

Irene LAYRISSE de NICULESCU

## **DETERMINANTES FINANCIEROS DEL MERCADO DE LA VIVIENDA. UN ENFOQUE TEORICO**

### **RESUMEN**

El mercado de nuevas viviendas para las familias de ingresos medios se ha reducido significativamente desde la última década en Venezuela. La explicación de esta realidad constituye el principal objetivo del trabajo. Este focaliza en los aspectos financieros, bajo el supuesto de que ellos han tenido un rol determinante en el sobreajuste del mercado de la vivienda.

El marco teórico está referido al análisis macroeconómico de los mecanismos de transmisión de los mercados financieros al mercado de la vivienda. Sobre la base de ese análisis se formula un modelo teórico explicativo del funcionamiento de ese mercado.

El análisis teórico y la interpretación de la evolución del mercado de la vivienda en Venezuela, permiten derivar conclusiones sobre la relevancia de los determinantes financieros y aportar criterios para sustentar recomendaciones de política de financiamiento a la vivienda.

### **1/ INTRODUCCION**

Desde la década anterior, el mercado de la vivienda en Venezuela ha tendido a concentrarse en los segmentos extremos: los programas sociales financiados con fondos públicos y más recientemente, con ahorro forzoso de la Ley de Política Habitacional, y en menor proporción, la vivienda de lujo adquirida de contado. El segmento de nuevas viviendas para las familias de ingresos medios, financiadas con ahorro privado a través de la intermediación hipotecaria, se ha reducido significativamente.

La necesidad de conocer y explicar esta realidad motiva la realización del estudio. Si bien el tratamiento del problema habitacional requiere de un enfoque globalizante que contemple otros aspectos importantes —disponibilidad de tierra y de infraestructura, factores tecnológicos, capacitación de mano de obra, etc.—, la focalización en los aspectos financieros y en la inflación obedece al supuesto de que éstos han sido determinantes en la evolución

reciente de este segmento del mercado de la vivienda.

Dada la alta dependencia tanto de la oferta como de la demanda de vivienda del crédito, el sobreajuste del sector puede ser interpretado como resultante de la perpetuación de un sistema hipotecario obsoleto para el nuevo contexto económico.

El estudio coloca el énfasis en el análisis teórico. Los enfoques macroeconómicos sobre la relevancia de la tasa de interés o de la disponibilidad de crédito, como mecanismos de transmisión de los mercados financieros a la economía real y en particular el mercado de la vivienda, constituyen el marco teórico del estudio. Asimismo, se introduce el debate acerca de los efectos de las tasas flexibles de interés sobre la demanda, el cual constituye una referencia importante en el análisis de asequibilidad de la vivienda en contextos inflacionarios. La percepción por parte de las familias de las tasas de interés en términos reales o nominales, o la diferenciación entre la tasa real y las expectativas inflacionarias conducen a distintas interpretaciones del impacto de la inflación sobre el mercado de la vivienda y en particular sobre el precio relativo.

La formulación de un modelo teórico para explicar el funcionamiento del mercado de la vivienda en Venezuela constituye un aporte importante del trabajo. En él se incorporan explícitamente los canales fundamentales de transmisión del mercado hipotecario al mercado de la vivienda, así como los efectos de las expectativas inflacionarias.

Asimismo se plantea un mecanismo de ajuste de precios en un esquema de análisis intertemporal.

Una reformulación del modelo teórico permite posteriormente interpretar la evolución del mercado de la vivienda en Venezuela durante los últimos veinticinco años, a partir de la dinámica del precio relativo y el comportamiento de sus variables explicativas. El racionamiento de crédito en los años ochenta y la flexibilización de las tasas de interés en los noventa resultan ser determinantes en el colapso de la

construcción residencial privada.

Por último, con base en el análisis teórico y a la interpretación del caso venezolano, se derivan conclusiones sobre la relevancia de los determinantes financieros en el comportamiento del mercado de la vivienda y se aportan criterios para sustentar recomendaciones de política de financiamiento a la vivienda. En general se plantea la necesidad de un sistema hipotecario flexible y adaptable al contexto económico. La conciliación *entre la disponibilidad de crédito y la asequibilidad de la vivienda* en contextos inflacionarios es particularmente importante para asegurar una evolución adecuada de los mercados hipotecario y de la vivienda.

## 2/ MARCO TEORICO

El marco teórico de referencia enfatiza en los aspectos financieros y en la incidencia de éstos sobre el mercado de la vivienda. La discusión sobre la relevancia de la *tasa de interés* y el *racionamiento de crédito* que se presenta a continuación, corresponde a una síntesis de la extensa literatura existente sobre el impacto de las variables financieras sobre la economía real y en particular sobre el mercado de la vivienda. El debate acerca de los efectos de la inflación sobre las variables financieras y, a través de éstas o en forma directa, sobre la *asequibilidad* de la vivienda, es asimismo considerado esencial para la interpretación del funcionamiento del mercado de la vivienda en Venezuela.

### 2.1. Tasa de interés y disponibilidad de crédito

El rol del dinero y del crédito ha sido uno de los temas más debatidos en el análisis macroeconómico. Monetaristas, keynesianos, teóricos de la «síntesis» y nuevos-keynesianos divergen en la interpretación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria hacia la economía real. El costo del dinero o la disponibilidad de crédito constituyen las alternativas explicativas de la efectividad de la política.

La teoría cuantitativa, núcleo central del enfoque monetario, establece la neutralidad del dinero con respecto a las variables reales. Las variaciones de la oferta monetaria sólo afectarían el nivel de precios. Los monetaristas I plantean la neutralidad como una proposición de largo plazo, mientras que los monetaristas II o nuevos clásicos destacan la irrelevancia de las políticas monetarias anticipadas aun en el corto plazo.

La «síntesis» neoclásica-keynesiana se basa en la *tasa de interés* como canal de transmisión. La restricción monetaria induce una recomposición del portafolio de los agentes que requieren dinero con fines transaccionales. La venta de bonos provoca un descenso de su valor de mercado y, por tanto, un alza de la tasa de interés, los componentes del gasto sensibles a ésta se reducen en consecuencia, particularmente la inversión. De esta manera disminuye la demanda de dinero y se reestablece el equilibrio a un nivel inferior de actividad.

Por su parte, la teoría de la «disponibilidad» plantea efectos sobre la economía real aun en presencia de una baja elasticidad de la inversión a la tasa de interés<sup>1</sup>. Una restricción de la oferta monetaria mediante operaciones de mercado abierto, implica la reducción de las reservas bancarias y, por tanto, también de la oferta de crédito, la cual afecta los niveles de inversión y de actividad. El canal alternativo de transmisión de la política monetaria es la *disponibilidad de crédito*, el cual es asignado por los bancos a sus clientes a través de un mecanismo de *racionamiento* distinto al mecanismo de precios<sup>2</sup>.

1/ Esta traba a la transmisión de la política monetaria fue destacada por Keynes, quien defendía la mayor eficacia de la política fiscal sobre la economía real.

2/ Guttentag, J. (1960): "Credit Availability, Interest Rates and Monetary Policy". *Southern Economic Journal*, Vol. 26, Nº1.

Si bien se ha llegado a establecer cierto consenso en que la política monetaria puede afectar las variables reales, todavía persisten las discrepancias con respecto al canal de transmisión. El mecanismo transaccional de la «síntesis» es rechazado sobre la base de la desregulación e innovación financiera que permiten el acceso rápido a sustitutos cercanos al dinero; el aumento de la velocidad de circulación compensaría la escasez de dinero (Blinder y Stiglitz, 1983). Más recientemente, se ha extendido el modelo IS-LM de la «síntesis» para incorporar el racionamiento de crédito como otro mecanismo de transmisión (Bernanke y Blinder, 1988; Abel y Bernanke, 1992).

La teoría de la disponibilidad es también cuestionada en tanto el esquema planteado de racionamiento es inconsistente con el comportamiento racional de maximización de beneficios (Baltensperger, 1978). La discusión «moderna» sobre el racionamiento de crédito pretende en ese sentido explicar la rigidez de la tasa de interés, asumida en forma exógena por la teoría de la disponibilidad.

## 2.2. Racionamiento de crédito en desequilibrio y en equilibrio

Los teóricos del racionamiento de crédito han intentado aportar una fundamentación microeconómica a la utilización de mecanismos diferentes a los precios por parte de las instituciones bancarias. La analogía con respecto a la rigidez de salarios, el desempleo y el mecanismo de contratos, ha inducido algunas extensiones al mercado de capitales de

teorías formuladas para explicar imperfecciones del mercado de trabajo.

Los primeros enfoques de racionamiento de crédito con fundamentación microeconómica se basan en la teoría del desequilibrio, referida a un contexto más general e iniciada por Clower, Barro y Grossman. Esta teoría supone una velocidad de ajuste de las cantidades mayor a la de los precios en el corto plazo, resultando excesos de demanda (o de oferta) de carácter temporal<sup>3</sup>. En el caso específico del mercado de crédito, la respuesta a la rigidez de la tasa de interés nominal es establecida por algunos autores con base en factores de tipo institucional: tasas máximas, tasas preferenciales, leyes contra la usura, composición de las carteras de crédito, etc. Sin embargo, también se aportan explicaciones de carácter endógeno en términos de *costos del ajuste continuo de precios*, principalmente de tipo administrativo.

Los enfoques más recientes se concentran en el análisis del racionamiento de crédito en equilibrio, bajo el supuesto de *información imperfecta*.

El recurso a instrumentos colaterales a la tasa de interés en el contrato de crédito –tales como cuota inicial, cuota anual, vencimientos, balances, garantías, etc.– es concebido por algunos autores como una forma de racionamiento. No obstante, en general estos términos establecidos simultáneamente con la tasa de interés son considerados como aspectos pertenecientes al «precio» del crédito.

Las teorías del «verdadero» racionamiento de crédito en equilibrio destacan precisamente las dificultades del proceso de análisis y selección en términos de costos, fundamentalmente de información: *costos de «filtrado»* de las características y riesgos de los clientes *screening costs* y *costos de diferenciación*, en tanto ésta requiere además un sistema detallado y complicado de tasas y condiciones específicas de cada crédito. No obstante, tanto en este último caso como en el de los costos del ajuste de precios, es pertinente señalar la menor restricción que representa hoy día este tipo de costos, debido a los avances en la informática bancaria.

Jaffée y Russell (1976) sostienen que los bancos *no pueden* distinguir a priori entre prestatarios honestos que reembolsan el crédito y deshonestos que incumplen o no pagan. Por esta razón, los bancos fijarían la tasa de interés y recurrirían a la *reducción del tamaño del crédito* con respecto al solicitado por cada cliente, bajo el supuesto de que este tipo de racionamiento disminuye el *riesgo de mora* «default risk».

Según Stiglitz y Weiss (1981), la tasa de interés de equilibrio no siempre corresponde a la igualdad entre oferta y demanda. La maximización de los beneficios en una situación de exceso de demanda no necesariamente se obtiene con un alza de la tasa de interés. Al respecto señalan que las utilidades esperadas de los bancos descienden cuando la tasa de interés supera una tasa óptima, debido al efecto de *selección adversa* y al *efecto de incentivación*. La selección adversa significa que a altas tasas de interés sólo califican los prestatarios de mayor

3/ En Niculescu (1992) se desarrolla ampliamente la fundamentación microeconómica de la teoría del desequilibrio o "equilibrio con racionamiento".

riesgo, mientras que la incentivación lleva a los inversionistas a emprender proyectos riesgosos pero de alta rentabilidad cuando tienen éxito. Con el fin de evitar la constitución de una cartera de créditos morosa, los bancos determinarían la tasa de interés óptima que maximiza sus utilidades y *reducirían el número de créditos*, racionando parte de los clientes aun cuando estén dispuestos a pagar un interés superior.

En general, los enfoques teóricos en equilibrio suponen que el racionamiento de crédito es una práctica usual de los bancos, en tanto la clasificación de los clientes es costosa e imperfecta, y se ejerce aun sin restricciones en la disponibilidad de fondos. Obviamente, cuando esta disponibilidad se ve afectada, se incrementa el recurso a este mecanismo de asignación del crédito.

### 2.3. Financiamiento hipotecario y el ciclo de la vivienda

Desde los años sesenta se ha planteado, particularmente en la literatura anglosajona, que el ciclo de la construcción residencial precede o es coincidente con el ciclo económico. En general, existe acuerdo en atribuir un rol determinante a la excesiva dependencia de esta actividad con respecto al financiamiento hipotecario, sin embargo, también surgen discrepancias en relación al rol del racionamiento de crédito o de la tasa de interés en la transmisión de los efectos.

Gran parte de los estudios enfatizan en el rol del racionamiento de crédito, bajo el supuesto de que la tasa de interés no corresponde a un precio de equilibrio y por tanto no es un indicador adecuado de la situación del mercado hipotecario. En los períodos de restricción monetaria, las instituciones hipotecarias recurrirían a distintas prácticas de racionamiento: reducción de la relación préstamo/valor de la vivienda, tamaño máximo de préstamo, requerimientos de niveles de ingreso, concentración de los préstamos en los depositantes de mayores montos y antigüedad, etc. (Smith, Rosen y Fallis, 1988).

Los análisis sobre racionamiento de crédito en equilibrio como respuesta a la información imperfecta, presentados en el aparte anterior, se basan en modelos estáticos que no explican las fluctuaciones cíclicas. En la literatura sobre el financiamiento hipotecario este aspecto es crucial. Si bien la garantía hipotecaria es el colateral fundamental, las distintas prácticas de racionamiento en sentido laxo serían ampliamente utilizadas como mecanismos de asignación de préstamos en situaciones de escasez de fondos.

Los modelos de desequilibrio de principios de los años setenta asumen la rigidez de la tasa hipotecaria y/o del precio de la vivienda sin ahondar en la fundamentación microeconómica que las explica. El planteamiento de Fair (1972) sobre la *tendencia crónica* a situaciones de *desequilibrio* tanto en el mercado hipotecario como en el de la vivienda, es representativo de esta corriente. El principal aporte del autor se encuentra en la formulación de *efectos asimétricos* del racionamiento de crédito sobre el mercado de la vivienda. En los períodos de exceso de demanda hipotecaria la disponibilidad de crédito afectaría la construcción residencial, en cambio, cuando hay exceso de oferta hipotecaria sólo existiría el efecto de la tasa de interés, como en las situaciones de equilibrio.

Más recientemente, las restricciones institucionales al ajuste de las tasas de interés, tanto de carácter *estructural* como de *regulación*, son consideradas determinantes en el racionamiento de crédito hipotecario y, por tanto, en el ciclo de la vivienda. Smith, Rosen y Fallis (1988) destacan que la inestabilidad de los flujos hipotecarios se deriva de la *superposición de dos decisiones de elección de portafolio* con restricciones: la asignación del ahorro personal entre diferentes tipos de activos e instituciones financieras y la composición de portafolio de las entidades hipotecarias. Con respecto a la primera decisión, señalan que en períodos de restricción de liquidez y de aumento de tasas de interés, el ahorro de las familias se desvía hacia otros instrumentos financieros y del mercado de capitales, de mayor rendimiento

y/o más rápida recuperación. La rigidez que le confiere a las instituciones hipotecarias su cartera de activos, basada fundamentalmente en préstamos de largo plazo, dificulta el ajuste por precios, resultando una desintermediación hipotecaria y declinación de la construcción residencial. La segunda elección de portafolio, realizada por las propias instituciones hipotecarias, se basa en la rigidez de las tasas activas, sea por regulación o por una alta elasticidad de la demanda hipotecaria. A pesar de la poca flexibilidad de cartera debido a restricciones legales, la rigidez o ajuste rezagado de las tasas hipotecarias activas en período de alza de las tasas de interés, tiende a desincentivar el otorgamiento de préstamos hipotecarios, lo cual refuerza la escasez de depósitos y los efectos negativos sobre el mercado de la vivienda.

El debate sobre el rol preponderante de la disponibilidad de crédito o de la tasa de interés en el ciclo de la construcción residencial, se ha desarrollado principalmente alrededor de la efectividad de las políticas de estabilización de los mercados hipotecarios y de la vivienda.

Efectivamente, las políticas de vivienda han sido principalmente políticas de financiamiento a la vivienda, bajo la premisa de que las fluctuaciones cíclicas en la *disponibilidad de fondos hipotecarios es la causa fundamental de la volatilidad del sector vivienda*. Smith, Rosen y Fallis (1988) muestran que en Estados Unidos la volatilidad de la construcción residencial duplica la de las ventas del mercado secundario de viviendas, observándose una particular sensibilidad de la construcción multifamiliar.

En el caso particular de Estados Unidos, existen un conjunto de agencias públicas y semipúblicas que instrumentan políticas contracíclicas a través de compromisos y avances («commitments and advances») a las instituciones hipotecarias privadas. La cartera hipotecaria de estas agencias tiene como contraparte la emisión de valores, básicamente bonos, en el mercado de capitales. La actividad de las agencias, como mercado secundario hipotecario, ha sido el

principal mecanismo de intervención del Gobierno Federal con fines de estabilizar los mercados hipotecario y de la vivienda en los períodos de restricción financiera. También parece haber tenido como objetivo el aumento del flujo de créditos hipotecarios en el largo plazo (Smith, Rosen y Fallis, 1988).

Meltzer (1974) cuestiona la importancia de la disponibilidad de crédito en el mercado hipotecario de la vivienda. Al respecto afirma que la composición del gasto y la distribución de los activos reales es independiente del tipo de crédito disponible, lo cual se evidenciaría en el mantenimiento de una proporción de viviendas en el total de activos de las familias relativamente constante, a pesar de la gran expansión de la actividad hipotecaria: «los prestatarios sustituirían un tipo de crédito por otro y no un tipo de activo por otro». Asimismo sostiene, sobre la base de estudios econométricos, que no existe ningún efecto independiente significativo de los términos y condiciones crediticias diferentes de la tasa de interés, sobre la oferta y demanda hipotecaria. Los efectos de las políticas de expansión de la disponibilidad de crédito hipotecario serían contrarrestados por la reducción de los préstamos privados.

Jaffé y Rosen (1978) asumen una posición intermedia basándose en los resultados de la simulación de un modelo econométrico de evaluación de los impactos de corto plazo, que incorpora los efectos de realimentación de la emisión de valores de las agencias hipotecarias sobre los mercados de capitales e hipotecario. La actividad de estas agencias reduciría efectivamente las fluctuaciones de corto plazo de los mercados hipotecario y de la vivienda, particularmente en los períodos de desequilibrio, cuando la tasa de interés no ajusta. Sin embargo, en el largo plazo no se produciría un aumento del crédito hipotecario, debido a que los fondos canalizados a través del sector público sustituyen a los préstamos privados.

El análisis de Meen (1989) permite integrar los enfoques presentados. Su modelo contempla tanto situaciones de racionamiento como de equilibrio del mercado hipotecario. El

ajuste de la tasa de interés determina cuál es el mecanismo de transmisión al mercado de la vivienda: cuando la tasa es flexible sólo ella incide en el precio relativo de la vivienda, mientras que su rigidez implica la presencia de efectos de la disponibilidad de crédito. Al pasar de un régimen al otro, el impacto de shocks exógenos sobre el mercado de la vivienda es sustancialmente diferente.

#### **2.4. Flexibilidad de la tasa de interés, inflación y asequibilidad de la vivienda**

Las teorías que se basan en la tasa de interés como mecanismo de transmisión de las condiciones del mercado hipotecario al mercado de la vivienda, analizan en particular los efectos de la inflación sobre la asequibilidad de la vivienda.

Si bien los distintos enfoques teóricos reconocen la aparición de efectos redistributivos importantes a raíz de shocks inflacionarios no anticipados, plantean discrepancias en cuanto a la interpretación del impacto de la inflación anticipada sobre el mercado de la vivienda a través de la tasa de interés.

Los neoclásicos sostienen la neutralidad de la inflación anticipada. La demanda de vivienda es asociada a una demanda de activos, cuya variable explicativa relevante es el costo de uso del capital, representado a través de la *tasa real de interés*. La flexibilidad de ésta y la de precios y salarios garantizarían el ajuste de los distintos mercados y por lo tanto, la ausencia de efectos reales. No obstante, la mayoría de los trabajos teóricos más recientes sostiene la *no neutralidad de la inflación* sobre el mercado de la vivienda, aun cuando sea perfectamente anticipada y haya flexibilidad de la tasa de interés. Al respecto se señala que el efecto de distorsión depende de factores institucionales y por lo tanto, su importancia debe ser establecida empíricamente (Kearl, 1978).

Las posiciones teóricas respecto a los efectos de la inflación sobre la asequibilidad pueden ser clasificadas en dos corrientes. La primera asume mercados perfectos de capital y

focaliza en el aumento del rendimiento real después de impuestos de los propietarios de vivienda, originado por la *reducción del costo de uso de capital*. La segunda posición supone imperfecciones en el mercado de capitales y enfatiza en el *efecto de flujo de caja*, que genera un perfil inclinado de la relación cuota mensual-ingreso familiar a lo largo del servicio del préstamo hipotecario tradicional («tilt effect»).

Bajo el supuesto de *mercados perfectos de capital*, la primera corriente teórica sostiene que la reducción del costo de uso, a consecuencia de la inflación anticipada, genera un incremento de la demanda de vivienda en propiedad y, por lo tanto, un *aumento de su precio relativo* con respecto al de otros activos. Esta distorsión se originaría en las características del *sistema tributario* norteamericano, que permite la deducción en el impuesto sobre la renta de los *intereses nominales* del préstamo hipotecario y del impuesto sobre la propiedad. El efecto de la inflación esperada sobre la tasa de interés sería parcialmente contrarrestado por el tratamiento impositivo preferencial, resultando un subsidio implícito a los propietarios de vivienda, quienes además retienen las ganancias de capital (Poterba, 1984). La anticipación de una alta inflación y, por lo tanto, de un alza del precio relativo de la vivienda, induciría en consecuencia un flujo neto de capital hacia la adquisición de vivienda, la cual es percibida como un *refugio eficiente contra la inflación* (Titman, 1982). La evolución desfavorable del precio real del capital corporativo durante el período 1965-1980 en Estados Unidos es interpretada a partir de este razonamiento, destacándose los efectos nocivos del sistema impositivo sobre la acumulación de capital productivo y el crecimiento de largo plazo (Summers, 1981).

La segunda posición basa su argumentación en las características del *instrumento hipotecario tradicional* de tasa variable y cuota nominal constante. Un aumento de la inflación esperada afecta directamente la tasa de interés mientras que el ingreso familiar sólo ajusta su tasa de crecimiento. Al permanecer constante la tasa de interés real no se altera el valor presente de los pagos futuros del préstamo hipotecario,

sin embargo, el esquema de cuotas fijas y tasas flexibles genera un sesgo en la corriente de pagos reales hacia el período que sigue inmediatamente al ajuste de la tasa de interés (Kearl, 1979). El aumento de la relación entre la cuota mensual y el ingreso familiar cuando se acelera la inflación puede representar una carga excesiva para las familias, lo cual afecta la demanda de vivienda y *reduce su precio relativo*. Este efecto no puede ser interpretado a través del costo de uso del capital: si bien los costos financieros son efectivos, las ganancias de capital son nocionales y no inciden en el flujo de caja de las familias. A diferencia del planteamiento neoclásico (tasa de interés real) y del derivado del supuesto de mercados perfectos de capital (tasa de interés nominal), en este caso se destacan los *efectos diferenciados de la tasa de interés real y de la inflación anticipada*.

El supuesto de *imperfecciones en el mercado de capitales* tiene además implicaciones a nivel microeconómico que es necesario considerar (Schwab, 1982). La restricción al financiamiento incide, junto con la restricción presupuestaria, en el comportamiento de las familias, quienes tienen que responder a la anticipación de la inflación mediante la sustitución entre vivienda, consumo de otros bienes y consumo futuro (ahorro). Dentro de un esquema de análisis intertemporal, un alza de la inflación esperada aumenta (vía tasa de interés) el costo real de la vivienda en el presente y lo reduce en el futuro. La preferencia de las familias por el consumo presente (necesidad de consumo de otros bienes básicos) implica en este caso una reducción de la demanda de vivienda, tanto por efecto sustitución como ingreso, y en

consecuencia, un descenso de su precio relativo.

Por último, es necesario señalar que las consecuencias distributivas regresivas<sup>4</sup> del efecto flujo de caja sirven de justificación a la instrumentación de políticas de subsidios (explícitos o implícitos) a los prestatarios y de asignación de créditos. Sin embargo, estas políticas que persiguen favorecer la asequibilidad de la vivienda no consideran que la inflación también tiene un impacto adverso sobre la oferta hipotecaria. En particular, el desbalance entre la cartera de pasivos (depósitos a corto y mediano plazo) y de activos (préstamos a largo plazo) favorece la desintermediación de las instituciones hipotecarias en períodos inflacionarios, proceso este que es acentuado con la instrumentación de las políticas señaladas.

No obstante, el impacto negativo de la inflación en la asequibilidad obedece fundamentalmente a la naturaleza del instrumento hipotecario estándar.

Desde mediados de los años setenta (Modigliani y Lessard, 1975), se han diseñado nuevos instrumentos que intentan combinar criterios de equidad y eficiencia en la búsqueda de soluciones que permitan *proteger contra la inflación* tanto a los *prestatarios* como a los *ahorristas* y a los *intermediarios hipotecarios*.

### 3/ FORMULACION DEL MODELO TEORICO

La reflexión teórica sobre los efectos de las variables financieras sirve de base a la formulación del modelo teórico

4/ A partir de 10% de tasa de interés, la carga financiera del instrumento tradicional ejerce una "selección ascendente" debido al aumento de los requisitos del nivel de ingresos familiares (Vergés, 1992).

propuesto para la explicación del funcionamiento del mercado de la vivienda en Venezuela.

El modelo incorpora consecuentemente los canales de transmisión fundamentales del mercado hipotecario al mercado de nuevas viviendas <sup>5</sup>: en la demanda interviene *el costo* y en la oferta *la disponibilidad de crédito*. En consecuencia, el modelo contempla tanto situaciones de equilibrio como de desequilibrio del mercado hipotecario (Meen, 1989) y permite diferenciar los efectos asimétricos de la disponibilidad de crédito sobre el mercado de la vivienda (Fair, 1972). En el caso de equilibrio y de exceso de oferta en el mercado hipotecario, sólo la demanda de vivienda es afectada a través del costo de crédito. En cambio, cuando existe exceso de demanda hipotecaria, se produce una restricción de la oferta de vivienda a través del racionamiento de crédito.

La consideración explícita de expectativas inflacionarias es otro aspecto importante a destacar, ya que introduce una perspectiva hacia adelante en la interpretación del comportamiento de los agentes, que es esencial en el análisis de contextos inflacionarios <sup>6</sup>. En ese sentido, se asume que la inflación no es neutral sobre el mercado de la vivienda y en particular que es necesario diferenciar los efectos de la tasa de interés real y de la inflación esperada sobre la demanda de vivienda (Kearl, 1979). No obstante, el signo de esta última relación no es evidente; como se señala más adelante, el mismo depende de otros factores explicativos que pueden variar según el contexto macroeconómico e institucional.

5/ El interés se coloca en el análisis del comportamiento de la construcción residencial, sin explicitar las relaciones con el mercado secundario de vivienda.

La especificación de las ecuaciones de comportamiento y las hipótesis particulares que las sustentan se describen a continuación. La demanda y la oferta de vivienda son representadas a través de las siguientes ecuaciones <sup>7</sup>:

$$D = f(y, rh, \pi^e, qv) \quad (1)$$

$$O = g(c^e, qv^e, rc) \quad (2)$$

donde:

- y : ingresos reales de las familias
- rh : tasa de interés hipotecaria real activa
- $\pi^e$  : inflación esperada
- qv : precio relativo de la vivienda
- $qv^e$  : precio relativo de la vivienda esperado
- $c^e$  : costos reales de construcción esperados <sup>8</sup>
- rc : racionamiento de crédito real

La demanda de vivienda se incrementa con los ingresos reales de las familias <sup>9</sup> y se reduce al aumentar la tasa real de interés y el precio relativo de la vivienda. En cuanto a la *inflación esperada*, su consideración explícita obedece a la necesidad de diferenciar su incidencia de los efectos de la tasa de interés real (y nominal), según la discusión que se planteó en el marco teórico. La hipótesis sobre el efecto positivo de la inflación esperada en la demanda de vivienda, *ceteris paribus*, se basa en el supuesto de que el activo vivienda es un refugio eficiente contra la inflación. Al contrario, una relación negativa entre inflación anticipada y demanda de vivienda podría obedecer a expectativas de un aumento excesivo de los precios de los

6/ Independientemente de que el mecanismo de formación de expectativas sea racional o no.

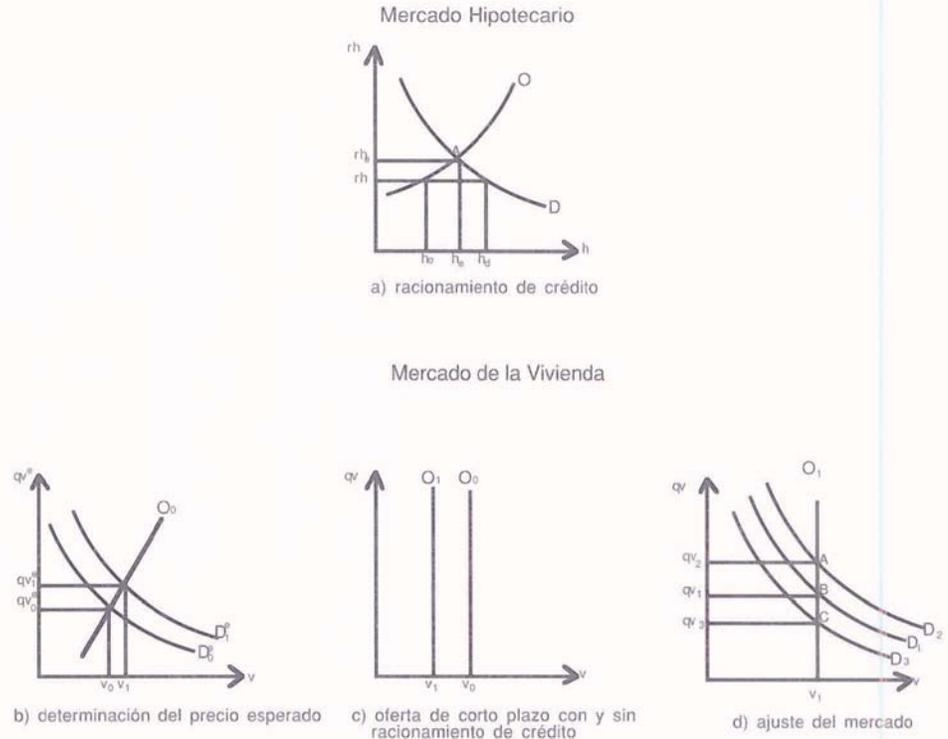
7/ El signo bajo la variable explicativa representa el signo de la derivada parcial respectiva.

8/ Incluye costo de los terrenos, de los insumos y de la mano de obra.

9/ El ingreso permanente (Friedman) o la riqueza (Modigliani) de las familias deben ser más explicativas que el ingreso corriente de la demanda de vivienda, ya que esta última se caracteriza por ser un bien durable o un activo.

**FIGURA 1**

**AJUSTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA**



62

bienes y servicios básicos, que reduciría el ingreso disponible para el gasto en vivienda.

La oferta de la ecuación (6) es representativa del sector privado de promoción y construcción de viviendas, para el cual la rentabilidad y la disponibilidad de crédito son especialmente importantes. El desfase entre la decisión de construcción y la venta de las viviendas implica que las variables relevantes para el cálculo de la rentabilidad sean los precios y los costos esperados en el período previo ( $t-1$ ), cuando se toma la decisión de construir. Por otra parte, la variable financiera considerada determinante es el *racionamiento de crédito*. Se supone que éste implica para los promotores expectativas desfavorables con respecto a las posibilidades de terminación y de colocación de la totalidad de las unidades que desean

vender a los precios esperados, y reducen en consecuencia la oferta de vivienda. Un alza de la tasa de interés implicaría una reducción de la ganancia con respecto a la esperada, pero no afectaría en el corto plazo el número de viviendas ofrecidas. En la figura 1 se representan los supuestos sobre el mecanismo de ajuste del mercado de la vivienda en un esquema de análisis intertemporal.

La función de demanda esperada  $D^e$  (figura 1b) y la función de oferta  $O_0$ , que supone dados los costos esperados, determinan el precio relativo esperado  $qv^e$  y el número de viviendas  $v^0$  que se decide construir a ese precio. Un aumento de la demanda esperada, por ejemplo por expectativas favorables sobre la evolución del ingreso, implicaría la construcción de un mayor número de viviendas  $v_1$  a un mayor

precio esperado  $qv^e_1$ .

La rigidez de la oferta de nuevas viviendas en el corto plazo con respecto al precio efectivo (figura 1c), obedece al desfase temporal entre la decisión de construir, con base en expectativas, y la puesta en oferta de las viviendas <sup>10</sup>. La cantidad de viviendas ofrecidas es, en consecuencia, independiente del precio efectivo  $qv$ , pero sí puede ser afectada por un racionamiento de crédito, como se muestra al pasar la oferta de  $O_0$  a  $O_1$ .

El racionamiento de crédito es ilustrado en la figura 1a. El establecimiento de una tasa de interés nominal fija puede resultar en una tasa real  $rh$ , inferior a la tasa real de equilibrio  $rh_e$ , que igualaría la demanda y oferta hipotecaria dada la inflación esperada. Una tasa hipotecaria real inferior a la tasa de equilibrio provoca un exceso de demanda con respecto a la oferta de fondos disponibles a esa tasa (segmento  $h_0 - h_d$  de la figura 1a) y por lo tanto un racionamiento de crédito, que repercute a su vez en la oferta de vivienda (figura 1c).

El ajuste del mercado de la vivienda se representa en la figura 1d y supone flexibilidad del precio relativo de la vivienda. Una anticipación acertada de la demanda de vivienda ( $D_1 = D^e_1$ ) implica un precio efectivo  $qv_1$  igual al precio esperado  $qv^e_1$ , y una subestimación (sobrestimación) de la demanda, un precio efectivo superior (inferior) al esperado.

10/ El modelo puede contemplar cierta flexibilidad de la oferta sin que se afecte su esencia explicativa.

#### 4/ UNA INTERPRETACION DE LA EVOLUCION DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

A partir de una reformulación del modelo teórico de funcionamiento del mercado de la vivienda expuesto en el aparte anterior, se puede derivar una interpretación de la evolución general del mercado de la vivienda en Venezuela durante los últimos veinticinco años. La dinámica del precio relativo y su referencia al comportamiento de sus variables explicativas permite extraer algunas conclusiones de interés acerca de los efectos del mercado hipotecario y de la inflación sobre el mercado de la vivienda.

No obstante, esta interpretación debe ser considerada como tal, ya que la determinación de su poder explicativo requiere basarse en un análisis econométrico que permita contrastar en forma rigurosa la validez del modelo teórico propuesto sobre el funcionamiento del mercado de la vivienda en Venezuela <sup>11</sup>.

En este caso se supone una cierta rigidez del precio relativo de la vivienda en el corto plazo. El ajuste se realiza con un rezago, dependiendo de la existencia de exceso de demanda o de oferta, que presionan los precios hacia el alza o la baja. En ausencia de exceso de demanda (ED) o de oferta, el precio relativo es constante y el precio nominal de la vivienda evoluciona acorde con el nivel general de precios.

La variación del precio relativo de la vivienda puede, en consecuencia, ser representado por la siguiente ecuación de

11/ Actualmente se está desarrollando un modelo econométrico simultáneo de desequilibrio en el mercado hipotecario y de ajuste en el mercado de la vivienda, que pretende explicar el funcionamiento integrado de estos dos mercados y sus relaciones con el contexto macroeconómico. Esta actividad forma parte de un

proyecto de investigación financiado por el Consejo de Desarrollo Científico y Humanístico de la Universidad Central de Venezuela, titulado "Análisis integrado de los mercados hipotecario y de la vivienda", y coordinado por el autor de este artículo.

equilibrio dinámico de ajuste continuo:

$$\begin{aligned} \Delta qv &= h(ED) = h(D - O) \\ &= h(y, rh, \pi^e, c_{-1}^e, qv_{-1}^e, rc) \end{aligned} \quad (3)$$

+ - ± + - +

El gráfico 1 muestra la evolución del precio relativo de la vivienda y del salario medio real y el gráfico 2, la relación precio de la vivienda/salario real durante el período 1970-1993<sup>12</sup>. La trayectoria de este último indicador hasta 1989 muestra el deterioro sostenido de la capacidad adquisitiva de vivienda de los ingresos salariales y por lo tanto de la asequibilidad de la misma<sup>13</sup>. La evolución del precio relativo de la vivienda (gráfico 1) induce en ese sentido a una interpretación errónea, particularmente en los años ochenta, cuando se reducen en forma sostenida los salarios reales. Efectivamente, a pesar de la estabilidad del precio relativo, durante ese período disminuye la asequibilidad de la vivienda.

La tasa hipotecaria activa, la tasa de inflación y los costos reales de insumos de la construcción<sup>14</sup> durante el período de análisis se muestran en los gráficos 3 y 4. La tasa de interés nominal es constante hasta 1988 (salvo 1982 y 1983) y, en consecuencia, durante ese período la tasa hipotecaria real sólo varía con las expectativas inflacionarias. Entre 1974 y 1988 los costos reales de insumos de construcción fluctúan en un estrecho margen (10%), pudiéndose asumir una baja incidencia de esta variable en el precio relativo de la vivienda. Destaca, sin embargo, la caída de estos costos reales en los años noventa a niveles similares de inicios de los setenta.

12/ Fuente: Fundaconstrucción (precio promedio de las viviendas multifamiliares), Banco Central de Venezuela (índice de precios al consumidor y remuneraciones a empleados y obreros), Oficina Central de Estadística e Informática (ocupación).

13/ La relación precio de la vivienda/salario es, sin embargo, un indicador inadecuado de

asequibilidad para el período 1979-1993, ya que no considera las condiciones de financiamiento y, por lo tanto, las modificaciones de éstas (flexibilización de la tasa de interés), ni la evolución de los precios de los bienes y servicios básicos. Más adelante se retoma este argumento.

De acuerdo a la evolución del precio relativo de la vivienda, pueden caracterizarse los subperíodos de la siguiente manera:

- 1) 1970-1974 : estabilidad
- 2) 1975-1978 : fuerte alza
- 3) 1980-1988 : estabilidad
- 4) 1989-1993 : fuerte descenso

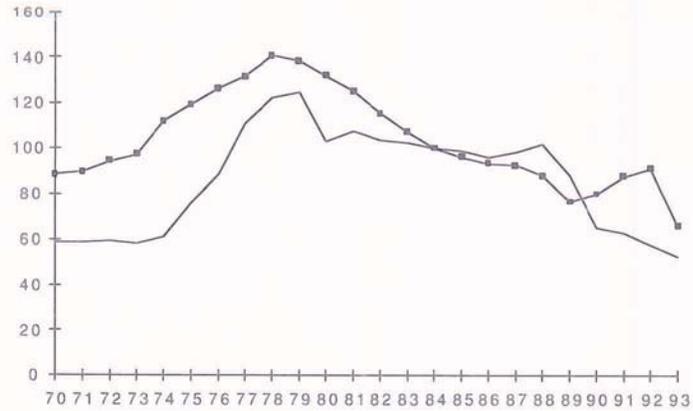
El primer período parece corresponder a una evolución armónica de la oferta y la demanda de vivienda, en el cual se expande el nivel de actividad de la construcción residencial (gráfico 5). El segundo período se caracteriza por un importante y continuo exceso de demanda, que se traduce en un aumento sostenido del precio relativo de la vivienda. El aumento de los precios de exportación de petróleo y las consecuentes expansiones del gasto público, de la liquidez monetaria y en general del nivel de actividad inciden en forma importante en esa dinámica. El resultante aumento de los salarios reales y la caída de la tasa de interés real sólo pueden explicar parcialmente la duplicación del precio relativo de la vivienda (gráfico 1), pues la construcción residencial también se expande significativamente (gráfico 5). En este caso el *alza de las expectativas inflacionarias* induce un adelanto en las decisiones de adquisición de vivienda, bajo el supuesto de que se mantiene la evolución favorable del precio relativo. En presencia de tasa de interés y tipo de cambio fijos, la vivienda es considerada como un *refugio* eficiente contra la inflación.

La presencia de un creciente *racionamiento de crédito hipotecario* y sus efectos negativos sobre la oferta, es

14/ Fuente: Banco Central de Venezuela. No se dispone de información sobre el precio de los terrenos. La evolución de los costos salariales pueden asociarse a la evolución de los salarios medios.

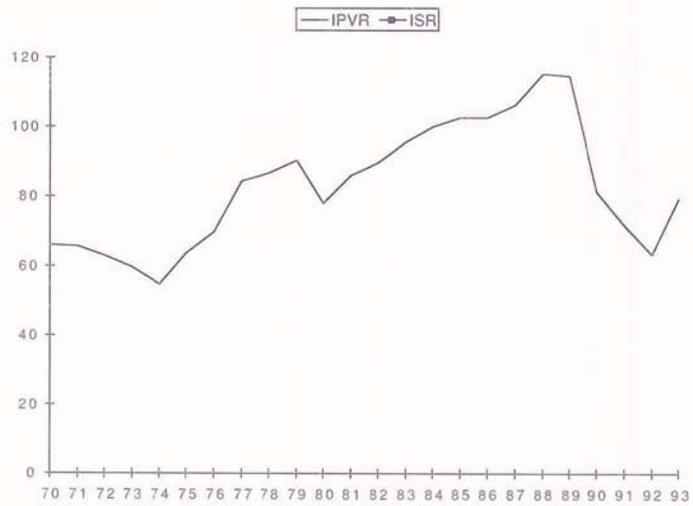
**GRAFICO 1**

**INDICES DE PRECIO  
RELATIVO DE LA  
VIVIENDA Y  
DE SALARIO REAL  
(BASE 1984)**



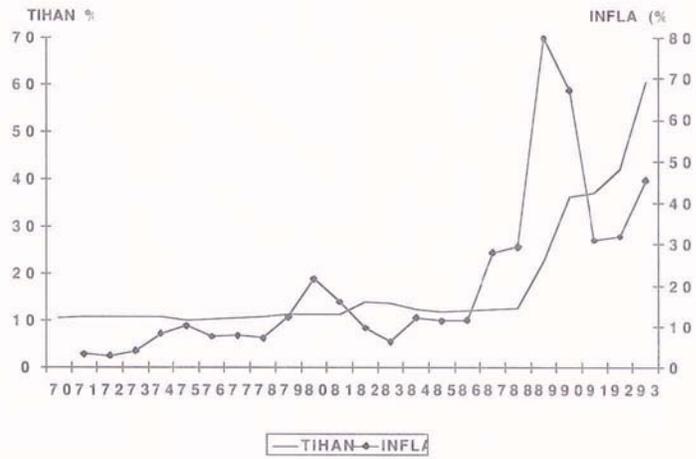
**GRAFICO 2**

**RELACION PRECIO DE LA  
VIVIENDA-SALARIO MEDIO  
(BASE 1984)**



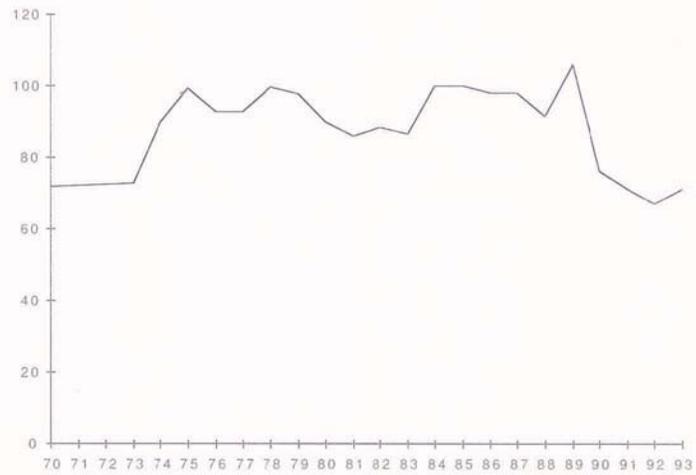
**GRAFICO 3**

**TASA DE INTERES  
HIPOTECARIA ACTIVA  
NOMINAL E INFLACIÓN**



**GRAFICO 4**

**INDICE DE PRECIO REAL  
AL MAYOR DE INSUMOS  
DE LA CONSTRUCCION  
(BASE 1984)**



indispensable para explicar la estabilidad del precio relativo de la vivienda durante el período 1980-1988. El descenso de la demanda ocasionada por el deterioro de los ingresos reales es compensado por una reducción de la oferta debido a la escasez de fondos prestables, resultando una contracción de la construcción residencial (gráfico 5). A pesar de que las tasas de inflación en los años ochenta son superiores a las de la década anterior, la tasa de interés hipotecaria nominal permanece relativamente constante. La canalización preferencial del ahorro<sup>15</sup> hacia instrumentos de corto plazo y mayor rendimiento, fundamentalmente activos líquidos, afecta los depósitos de las instituciones hipotecarias, como se observa en el gráfico 6. Adicionalmente, disminuye la proporción de préstamos hipotecarios en la cartera de activos de las instituciones hipotecarias<sup>16</sup>.

Entre los años 1989 y 1993 desciende por primera vez en forma sostenida el precio real de la vivienda. A pesar de la contracción inicial de la construcción residencial, el período se caracteriza por un exceso de oferta de vivienda. El factor determinante puede encontrarse en la *flexibilización de las tasas de interés*, la cual afectó sensiblemente la demanda, a pesar de que hubo una cierta recuperación de los salarios reales. En este caso el alza de las tasas de inflación, derivadas principalmente del ajuste y posterior flexibilización cambiaria en un contexto de desequilibrio fiscal, incide desfavorablemente en la formación de expectativas, generándose un efecto negativo de la inflación esperada sobre el precio relativo de la vivienda, contrario al evidenciado en el período 1974-1979. Efectivamente, en los años recientes la

15/ Un ahorro disminuido por el descenso de los ingresos reales, la relativa mayor estabilidad del consumo y las bajas tasas de interés en general.

16/ Se incluye tanto la banca hipotecaria como las entidades de ahorro y préstamo. Fuente: Banco Central de Venezuela.

anticipación de alta inflación provoca una reducción sustancial de la demanda de vivienda, tanto por efecto ingreso como sustitución<sup>17</sup>, y en consecuencia un descenso de su precio relativo (Schwab, 1982)<sup>18</sup>.

Por otra parte, el alza de la tasa hipotecaria real a partir de 1991 permite detener la caída de la participación de las instituciones hipotecarias en la captación de ahorro (gráfico 6), a lo cual debe también haber contribuido la instrumentación de la Ley de Política Habitacional y en particular, el establecimiento del Ahorro Habitacional obligatorio.

A partir del análisis efectuado puede establecerse que la relación entre inflación esperada y precio relativo de la vivienda no es monótona y depende fundamentalmente de la modalidad de ajuste de la tasa de interés hipotecaria y de los niveles de inflación.

Es igualmente importante destacar que si bien suele atribuirse el colapso de la construcción residencial privada en los últimos quince años al deterioro de los salarios reales, el comportamiento diferenciado del precio relativo entre los períodos 1980-1988 y 1989-1993 muestra que es necesario recurrir a los determinantes financieros para explicar la evolución del mercado de la vivienda. Como señala Meen (1989), la modalidad de ajuste de la tasa de interés determina el mecanismo de transmisión de los shocks monetarios y financieros y, por tanto, el comportamiento del mercado de la vivienda.

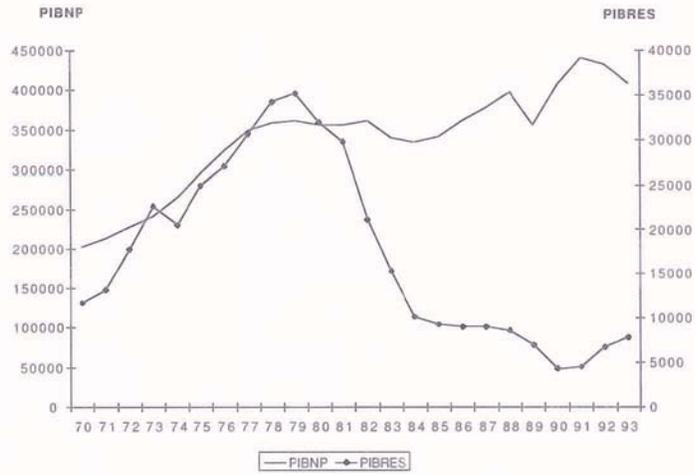
17/ Una disminución y una recomposición del gasto familiar real hacia los bienes y servicios básicos.

18/ La aplicación de fondos del Ahorro Habitacional a la construcción privada de viviendas de precio entre 65 y 180 salarios mínimos, debe también haber

contribuido desde 1990 a la baja del indicador utilizado para medir el precio relativo de la vivienda.

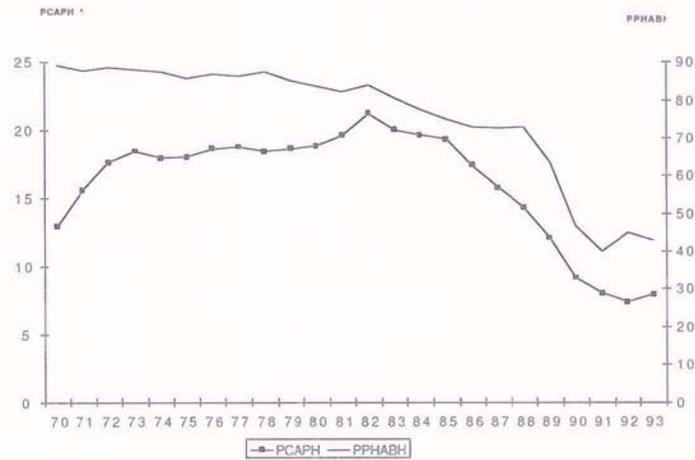
**GRAFICO 5**

**PIB NO PETROLERO  
Y PIB CONSTRUCCIÓN  
RESIDENCIAL  
(MM DE BS. DE 1984)**



**GRAFICO 6**

**PARTICIPACION DE LAS  
CAPTACIONES  
HIPOTECARIAS EN LAS  
CAPTACIONES TOTALES Y  
DE LOS PRESTAMOS  
HIPOTECARIOS EN EL  
TOTAL DE ACTIVOS DE LA  
BANCA HIPOTECARIA Y  
EL SNAP (%)**



En el primer período (1980-1988), la regulación de la tasa de interés nominal establece que el mecanismo de transmisión es el racionamiento de crédito, con lo cual disminuye la oferta de vivienda y el precio relativo se mantiene a pesar del descenso de la demanda, derivado de la reducción de los salarios reales. En cambio, la flexibilización de las tasas de interés desde 1989 le otorga al costo del crédito el rol preponderante. El alza de los intereses reales amplifica la caída de la demanda originada por las expectativas inflacionarias y, dada la respuesta rezagada de la oferta, se reduce sensiblemente el precio real de la vivienda.

Aun cuando no se dispone todavía de la información utilizada para el año 1994, es probable que se haya mantenido el descenso del precio relativo de la vivienda a través de una nueva reducción de la demanda de las familias de ingresos medios. La aceleración de las expectativas inflacionarias por la fuerte expansión monetaria y la devaluación, y sus efectos ingreso y sustitución, han debido superar la incidencia favorable del colapso de las tasas reales de interés<sup>19</sup>. El nivel alcanzado por estas tasas es percibido como insostenible en el tiempo, dadas las expectativas de alta inflación.

Por su parte, el conjunto de las entidades de ahorro y préstamo, y algunos bancos hipotecarios, no parece haber sido particularmente afectado por la crisis financiera, inclusive ha sido favorecido por el traslado de ahorros de los bancos intervenidos. A pesar de las secuelas de la Ley de Protección al Deudor Hipotecario<sup>20</sup>, ha ciertamente contribuido a la relativa estabilidad de estas instituciones la continuidad de los

19/ Sin embargo puede haber ocurrido un repunte de la demanda de familias de ingresos altos, las cuales, ante el colapso de las tasas de interés y el establecimiento del control de cambio, optan por la vivienda como alternativa de inversión.

20/ Esta Ley (1989) establece una tasa máxima de 19% para los

créditos a la vivienda otorgados con anterioridad a la flexibilización de los intereses. Si bien el gobierno asumió el costo del diferencial con respecto a las tasas de mercado, el subsidio ha sido integrado tardíamente y en parte importante, en títulos de la deuda pública. Para protegerse, las instituciones hipotecarias han optado por conceder préstamos para la

programas de vivienda de la Ley de Política Habitacional y la reforma de la Ley del Sistema de Ahorro y Préstamo, que posibilita una mayor diversificación de su cartera de créditos, han ciertamente contribuido a la relativa estabilidad de estas instituciones en un contexto generalizado de crisis bancaria.

## 5/ CONCLUSIONES

El análisis teórico y la interpretación del caso venezolano permiten concluir sobre la relevancia de los determinantes financieros en el comportamiento del mercado de la vivienda. El racionamiento de crédito y el alza de las tasas de interés afectan alternativamente la oferta y la demanda de vivienda, induciendo una evolución desfavorable del mercado residencial.

La regulación de la tasa de interés hipotecaria refuerza restricciones estructurales de las instituciones hipotecarias que afectan la disponibilidad de fondos para la vivienda. El excesivo desbalance de maduración entre la cartera de activos (créditos a largo plazo) y pasivos (depósitos a corto-mediano plazo), impone restricciones a esas instituciones para adaptar el rendimiento de sus instrumentos de captación a la evolución del mercado de capitales. La rigidez de la tasa hipotecaria nominal activa también hace más atractiva la inversión en otros activos por parte de las instituciones hipotecarias. La fijación de los intereses hipotecarios en contextos de restricción monetaria y de aumento del rendimiento de otros activos financieros, tiende en consecuencia a agudizar el racionamiento de crédito a la vivienda.

adquisición de viviendas sólo a las personas jurídicas.

Cuando la inflación se acelera, la rigidez de las tasas hipotecarias afecta además la recuperación de los fondos. La intensificación de racionamiento de crédito tiende entonces a restringir notablemente la oferta de vivienda.

La flexibilización de la tasa de interés hipotecaria tampoco es la panacea. Si bien favorece la disponibilidad de crédito y la oferta de vivienda, cuando la inflación esperada aumenta, no sólo se afecta sensiblemente la demanda de vivienda, sino que se produce un efecto regresivo sobre ésta.

La contracción de la construcción residencial privada en Venezuela en los últimos quince años, puede atribuirse en forma importante a la falta de adaptación del sistema hipotecario a la evolución del contexto económico.

El deterioro del mercado petrolero internacional en los ochenta quebrantó el modelo de desarrollo económico venezolano, sustentado en ingresos fiscales crecientes de origen externo y su canalización hacia la economía no petrolera a través del gasto corriente, de la inversión pública y de transferencias a familias y empresas <sup>21</sup>. Desde entonces, la pérdida de competitividad de la economía venezolana ha inducido sucesivas devaluaciones y en general una depreciación del tipo de cambio real, la cual ha sido determinante en la caída de los salarios reales y de la capacidad adquisitiva de las familias.

No obstante, en términos relativos, los sectores más perjudicados por este proceso han sido la intermediación

21/ En el pasado, los sectores hipotecario y de la vivienda fueron favorecidos por distintos mecanismos de transferencias.

hipotecaria y la vivienda, fundamentalmente debido a factores de índole institucional.

Efectivamente, en los años ochenta se perpetuó un esquema de políticas de vivienda y de financiamiento a la vivienda inadecuado en el nuevo contexto económico. Se siguió priorizando la asequibilidad de la vivienda vía tasas de interés artificialmente bajas, como en el período en el cual la dinámica económica interna, la baja inflación y la transferencia de fondos públicos permitían resolver el problema de la disponibilidad de recursos. Por su parte, el alza y persistencia de los niveles de inflación en los noventa, la flexibilización de las tasas de interés y en particular la aplicación del instrumento hipotecario estándar (tasas variables y cuota nominal fija)<sup>22</sup>, fueron determinantes en la importante contracción de la demanda (efecto flujo de caja y efecto ingreso y sustitución), evidenciada por la inusitada caída del precio relativo de la vivienda.

La experiencia reciente muestra, en consecuencia, la necesidad de establecer un sistema de financiamiento hipotecario flexible que pueda adaptarse al contexto macroeconómico y en particular a la inflación <sup>23</sup>. Efectivamente, las distorsiones que genera la inflación en la evolución de los precios relativos –salarios, tasas de interés, costos de los insumos y de los terrenos, precios de venta– son susceptibles de desestabilizar el mercado de la vivienda en contextos institucionales excesivamente rígidos. La indización total de los distintos precios es también inconveniente, en la medida que retroalimenta el proceso inflacionario.

22/ Sólo en 1993 comienzan a aplicarse en forma experimental esquemas de doble indexación en los préstamos hipotecarios.

23/ Las reformas instrumentadas con tal fin en otros países latinoamericanos deben servir de referencia (Maydon, 1991; González, 1993; Heisecke, 1994, entre otros).

En ese sentido, el diseño de instrumentos hipotecarios (ingeniería financiera) orientados hacia la *conciliación entre la disponibilidad de crédito y la asequibilidad de la vivienda* es indispensable para asegurar una evolución adecuada de los mercados hipotecario y residencial.

En particular, los instrumentos hipotecarios que contemplan mecanismos de refinanciamiento para repartir la carga de pago a lo largo del período de servicio del préstamo, acorde con la evolución de los ingresos de las familias, pueden reducir los efectos negativos de las tasas flexibles sobre la demanda, al mismo tiempo que favorecen un funcionamiento más competitivo de las instituciones hipotecarias. La aplicación de distintas opciones e instrumentos implica una transformación procedimental de las instituciones hipotecarias hacia la predominancia de la evaluación y tratamiento individual de los prestatarios, la cual es actualmente factible debido al avance de la informática bancaria, que ha reducido sensiblemente los costos de diferenciación de los créditos.

Asimismo, es importante el establecimiento y desarrollo de un mercado secundario de hipotecas para apoyar la competitividad de las instituciones hipotecarias, pues permitiría mitigar la restricción del excesivo desbalance de maduración entre su cartera de activos y de pasivos. La canalización en el futuro del ahorro de largo plazo de los Fondos de Pensiones hacia instrumentos hipotecarios, también aminoraría esa restricción.

El proceso de modernización de las instituciones hipotecarias debe tener como objetivo el fortalecimiento, eficacia y competitividad de las mismas y debe ser apoyado y adecuadamente regulado y supervisado por el Estado. La reestructuración del sistema financiero a raíz de la crisis puede, sin embargo, afectar temporalmente el avance de este proceso.

Obviamente, no sólo la superación de la crisis financiera sino la reducción de la inflación y la recuperación económica son

necesarias para expandir la disponibilidad de crédito, la oferta y la demanda de vivienda. La generación de ahorro no sólo depende de la tasa de interés, se requiere también una dinámica creciente del producto y de los ingresos para ampliar la captación de fondos. Una reducción de la inflación, en tanto ésta afecta particularmente los ingresos salariales, mejoraría por su parte la asequibilidad de la vivienda.

Una expansión del «mercado» de la vivienda permitiría aliviar la presión de demanda sobre los programas sociales de la Ley de Política Habitacional, los cuales podrían concentrarse exclusivamente en la atención de las familias de ingresos bajos y medios bajos. En la medida que se reactive la economía, aumenten los salarios reales y la capacidad de pago de las familias, las instituciones hipotecarias privadas podrían irse incorporando a la atención de segmentos hoy día amparados por la Ley.

**BIBLIOGRAFIA**

- ABEL, A. and BERNANKE, B. (1992)  
*Macroeconomics*. Massachusetts: Addison-Wesley.
- ALLEN, L. (1987)  
*The Credit Rationing Phenomenon: A Survey of the Literature*. New York University: Salomon Brothers Center.
- BALTENSPERGER, E. (1978)  
«Credit Rationing. Issues and Questions». *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, Nº 2.
- BERNANKE, B. and BLINDER, A.S. (1988)  
«Credit, Money and Aggregate Demand». *American Economic Review*, Vol. 78, Nº 2.
- BLINDER, A.S. and STIGLITZ, J.E. (1983)  
«Money, Credit Constraints, and Economic Activity». *American Economic Review*. Papers and Proceedings, Vol. 73, Nº 2.
- BURCKLEY, R. and MAYO, S. (1988)  
*Housing Policy in Developing Economies. Evaluating the Macroeconomic Impacts*. Washington: The World Bank.
- FAIR, R.C. (1972)  
«Disequilibrium in Housing Models». *Journal of Finance*, Vol. XXVII.
- GONZALES, A.G. ed. (1993)  
*Financiamiento habitacional e indización: experiencias y alternativas en America Latina*. Lima: Unión Interamericana para la Vivienda.
- HEISECKE, V.G. ed. (1994)  
*Recuperación de créditos hipotecarios y fondos financieros de vivienda: experiencias latinoamericanas*. Lima: Unión Interamericana para la Vivienda.
- HILLEBRANDT, P. (1985)  
*Economic Theory and the Construction Industry*. London: MacMillan.
- JAFFÉE, D.M. and ROSEN, K. (1978)  
«Estimates of Effectiveness of Stabilization Policies for the Mortgage and Housing Markets». *Journal of Finance*, Vol. XXXIII, Nº 3.
- JAFFÉE, D.M. and ROSEN, K. (1979)  
«Mortgage Credit Availability and Residential Construction». *Brooking Papers of Economic Activity*, Nº 2.
- JAFFÉE, D.M. and RUSSELL, Th. (1976)  
«Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing». *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90, Nº 4.
- KEARL, J.R. (1978)  
«Inflation and Relative Price Distortion: The Case of Housing». *Review of Economics and Statistics*, Vol. 60, Nº 4.
- KEARL, J.R. (1979)  
«Inflation, Mortgages, and Housing». *Journal of Political Economy*, Vol. 87, Nº 5, Part I.
- MACLENNAN, D. (1982)  
*Housing Economics*. London: Longman.
- MANKIW, G.N. and ROMER, D. ed. (1991)  
*New Keynesian Economics, Coordination Failures and Real Rigidities*. Volumen 2, VI The Credit Market. Massachusetts: The MIT Press, Cambridge.
- MAYDON, G.M. (1991)  
«Reformas en el sistema mexicano de financiamiento para la vivienda». *XXIX Conferencia Interamericana para la Vivienda*, Cancún.
- MEEN, G.P. (1989)  
«The Ending of Mortgage Rationing and its Effects on the Housing Market: a Simulation Study». *Urban Studies*, Vol. 26.
- MELTZER, A. (1974)  
«Credit Availability and Economic Decisions: Some Evidence from the Mortgage and Housing Markets». *Journal of Finance*, Vol. XXIX, Nº 3.
- MODIGLIANI, F and LESSARD, D. eds. (1975)  
*New Mortgage Designs for Stable Housing in an Inflationary Environment*. Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
- NICULESCU, I. (1991)  
«Reflexiones teóricas acerca del mercado de la vivienda en el contexto macroeconómico actual». Caracas: Instituto de Urbanismo, P.T. 103, FAU-UCV.
- NICULESCU, I. (1992)  
*Macroeconomía de los programas de ajuste*. Caracas: Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- NICULESCU, I (1993)  
«Racionamiento de crédito y asequibilidad de la vivienda en Venezuela». Caracas: Instituto de Urbanismo, P.T.106, FAU-UCV.
- PALACIOS, L.C.; NICULESCU, I. y CLEMENTE, L. (1989)  
«Vivienda y economía. Una aproximación estructural». *Coloquio*, Revista del CDCH-UCV, Vol. 1, Nº 1.

- POTERBA, J. (1984)  
«Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset Market Approach». *Quarterly Journal of Economics*, Vol. XCIX, N° 4.
- SCHWAB, R.M. (1982)  
«Inflation Expectations and the Demand for Housing». *American Economic Review. Papers and Proceedings*, Vol. LXXII, N° 1.
- SMITH, L., ROSEN, K. and FALLIS, G. (1988)  
«Recent Developments in Economic Models of Housing Markets». *Journal of Economic Literature*, Vol. XXVI, March.
- STIGLITZ, J. and WEISS, A. (1981)  
«Credit Rationing in Markets with Imperfect Information». *American Economic Review*, Vol. 71, June.
- SUMMERS, L. (1981)  
«Inflation, Stock Market and Owner-Occupied Housing». *American Economic Review. Papers and Proceedings*, Vol. 81, N° 2.
- TITMAN, Sh. (1982)  
«The Effects of Anticipated Inflation on Housing Market Equilibrium». *Journal of Finance*, Vol. XXVII, N° 33.
- VERGÉS, R. (1992)  
«Modelos de Previsión de Vivienda». *Estudios Territoriales*, N° 40.

