financiamiento de la vivienda se facilitaría mucho si, aun sin suprimir la posibilidad de venta a corto o mediano plazo por parte del inversionista, las facilidades de recompra se trasladan a una institución cuya función específica fuese la de realizar transacciones de compra y venta con los instrumentos vigentes en el mercado.

Esta institución podría comprar y vender contratos y cédulas con primas o descuentos variables en relación con el tipo nominal de interés, a la vez que ofrecer facilidades para que se efectúen transacciones entre terceros. La oferta y demanda para los instrumentos, reflejando las condiciones generales de la economía, así como las condiciones particulares del sector de la construcción, regularían el interés efectivo que dichos instrumentos alcanzarían, pudiendo ser superior o inferior al interés nominal. Las propias instituciones de financiamiento de la vivienda podrían intervenir en el mercado así creado para sostener la rentabilidad de sus instrumentos, en momentos en que lo considerasen conveniente, a la vez que dispondrían de un índice muy efectivo sobre las perspectivas del mercado secundario y la política a seguir respecto a sus operaciones en él. Por otro lado, el mercado originado de esta forma podría servir de vehículo de medidas de política económica de regularización, estímulo o restricción, de acuerdo con la política económica general del país, aparte de que tendría que cumplir los requisitos de regulación que fueran establecidos para su funcionamiento, así como someterse a la inspección de la Superintendencia de Bancos.

Resulta evidente que esta institución constituiría una bolsa de valores con objetivos y alcance limitados, por lo menos al principio, y la cual podría crecer paulatinamente al incorporarse nuevos valores e instituciones. Se trataría de aprovechar el merca-

do secundario para echar las bases de la bolsa de valores y, recíprocamente, aprovechar los primeros pasos de la bolsa de valores para dotar de mayor efectividad al mercado secundario, y hacerlo más acorde con sus lineamientos fundamentales.

Para el funcionamiento inicial de la institución habría que disponer de un grupo de entidades participantes que aportasen un fondo de maniobra rotativo. Dentro de ese grupo podrían estar las instituciones de financiamiento de la vivienda y las demás instituciones financieras, así como otras entidades que pudiesen crearse al efecto con el propósito de canalizar sus propios fondos o los fondos de otros inversionistas. Este fondo rotativo iría perdiendo importancia relativa respecto al total de transacciones efectuadas a medida que los inversionistas, institucionales o no, intervengan más y más activamente en ellas. Además, se deberían crear los mecanismos necesarios para integrar o coordinar con esta institución las labores del Fondo de Regulación de Valores del Banco Central, al ampliarse sucesivamente sus alcances.

Es obvio que muchos aspectos del impacto de esta institución tendrían que ser estudiados con detenimiento antes de proceder a su creación y organización definitiva, pero me parece propicio el momento para planear el aprovechamiento del mercado secundario con esa finalidad, y a la vez mejorar la posición de dicho mercado, sin lesionar su notable crecimiento. En consecuencia deseo recomendar

que, para su eventual organización, se proceda a analizar los aspectos claves de la institución propuesta, como por ejemplo los referentes a su influencia en el medio circulante, en la rapidez de circulación de los medios de pago, en la canalización de inversiones, en la legislación vigente al respecto, y en el sistema de tipos de interés, entre otros aspectos fundamentales a ser considerados.

Para concluir, deseo expresar, ahora a nombre del Banco Nacional de la Vivienda, que esa institución se encuentra dispuesta a colaborar en la tarea de desarrollar el mercado de capitales del país, segura de que éste habrá de constituir un puntal de importancia para el avance económico nacional.