



---

Una política preventiva de acumulación de reservas internacionales tiene la ventaja adicional que no es incompatible con la flotación cambiaria, al ser complementada por operaciones de esterilización monetaria, consistentes con la meta operativa de tasa de interés de referencia. La flotación cambiaria con intervención ocasional orientada a reducir la volatilidad del tipo de cambio no genera los desequilibrios y la potencial inestabilidad de la balanza de pagos que tienen los regímenes de tipo de cambio fijo. Por el contrario, permite preservar la estabilidad del sistema financiero, en la medida que fortalece la posición de liquidez internacional, y por tanto permite al Banco Central una mayor capacidad para proveer liquidez en moneda extranjera en episodios de estrés financiero.

---

#### RECUADRO 6

#### EXPERIENCIA INTERNACIONAL DE LOS BONOS CUBIERTOS

El mercado de créditos hipotecarios del país es aún pequeño respecto a otras economías de la región: mientras que en el Perú este tipo de créditos equivale al 3% del PBI, en Chile, México y Colombia representan el 15 por ciento, 11 por ciento y 5 por ciento, respectivamente<sup>6</sup>. Así, existe un amplio margen para el desarrollo del mercado financiero hipotecario peruano. Una alternativa para ello son los bonos cubiertos, títulos de deuda respaldados por un colateral, que pueden representar una importante fuente de recursos para la financiación de préstamos hipotecarios.

En países con mercados hipotecarios desarrollados, los llamados instrumentos financieros hipotecarios (títulos respaldados por créditos hipotecarios) han tenido un rol importante para sostener el financiamiento de viviendas en el mediano plazo, en la medida que permiten canalizar recursos del mercado de capitales (administrados por los fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros, por ejemplo) hacia el financiamiento hipotecario.

#### **Modelos de emisión de instrumentos financieros hipotecarios**

La literatura económica ha identificado dos modelos bajo los cuales opera la emisión de los instrumentos financieros hipotecarios, a saber: el modelo de bonos cubiertos y el modelo de titulización o “de originar para distribuir”.

Los instrumentos clasificados en el modelo de bonos cubiertos son emitidos directamente por la institución originadora de los activos que se constituyen como garantía, los que comúnmente consisten en créditos hipotecarios y otros activos de alta calidad. La principal característica de este modelo consiste en que el riesgo de crédito permanece en el balance del banco. En cuanto a su uso y difusión, este modelo es seguido actualmente por la mayoría países europeos.

---

6 Morris, Felipe, Estudio sobre programas de vivienda: caso Perú, BID, 2009.

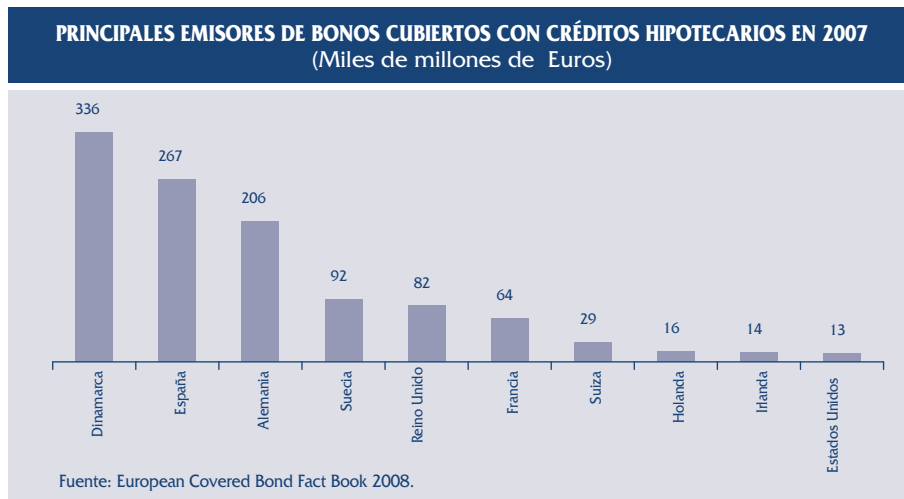
---

Por su parte, los instrumentos categorizados en el modelo de titulización son emitidos por un vehículo de propósito especial (empresa tituladora) que adquiere un conjunto de créditos hipotecarios originados por entidades financieras, los que servirán de respaldo para su emisión. Este último modelo ha sido utilizado principalmente por entidades financieras en Estados Unidos.

En el caso del segundo modelo, los créditos que sirven de respaldo para la emisión salen del balance del banco originador y son intercambiados por un activo sin riesgo (efectivo), que podría ser utilizado para la concesión de créditos adicionales. Mediante estas operaciones, aquellos bancos que se encuentran cerca del límite legal de apalancamiento ven inmediatamente reducido su coeficiente de activos ponderados por riesgo respecto a su patrimonio, lo que les permite utilizar el financiamiento obtenido para conceder nuevos préstamos, con la consecuente incorporación de nuevos riesgos a su balance.

### Experiencia internacional de los bonos cubiertos

En el caso de los bonos cubiertos, el hecho de que los activos se mantengan dentro del balance de la institución financiera permite alinear mejor los incentivos de los inversionistas y el de las instituciones financieras, pues ahora estas últimas también están expuestas a la calidad de los créditos que otorgan. Por otro lado, típicamente el conjunto de activos de alta calidad que respalda los bonos cubiertos, está activamente manejado, de tal forma que los activos “malos” son reemplazados por “buenos” todo el tiempo<sup>7</sup>.



Cabe indicar que en la actual coyuntura de crisis financiera internacional, si bien los bonos cubiertos también se han visto adversamente afectados, han registrado un mejor comportamiento en términos de precios respecto a instrumentos alternativos como las titulaciones respaldadas por hipotecas o *mortgage backed securities* (MBS).

<sup>7</sup> D. Hancock y W. Passmore, “Tree Mortgage Innovations for Enhancing the American Mortgage Market and Promoting Financial Stability”, Federal Reserve System, versión preliminar, octubre 2008.





Adicionalmente, el desarrollo de estos bonos presenta diversas ventajas, tales como: (i) un mejor calce de plazos entre los activos (los nuevos créditos) y los pasivos (el instrumento de financiamiento hipotecario) de las operaciones de los intermediarios financieros; (ii) el acceso a nuevas fuentes de financiamiento a bajo costo para las entidades emisoras; (iii) el acceso a mayores fuentes de financiamiento por parte de los demandantes de vivienda, con lo que se promueve el acceso a la vivienda; (iv) una mayor diversificación y profundidad del mercado de capitales local, al proveer títulos financieros que podrían ser demandados por los fondos privados de pensiones y otros inversionistas institucionales; y (v) la aparición de un nuevo instrumento en nuevos soles que podría ser usado como colateral en las operaciones monetarias del BCRP.

Sin embargo, los países que han podido aprovechar las ventajas de los bonos cubiertos cuentan, por lo general, con leyes y reglamentos que establecen una serie de requisitos que asegura la predictibilidad en los procedimientos a seguir ante cambios en las condiciones del emisor, del bono y de sus colaterales. Entre los temas que frecuentemente están previstos en estas regulaciones se encuentran: (i) el requisito de identificar explícitamente los créditos que sirven de respaldo a la emisión; (ii) el nivel mínimo del valor del crédito respecto al valor de la vivienda hipotecada; (iii) los procedimientos para la sustitución de una fracción de la cartera que sirve como colateral de la emisión en caso de prepago o deterioro crediticio de los préstamos; (iv) los niveles mínimos de sobrecolateralización; (v) el uso de los flujos de liquidez proveniente del servicio regular de los créditos usados como colaterales; (vi) las entidades que se encargarán de supervisar la adecuada identificación de los créditos, la sustitución y el uso de recursos, así como su elección; y (vii) el destino de los colaterales en caso de liquidación de la empresa emisora.

Todas estas características permiten que los bonos posean estructuras simples y estandarizadas, lo que los hace fácilmente comparables dentro de esta categoría de instrumentos, característica esencial para proveer liquidez a su negociación y para su uso con fines alternativos, tales como la provisión temporal de liquidez.

### **Bonos y créditos hipotecarios en el Perú**

En el Perú, el saldo de créditos hipotecarios otorgados por el sistema financiero a marzo de 2009 ascendió a S/. 12 387 millones (3 por ciento del PBI), de los cuales solo el 2 por ciento (S/. 247 millones) es financiado por instrumentos hipotecarios y el 18 por ciento por recursos del Fondo MiVivienda (FMV). El resto se financia con depósitos del propio sistema financiero, siendo los de más largo plazo los fondos de la Compensación por Tiempo de Servicios (CTS) y los de inversionistas institucionales, particularmente de fondos de pensiones, cuya volatilidad es bastante alta. Este descalce de plazos podría ser evitado con el desarrollo de instrumentos hipotecarios.

Los créditos hipotecarios son provistos principalmente por las empresas bancarias, que concentran el 95,8 por ciento del total, y representan el 13 por ciento del total de las colocaciones bancarias. Por otro lado, los créditos hipotecarios aún muestran un alto nivel de dolarización, aunque éste ha venido disminuyendo en los últimos tres años. Así, en 2008 el flujo de nuevos créditos en soles ha sido más del doble de los pactados en dólares, lo que ha generado que el coeficiente de

---

---

dolarización caiga de 80 por ciento en 2007 a 60 por ciento en octubre 2009. En el caso del Perú, la emisión de bonos hipotecarios en nuevos soles también podría contribuir a desdolarizar el crédito, lo que beneficiaría a los clientes bancarios a través de una disminución de los riesgos asociados a la depreciación del Nuevo Sol.

Por lo tanto, una regulación más precisa de la estructuración de los bonos cubiertos, que incluya los requisitos establecidos en los países que han intensificado su uso, permitiría que tanto el sistema financiero como las familias, en general, se vean beneficiados con la emisión de estos instrumentos.

---

