

I

Ideas para el

D

Desarrollo

E

en las Américas

A

Los cimientos del crédito para la vivienda



Banco Interamericano de Desarrollo
Departamento de Investigación

Volumen 4
Mayo – Agosto 2004

EN ESTA EDICIÓN

La arquitectura del crédito para la vivienda en América Latina	3
Como salir del laberinto jurídico	5
Abrir la puerta a compradores de vivienda de bajos ingresos	6
Crédito a prueba de temblores macro	7
Publicaciones nuevas	9
Mira quién habla	13
Noticias sobre nuestras redes	16

El valor de la vivienda de una familia latinoamericana promedio equivale a casi seis años de ingresos familiares. Sin embargo, en América Latina menos de una cuarta parte de las viviendas que se construyen son financiadas por mecanismos formales, y el crédito hipotecario para la adquisición de vivienda representa una fracción minúscula del total de los créditos otorgados por el sistema financiero.

¿Por qué no se ha desarrollado adecuadamente el sector hipotecario de la vivienda en América Latina? De entrada, el riesgo de que los acreedores no consigan recuperar su dinero de los deudores morosos tiende a ser demasiado alto. Además, la mayoría de los compradores potenciales de vivienda no ganan lo suficiente como para hacer los cuantiosos pagos de una hipoteca, o siquiera para ser tomados en cuenta para obtener un préstamo. Otro factor es la incertidumbre económica en la mayoría de los países latinoamericanos, la cual se traduce en cuotas iniciales muy elevadas. Por último, la gran brecha que hay entre los plazos usuales de los depósitos de ahorro y los de los créditos, hace que sencillamente no exista una base financiera que permita un mayor otorgamiento de créditos hipotecarios.

Aunque todos los factores desempeñan su papel, el que ha recibido menor atención es el de la constitución y recuperación de las garan-

tías hipotecarias. En los países desarrollados, los préstamos hipotecarios habitualmente se garantizan con los bienes que se compran con el préstamo. Si el deudor se atrasa, el acreedor puede recuperar su préstamo desalojando al deudor y disponiendo del inmueble.

No obstante, en América Latina hay dos obstáculos importantes que dificultan la cons-

En América Latina menos de una cuarta parte de las viviendas que se construyen son financiadas por mecanismos formales, y el crédito hipotecario para la adquisición de vivienda representa una fracción minúscula del total de los créditos otorgados por el sistema financiero.

titución y recuperación de garantías hipotecarias y que les restan eficacia. Uno de ellos, tal como lo ha expuesto Hernando de Soto, es la falta de títulos de propiedad inmobiliaria, lo que afecta principalmente a los propietarios de viviendas informales. El otro obstáculo no menos importante, pero que ha recibido menos atención, es que la legislación dificulta el desalojo de los deudores morosos por parte de los acreedores hipotecarios. Por ejemplo, en Uruguay la duración promedio de los procedimientos de desalojo puede alargarse hasta seis años. En Argentina, los costos y el tiempo

necesarios para desalojar legalmente a un deudor moroso de la vivienda también son elevados y varían mucho de una provincia a otra, por las diferencias de regulación y de funcionamiento de los sistemas judiciales. En Perú, el procedimiento inicial para obtener una orden de desalojo es relativamente breve y poco costoso pero los deudores morosos pueden demorar la

► Continúa en la página 2

Los cimientos del crédito para la vivienda

► viene de la página 1

ejecución de esas órdenes mediante apelaciones sucesivas por lapsos prolongados.

El proceso para desalojar deudores morosos y recuperar inmuebles es muy costoso para los acreedores y en algunos países las costas judiciales y demás desembolsos relacionados con el proceso representan entre una tercera parte y la mitad del valor total de las hipotecas de \$50.000 o menos. Como consecuencia de ello, los acreedores hipotecarios no suelen otorgar préstamos a familias de bajos ingresos: consideran que los riesgos jurídicos y económicos que representan las descartan como posibles deudoras.

Una segunda causa importante para que el sector hipotecario de la vivienda en la región esté subdesarrollado es que

la mayoría de los compradores potenciales de vivienda no ganan lo suficiente para ser tomados en cuenta para un préstamo. Alrededor de la mitad de la población de América Latina vive con un ingreso per cápita diario de menos de dos dólares, mientras que 10% de la población gana 50% del ingreso anual total de la región. Es decir, que quienes más necesitan de vivienda no tienen, de hecho, posibilidad alguna de acceder a mecanismos formales de crédito. Aunque ello no ha impedido que los propietarios potenciales excluidos de los mecanismos crediticios formales hallen medios alternos para adquirir vivienda, el acceso al financiamiento formal les permitiría construir mejores viviendas en menos tiempo y disponer de plazos mayores para pagar los préstamos.

Otro motivo para la falta de créditos hipotecarios es la inestabilidad de las tasas de interés. En América Latina, las tasas de interés pasivas por lo general varían de un año a otro 5,3 puntos; muy por encima del 1,6% de variación típica interanual en los países desarrollados. En Brasil y Argentina, la variación a lo largo de los últimos 10 años ha sido de casi 18 puntos porcentuales y sólo en Panamá la fluctuación de las tasas ha sido semejante a la de los países desarrollados. Dado que el costo de la captación de depósitos varía tanto, al sistema financiero le convendría pasar esa inestabilidad al deudor, pero los compradores de vivienda no podrían manejar ese riesgo. Después de todo, el precio de la vivienda es varias veces mayor que el ingreso anual de la mayoría de los compradores de vivienda. Si el comprador financiara 80% del precio, un incremento de cinco puntos porcentuales en la tasa de interés significa que el deudor tendría que pagar 24% más de sus ingresos para atender su hipoteca. Son pocos los presupuestos familiares que pueden soportar esa carga financiera adicional.

La inflación y la incertidumbre económica general inciden directamente en el ahorro. En la región, los instrumentos de ahorro por lo general son de plazos breves, mientras que las hipotecas de viviendas son de plazos mucho más prolongados. Eso significa que las economías latinoamericanas carecen del ahorro interno necesario para financiar en forma sana las deudas hipotecarias de largo plazo.

No se están planteando problemas nuevos: los gobiernos de la región han venido tratando de resolverlos desde hace años, aunque no siempre con éxito. En esta edición de IDEA se examinan estos problemas más detenidamente, se repasan las iniciativas emprendidas en el pasado y se ofrecen sugerencias de políticas de cara al futuro. VOLVER

Ideas para el Desarrollo en las Américas, IDEA, es un boletín sobre políticas económicas y sociales que publica tres veces al año el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Agradecemos todos los comentarios, que deben ser dirigidos a la editora de IDEA, Rita Funaro, a la dirección de correo electrónico Ritaf@iadb.org.

Las opiniones expresadas aquí son responsabilidad de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista y políticas del BID. Se permite la libre reproducción de los artículos, siempre que se reconozca como fuente a IDEA y al BID. Si desea recibir el boletín electrónicamente, sírvase enviar su dirección de correo electrónico a RES-pubs@iadb.org. Todos los números del boletín podrán consultarse en la siguiente página de Internet: <http://www.iadb.org/res/news>.

Esta edición de IDEA se fundamenta en investigaciones realizadas por Carmen Pagés y sus colaboradores para el Informe de progreso económico y social 2004 titulado *Se buscan buenos empleos: Los mercados laborales en América Latina*.

Eduardo Lora
Coordinador general

Rita Funaro
Editora



Banco Interamericano de Desarrollo
1300 New York Ave., NW
Washington, DC 20577

La arquitectura del crédito para la vivienda en América Latina

El financiamiento de la vivienda es una necesidad económica y un área de política social fundamental. Por ese motivo, la mayoría de los gobiernos de la región han intervenido muy activamente en el mercado financiero de la vivienda desde las primeras décadas del siglo XX, principalmente mediante bancos hipotecarios propiedad del Estado, fondos de ahorro forzoso para la adquisición de vivienda y programas de préstamos subsidiados para los pobres. Lamentablemente, la mayoría de esas iniciativas ha tenido resultados bastante accidentados.

El sistema tradicional, todavía existente en algunos países, estaba organizado alrededor de un banco hipotecario de propiedad del Estado y algunos fondos de ahorro forzoso para adquisición de vivienda financiados con contribuciones de los salarios de los empleados del sector público y otros trabajadores con empleo estable. Los activos financieros de los fondos de ahorro se destinaban al otorgamiento de préstamos hipotecarios para los trabajadores afiliados, a tasas nominales de interés bajas y fijas. Los bancos hipotecarios de propiedad del Estado atendían el mercado hipotecario de la clase media concediendo préstamos a intereses bajos y fijos, financiados mediante la emisión de bonos de largo plazo que a su vez fueron comprados principalmente por otras entidades del sector público.

En varios países, los bancos hipotecarios del sector público también se financiaron mediante inversiones forzosas impuestas por el gobierno al resto del sistema financiero. Algunos gobiernos llegaron incluso a capitalizar sus bancos hipotecarios mediante el endeudamiento externo y ocasionalmente mediante transferencias de recursos financieros de otras entidades gubernamentales.

Esos sistemas hipotecarios de vivienda fueron concebidos para reducir el nivel de riesgo que debían afrontar los acreedores por el incumplimiento del pago de hipotecas, por las presiones inflacionarias y por las diferencias de plazos entre los ahorros disponibles y los préstamos hipotecarios. La capitalización del sistema mediante deducciones por nómina del salario de los trabajadores y la selección cuidadosa de los deudores ayudaban a reducir los riesgos de mora en el pago de los préstamos. Los riesgos inflacionarios se minimizaban mediante la combinación de préstamos hipotecarios a tasas bajas y fijas, aportes forzosos al sistema y acceso privilegiado a los escasos ahorros de largo plazo disponibles.

El sistema funcionó durante varios decenios pero con el tiempo comenzó a descomponerse como consecuencia de la creciente interferencia política, la inestabilidad macroeconómica y el aumento de la competencia de otras instituciones financieras en la captación de depósitos de ahorro a largo plazo. La historia reciente de esos sistemas hipotecarios tradicionales de vivienda en varios países ilustra la naturaleza y gravedad de los problemas.

En Perú los dos pilares fundamentales del sistema, las asociaciones mutuales de créditos para vivienda y el Banco Central Hipotecario, fueron liquidados oficialmente en 1993 al cabo de una década de lento deterioro, en la que su participación en el sistema financiero general cayó de 50% en 1980 a apenas 6% en 1990. Las tasas de interés fijas y una abrumadora inflación, que llegó a alcanzar un máximo de 7,649% en 1990, acabaron con el valor de los activos del sistema. Simultáneamente, las presiones fiscales llevaron al gobierno peruano a desviar recursos para aten-

der otras necesidades. El sistema hipotecario de vivienda desapareció en Perú hasta 1995, cuando las instituciones financieras privadas comenzaron a desarrollar ese mercado nuevamente.

En Argentina, el Banco Hipotecario Nacional (BHN) también tuvo dificultades durante los años 80. El problema básico que enfrentó fue su dependencia en colocaciones de corto plazo, crónicamente insuficientes, provenientes principalmente de otras entidades del Estado y destinadas a cubrir préstamos hipotecarios con plazos de hasta 25 años y tasas de interés bajas y fijas. Esa situación obligó al BHN a obtener redescuentos del Banco Central de la República Argentina a elevadas tasas de interés ajustadas por inflación. El BHN también mantuvo en cartera una cantidad considerable de préstamos morosos, equivalentes a 67,6% de su cartera total de préstamos en 1987, debido a deficiencias administrativas e interferencias políticas.

En los años 90, el gobierno convirtió al BHN en una institución crediticia mayorista con el objeto de limitar las interferencias políticas externas en su gestión. Como consecuencia de ello, el BHN pudo ayudar a restablecer el sistema hipotecario de vivienda que había sido destruido por años enteros de hiperinflación. Al final de la década fue privatizado parcialmente y se le autorizó a otorgar préstamos hipotecarios directos nuevamente. Para el 2001, el BHN ya era nuevamente el mayor acreedor hipotecario de vivienda, el mayor administrador de préstamos hipotecarios y el mayor proveedor de seguros de hipotecas.

En Uruguay, el mercado hipotecario de vivienda siempre ha estado dominado por el Banco Hipotecario del Uruguay

► *Continúa en la página 4*

La arquitectura del crédito para la vivienda en América Latina

► viene de la página 3

(BHU), que hasta hace muy poco abarcaba 80% de los créditos hipotecarios para la vivienda del país. El BHU ha gozado de tres ventajas considerables: ha protegido sus activos contra la inflación mediante el uso de unidades indexadas para ajustar el valor de sus créditos, ha tenido un régimen especial que le permite desalojar a los deudores morosos y vender los inmuebles embargados, sin tener que recurrir primero a los tribunales y, por último, ha tenido métodos de selección de deudores con base en su capacidad de ahorro comprobada.

No obstante, a pesar de esas aparentes ventajas, el BHU presenta serios descalces de plazos y tasas entre préstamos y depósitos, porque la gran mayoría de sus depósitos son a corto plazo y en dólares, no en unidades indexadas. El BHU también exhibe elevados niveles de mora en sus préstamos, varias veces mayores que el promedio del sistema financiero privado. El BHU se encuentra actualmente en proceso de reestructuración, según los términos de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Además de los bancos hipotecarios de propiedad del Estado, muchos gobiernos latinoamericanos también han utilizado programas de subsidios para facilitar el acceso de deudores de menores ingresos al crédito para vivienda. Han sido muchos los programas de subsidios que se han administrado ineficientemente o que han generado graves distorsiones en el mercado de vivienda en el pasado. Entre las prácticas más corrientes figuran la construcción directa por parte del gobierno de viviendas para su venta a precios por debajo del mercado, subsidios directos e indirectos para los constructores de vivienda de “interés social” y control de precios de los materiales de construcción.

En general, esos programas de sub-

sidios fracasaron porque los recursos fiscales necesarios se desviaron hacia sectores de ingresos medios y superiores, y acabaron por convertirse en fuentes de corrupción. Esos programas también entorpecieron el desarrollo de los sectores proveedores de servicios e insumos para la construcción y redujeron la oferta de viviendas a las familias de menores ingresos.

Hoy día se reconoce en toda la región que los programas de subsidios deben ser transparentes y concentrarse en los pobres y que los subsidios deben otorgarse a las familias directamente, no a través del precio de las viviendas o de su financiamiento.

¿Qué hay del sector privado?

Hasta los años 90, los sistemas hipotecarios privados de vivienda de la región fueron relegados a un segundo plano por las instituciones hipotecarias propiedad del Estado. Se crearon oportunidades para el desarrollo de mercados hipotecarios privados de vivienda cuando los gobiernos comenzaron a abrir sus economías y sistemas financieros. Con todo, a excepción de Chile, Panamá y Colombia en menor medida, el desarrollo del sector hipotecario privado de vivienda se ha visto entorpecido desde los años 90 por persistentes problemas de recuperación de préstamos y de inestabilidad macroeconómica.

El desarrollo del sector hipotecario privado de vivienda también se ha visto afectado por el hecho de que los mercados crediticios latinoamericanos siguen siendo muy pequeños, debido a las continuas dificultades institucionales, jurídicas y macroeconómicas de la mayoría de los países de la región.

Sin embargo, es poco o nada lo que se ha hecho en general para facilitarles a los acreedores la recuperación de sus

préstamos o la ejecución de desalojos de compradores de vivienda morosos. La escasa protección jurídica a los acreedores se traduce en que los créditos disponibles para los compradores potenciales son escasos y costosos.

Hasta hace poco no se había avanzado mucho en hacer que los compradores de vivienda de bajos ingresos fuesen tomados más en cuenta para el otorgamiento de préstamos, a causa de sus insuficientes niveles de ingresos. El financiamiento hipotecario privado se dirige usualmente hacia compradores de clase media o alta.

Desde hace ya más de 10 años, los mercados de vivienda en América Latina también se han venido dolarizando cada vez más, en países como Argentina, Bolivia y Perú. Por el contrario, los mercados de vivienda en países como Brasil, Chile, Colombia y México han desarrollado instrumentos indexados ya sea a la inflación o al salario de los trabajadores. Los mercados inmobiliarios de toda la región se han dolarizado aún más, para compensar la disminución del valor del dinero y de los inmuebles que producen la inflación y la depreciación de la moneda. Mas aun, a medida que aumenta la conversión de ahorros a dólares en América Latina, los bancos de algunos países de la región también van diversificando sus préstamos en dólares y en moneda nacional. Aún así, el crédito hipotecario se encuentra hoy por hoy más dolarizado que otras formas de crédito, aunque también es más riesgoso que otros tipos de deuda, dado que la mayoría de los tenedores de hipotecas generan sus ingresos en moneda nacional, no en dólares.

No ha sido precisamente por falta de voluntad que el mercado de financiamiento de vivienda en América Latina se encuentra tan subdesarrollado, pese a las buenas intenciones los resultados han sido decepcionantes. VOLVER

Como salir del laberinto jurídico

La vivienda es un bien duradero que no se puede ocultar, cuenta con un mercado secundario vigoroso y es valiosa para otras personas además del comprador. En otras palabras, la vivienda tiene el potencial para convertirse en una muy buena garantía para las operaciones de crédito. Sin embargo, en América Latina el crédito hipotecario representa no sólo una fracción muy pequeña del valor del inventario total de viviendas, sino una proporción minúscula del total de préstamos otorgados por los sistemas financieros.

Uno de los motivos principales para que el financiamiento hipotecario a compradores de vivienda sea tan escaso y costoso, es que los acreedores deben hacer frente a elevados niveles de riesgo en la recuperación de las garantías. Por lo general, en las operaciones hipotecarias de vivienda, el comprador garantiza el préstamo con el inmueble que compra. En teoría eso significa que los deudores hipotecarios que dejan de pagar oportunamente se exponen a ser desalojados de sus viviendas. En la mayoría de los países la realidad es que la lentitud en los tribunales y la considerable protección jurídica de que gozan los compradores morosos hace que transcurran años hasta que los acreedores recuperen los inmuebles y dispongan de ellos mediante subasta o nueva venta. Los procedimientos legales destinados a recuperar las viviendas constituidas en garantía hipotecaria pueden llegar a costarles a los acreedores entre una tercera y una cuarta parte del valor total de la hipoteca. Por esta razón, la escasa protección jurídica otorgada a los acreedores hipotecarios se convierte en una disminución considerable de la oferta de préstamos a compradores potenciales.

No obstante, hay alternativas para resolver este problema y permitir que un mayor número de compradores de vivienda acceda al crédito hipotecario.

Una opción consiste en la creación de mecanismos extralegales para acelerar el proceso de recuperación de las garantías de los préstamos hipotecarios. Algunos países cuentan con legislación que permite a los acreedores incluir procedimientos expeditos de recuperación en los contratos de préstamo hipotecario: si el deudor se atrasa reiteradamente, el acreedor puede recuperar su préstamo embargando la vivienda y desalojando al comprador moroso. Para que ese mecanismo funcione eficazmente debe hallarse a disposición general de todos los

Expedir títulos de propiedad a familias que viven en asentamientos informales es una buena manera de revitalizar los mercados internos de crédito.

acreedores hipotecarios y no simplemente de las entidades de propiedad del Estado, como en el caso del BHU en Uruguay.

Otro mecanismo alternativo es aplazar la expedición del título de propiedad definitivo hasta que el deudor haya pagado la totalidad de las obligaciones hipotecarias. En otras palabras, el título de propiedad queda bajo el control legal del acreedor hasta que la hipoteca se haya pagado completamente y sólo entonces se traspasa al comprador. La desventaja de esta alternativa es que si no se organiza adecuadamente puede ocasionar la

pérdida del amparo jurídico de que goza el deudor que compró la vivienda con un crédito hipotecario. Sin embargo, todo desequilibrio que pudiere haber entre el acreedor y el deudor se puede manejar eficazmente modificando las leyes y los procedimientos judiciales actuales, a fin de asegurar que tanto el deudor como el acreedor cuenten con el mismo nivel de protección de la ley.

Las reformas jurídicas también deberían incluir la creación de tribunales especiales con personal profesional, entrenado para supervisar cualquier pleito judicial entre acreedores y deudores hipotecarios y deberían fomentar la competencia entre empresas privadas especializadas en la subasta de las viviendas embargadas bajo la debida supervisión judicial. Además, tales reformas jurídicas se pueden acometer sin excluir la creación de mecanismos extrajudiciales que den agilidad a la capacidad de los acreedores de recuperar las garantías de sus préstamos hipotecarios de los deudores morosos.

Otro impedimento importante para el uso de viviendas como garantía de préstamos, especialmente entre compradores de bajos ingresos, es que aproximadamente la mitad de las viviendas que existen hoy día en las mayores ciudades de América Latina se construyeron ilegalmente. Eso significa que las familias que habitan esas viviendas probablemente las construyeron ellas mismas, sin contar con permiso de construcción expedido por autoridades nacionales o municipales. Asimismo, dado que la mayoría de las familias que viven en esos inmuebles no cuentan con el título de propiedad del terreno ni de la vivienda que se levanta en el, nunca pueden usar su morada ni el terreno como garantía en operaciones de crédito ante bancos hipotecarios u otras instituciones financieras.

► Continúa en la página 12

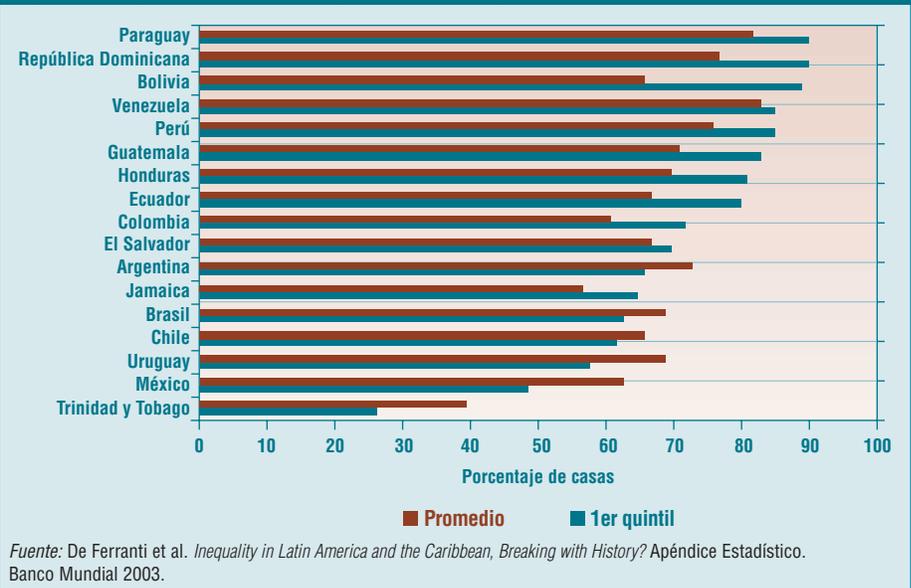
Abrir la puerta a compradores de vivienda de bajos ingresos

Si no tiene con qué pagar, entonces no puede endeudarse: así de simple. Pero eso no necesariamente significa que no pueda tener su propia vivienda. En América Latina, el acceso al crédito hipotecario es limitado debido a los bajos niveles de ingresos medios y a la considerable concentración de ingresos en una proporción relativamente pequeña de la población. Curiosamente, muchas familias de bajos ingresos de la región se las arreglan para adquirir vivienda decente con el tiempo sin llegar a acceder al crédito hipotecario.

¿Cómo se las arreglan los pobres para tener su vivienda propia? pues construyéndola ellos mismos. Las principales ciudades latinoamericanas están llenas de viviendas construidas por sus propios moradores y el porcentaje de las mismas ha aumentado durante años. Por ejemplo, se calcula que para 1990 alrededor de 60% de los habitantes de Ciudad de México vivían en moradas construidas por ellos mismos, mientras que en 1952 la cifra era de apenas 14%. En Caracas y Lima hay una tendencia similar. Aunque muchas de esas viviendas carecen de servicios básicos y materiales de buena calidad, lo cierto es que el porcentaje de personas de la quinta parte de ingresos más bajos de la población que tiene vivienda propia, no es mucho menor que el de la población promedio (véase Figura 1). Por lo tanto, los ingresos bajos no son el impedimento para la adquisición de vivienda que anteriormente se pensaba, aunque sí limitan el acceso al crédito.

El problema del acceso al crédito hipotecario depende en gran medida de la relación entre el valor efectivo de la vivienda y los ingresos regulares de la familia. Un subsidio directo a la demanda (el comprador potencial) contribuye a mejorar esa relación.

Figura 1. Propiedad de Vivienda por Quintil de Ingresos



El subsidio al precio de la vivienda, los materiales de construcción o las tasas de interés también ayudan a mejorar la relación entre el valor de la vivienda y los niveles de ingresos de las familias que desean adquirir su propia morada. Sin embargo, en el pasado tales subsidios no han sido mecanismos eficaces por varios motivos. Por un lado, los beneficios de tales subsidios tienden a desplazarse hacia familias de mayores ingresos, lo que genera distorsiones en el mercado al limitar la oferta de vivienda a familias de menores ingresos. Por otro lado, los subsidios de esa naturaleza no garantizan la estabilidad financiera y administrativa de las entidades que otorgan créditos hipotecarios.

Las prácticas actuales más eficaces consisten en otorgar un subsidio directo único a familias de menores ingresos que hayan demostrado la capacidad y la disciplina de ahorrar, de forma que puedan ser objeto de crédito. Las familias

que carecen de esa capacidad de ahorro también pueden beneficiarse de los subsidios, pero no deberían tener acceso al crédito hipotecario.

También es importante que los programas de subsidio directo no estén vinculados a la oferta preseleccionada de vivienda ni se limiten únicamente a proyectos contratados por el gobierno. No obstante, cuando la oferta de vivienda no es amplia y diversificada, sólo se deberían otorgar subsidios cuando el beneficiario potencial ya se ha comprometido con una vivienda específica sin importar que sea nueva o este terminada.

Además, la entidad emisora del crédito hipotecario subsidiado no debería ser una entidad del Estado. Idealmente, se deberían crear líneas de crédito atractivas para los bancos que tengan alguna ventaja relativa en la atención eficiente a deudores de bajos ingresos. Por ejemplo, los créditos hipotecarios otorgados por

► Continúa en la página 15

Crédito a prueba de temblores macro

En toda América Latina, las condiciones macroeconómicas han venido entorpeciendo la creación de un sector financiero de vivienda pujante y restringiendo el acceso de familias de bajos ingresos al crédito. Una de las causas es la inflación, que abruma a los deudores con elevadas cuotas iniciales y reduce el valor real total de los préstamos que perciben los acreedores. El otro problema estructural macro es el descalce entre las fuentes de financiamiento de corto plazo y los plazos mucho mayores propios de los préstamos hipotecarios.

Un factor fundamental del éxito o fracaso de cualquier sistema de financiamiento de vivienda es la capacidad de los compradores para adaptarse a las fluctuaciones de las tasas de interés en el corto plazo y evitar caer en mora con los pagos mensuales de las hipotecas. Una solución a este problema potencial es emitir créditos de largo plazo a tasas de interés fijas. A pesar de esto, ese tipo de crédito hipotecario es muy escaso en una región plagada por antecedentes de inestabilidad macroeconómica. Hace poco que los acreedores en Chile, México y Perú comenzaron a desarrollar mercados de instrumentos de deuda no indexados en moneda nacional y plazos superiores a cinco años.

El crédito de largo plazo a tasas de interés fijas es el sistema ideal para los acreedores y compradores hipotecarios pero requiere de una considerable estabilidad macroeconómica y de instituciones sólidas y creíbles, comprometidas con el mantenimiento de niveles bajos de inflación. El crédito hipotecario en Estados Unidos es principalmente a tasas de interés fijas pero América Latina todavía tiene un largo camino por recorrer para alcanzar niveles parecidos de estabilidad macroeconómica y credibilidad política.

Pero el crédito a tasas de interés fijas no es la única alternativa. En Inglaterra por ejemplo, la mayoría de los créditos a largo plazo se otorgan a tasas de interés variables. Los mercados de crédito en los que la mayoría de los préstamos se otorgan a tasas de interés variables también requieren de una estabilidad macroeconómica que permita que las fluctuaciones de las tasas de interés se vayan moderando con el tiempo. El mercado británico también goza del respaldo de un sistema de aseguramiento de crédito eficiente y extendido, de lo cual básicamente carece América Latina.

En los últimos años los acreedores en Argentina, Bolivia y Perú han desarrollado instrumentos de deuda de mediano plazo con tasas de interés fijas y denominados en dólares. A pesar de que la dolarización fue crucial para la recuperación de la intermediación financiera en la región luego de prolongados períodos de inestabilidad macroeconómica, un sistema de crédito hipotecario basado en el dólar no es el más apropiado para América Latina porque la mayoría de los hogares devengan sus ingresos en moneda nacional.

El mayor riesgo de un sistema hipotecario para vivienda basado en el dólar es la brecha que puede surgir rápidamente entre éste y la moneda local tanto entre empresas como entre familias. La regulación del sistema bancario procura evitar que las peligrosas brechas entre la moneda local y las divisas crezcan y lleguen a desestabilizar el sistema. No obstante, los marcos regulatorios de los sistemas financieros actuales de la región no hacen gran cosa por evitar que los bancos otorguen préstamos en dólares a grupos que no tienen ingresos en dólares, como es el caso de la mayoría de las familias.

Como consecuencia de ello, inevitablemente surgen problemas de pago cada

vez que la moneda local se deprecia. Dado que los sueldos y salarios no se indexan al dólar, todo aumento de la tasa de cambio ocasiona un incremento de la carga de deuda de la familia promedio, mas no de su nivel de ingreso real. En tales circunstancias, los deudores no tardan en caer en la insolvencia, aumentando así los incumplimientos de pago que perjudican la estabilidad general del sistema financiero. En países altamente dolarizados, las fluctuaciones del tipo de cambio real también provocan la contracción de la economía y el aumento del desempleo.

Una alternativa que se ha explorado en América Latina es la indexación de las obligaciones hipotecarias a la inflación o al crecimiento del salario. Ese mecanismo protege los contratos de crédito contra las fluctuaciones inflacionarias y su aplicación ha resultado útil en países de inflación moderada tales como Chile y Colombia.

El éxito alcanzado por Chile tiene que ver con dos elementos: la creación de una unidad de indexación creíble y la confianza en las políticas macroeconómicas del gobierno. La credibilidad de la unidad de indexación es fundamental. En Chile, la fórmula para calcular ese índice no se ha modificado desde que se creó a mediados del siglo XX. De modo que el sistema hipotecario de vivienda se ha desarrollado en un entorno de estabilidad macroeconómica cada vez más sólido, especialmente a partir de los años 80. Eso ha permitido el surgimiento de inversionistas institucionales de largo plazo, los cuales junto con la estabilidad institucional del país facilitaron el rápido desenvolvimiento de mercados de crédito en unidades indexadas.

No es fácil desarrollar tales mercados: otros países latinoamericanos que han experimentado con sistemas de

► *Continúa en la página 8*

Crédito a prueba de temblores macro

► viene de la página 7

crédito indexado a la inflación no han tenido éxito. Argentina, Brasil, Colombia y Uruguay probaron suerte en este campo en los años 80 y a comienzos de los 90 sin llegar a desarrollar mercados de crédito sólidos, por la falta de inversionistas institucionales de largo plazo.

También les costó definir el modo de cuantificar y calcular la indexación de una manera que fuera estable y resultara interesante tanto para los emisores como para los inversionistas. El problema se agravó por la falta de reglas jurídicas claras ya que en general los mecanismos de indexación fueron creados por decreto gubernamental y no mediante leyes promulgadas por el Congreso. Ello suscitó incertidumbre entre los inversionistas potenciales en cuanto al valor de largo plazo de tales instrumentos.

El mayor riesgo que afrontan los sistemas financieros indexados es que la indexación se generalice y se extienda al resto de la economía. En Chile por ejemplo, uno de los efectos secundarios de la indexación del sistema financiero ha sido la indexación de los salarios a la inflación, lo cual tiene repercusiones desfavorables para el crecimiento del empleo.

Los sistemas financieros basados en instrumentos indexados tienen sentido en economías con tasas de inflación medianas y relativamente estables. En América Latina se han producido avances significativos en la reducción de la inflación en los últimos años. Aún así, las tasas actuales de inflación más bajas, no garantizan la estabilidad futura, especialmente en vista de la inconstancia fiscal en varios países. Lo más prudente sería permitir el desarrollo de mercados financieros indexados simultáneamente con mercados de largo plazo denominados en moneda local y dejar que los inversionistas tomen sus propias decisiones según como perciban la credibilidad de las políticas macroeconómicas.

Los mercados hipotecarios de la vivienda eficientes necesitan de inversionistas e instrumentos de largo plazo.

Los inversionistas potenciales ya existen o están surgiendo en todos los países latinoamericanos, incluidos los fondos de pensiones privados y las compañías de seguros. Pero aún hace falta en la mayoría de los países que se desarrollen instrumentos de largo plazo.

La tendencia imperante en todo el mundo es permitir la negociación de los créditos hipotecarios en los mercados de capitales, que se puede lograr de dos maneras. Una es que los acreedores hipotecarios emitan bonos respaldados por su cartera hipotecaria y sus activos. La otra es que sean instituciones distintas a las entidades acreedoras las que emitan los títulos valores con respaldo hipotecario (MBS, por sus siglas en inglés). Los países europeos por lo general prefieren la primera alternativa, mientras que Estados Unidos usa MBS. El modelo estadounidense se ha venido aplicando en países como Colombia y México.

Hay bancos en Europa que otorgan créditos y emiten bonos de largo plazo respaldados por sus propios préstamos hipotecarios. En la práctica, el aspecto más importante es que los bancos garantizan sus instrumentos con su propio capital. Según ese modelo, el banco mantiene los créditos en sus estados financieros y asume el riesgo crediticio, aunque este sistema también requiere de elevados niveles de capitalización para poder manejar eficientemente los riesgos, además de un marco regulatorio apropiado y un sistema de supervisión de la banca moderno y sólido.

En el sistema de MBS que se usa ampliamente en Estados Unidos, los bancos no mantienen los préstamos hipotecarios en sus estados financieros. En vez de ello, la entidad financiera que emite el crédito hipotecario vende ese crédito a un agente de títulos de propiedad poco después de la emisión de la hipoteca, principalmente a Ginny Mae, Freddie Mac y Fannie Mae. Esas tres entidades son instituciones privadas, que se considera cuentan con garantía pública. En el modelo de los MBS, los inversionistas asumen el riesgo.

El sistema de MBS se hizo popular en Estados Unidos durante los años 80, antes de lo cual la mayoría de los créditos hipotecarios se financiaban mediante depósitos de corto plazo. El sistema de MBS se desarrolló tras el brusco aumento de las tasas de interés a comienzos de los años 80 que afectó la capacidad de pago de los deudores y la estabilidad del sistema financiero. Europa ha comenzado a experimentar últimamente con el sistema de MBS pero los marcos regulatorios actuales han dificultado la expansión del mismo.

Un sistema de MBS que funcione adecuadamente debe levantarse sobre varias bases fundamentales, entre ellas, un marco macroeconómico estable que evite altibajos generalizados de la capacidad de pago de los deudores y disminuya la incertidumbre de los inversionistas. Un sistema eficaz de MBS también requiere de compañías de titularización sólidas con acceso a capital, una elevada clasificación de riesgo crediticio y garantías aceptables para los inversionistas. Además, el sistema de MBS necesita un marco jurídico eficaz que garantice los derechos de propiedad de deudores y acreedores, y que especialmente, permita que los acreedores dispongan de mecanismos para recuperar sus garantías sin generar costos excesivos. Aun más, los instrumentos de crédito hipotecario deben ser relativamente homogéneos, los emisores de crédito deben usar métodos modernos y comprobados para evaluar el riesgo, los registros de propiedad y los métodos de valoración deben ser eficientes y económicos, y deben crearse sistemas tributarios que no desalienten las operaciones financieras.

Tales políticas y programas son necesarios, pero no pueden sustituir una gestión macroeconómica positiva y eficaz. Una crisis macroeconómica de grandes proporciones puede generar el descalabro de cualquier sistema hipotecario, por bien concebido que sea. VOLVER

Publicaciones nuevas

DOCUMENTOS DE TRABAJO DEL DEPARTAMENTO DE INVESTIGACION

Las instituciones de financiamiento de vivienda en Argentina (WP-498)

Por *Marcela Cristini y Ramiro Moya*
(Disponible sólo en español)

Este documento analiza la profundización del financiamiento hipotecario en Argentina durante la década de los noventa y lo compara con el colapso de la década anterior. Muestra que el rápido desarrollo del mercado fue impulsado por la estabilidad macroeconómica que estaba ocurriendo dentro de un contexto apropiado de mercado e instituciones legales. Recientemente la severa crisis macroeconómica resultó en una serie de desfalcos que debilitaron el derecho de los prestamistas a recaudar los pagos hipotecarios. Dada la experiencia de los años 80, se esperaba que el mercado se recuperara lentamente y que probablemente requiriera de la creación de una unidad de cuenta para los contratos, la implementación de instrumentos de mercados de capital diferentes a los instrumentos bancarios, y el mejoramiento de la información disponible.

Financiamiento de la vivienda en Chile (WP-502)

Por *Carlos García y Felipe G. Morandé*
(Disponible sólo en español)

Durante los últimos 20 años, la financiación de vivienda en Chile ha logrado un importante grado de desarrollo. Las razones fundamentales para esto son: a) la existencia de una unidad de cuenta para eliminar el efecto de la inflación sobre el valor de la deuda de largo plazo; b) las reformas en el sistema de pensiones al principio de la década de los 80, que fueron esenciales para la creación y el desarrollo de un mercado capital de largo plazo; y c) la reorientación de la política de subsidios a la vivienda. A pesar del progreso, queda mucho por hacer, especialmente en la

reducción del costo de las transacciones, considerando riesgos menores no cubiertos actualmente, y el mejoramiento del acceso de muchos más sectores de la sociedad al financiamiento.

Los efectos del sector público en el financiamiento a la vivienda: El mercado hipotecario de Uruguay (WP-503)

Por *Eduardo Gandelman y Néstor Gandelman*
(Disponible sólo en español)

Este documento estudia el mercado hipotecario en Uruguay. El operador principal de este mercado es el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), de propiedad del Estado. En los últimos tiempos este banco se ha visto en dificultades primordialmente por influencias políticas en las decisiones técnicas, dificultades prácticas (no legales) en la consecución de créditos vencidos y la crisis del sistema financiero en Uruguay. El análisis de los libros contables del BHU reveló severos descálces de moneda y de maduración, y una cartera vencida muy alta. Entretanto el sector privado está abrumado por obstáculos al tratar de recuperar la cartera vencida.

The Effect of Conditional Transfers on School Performance and Child Labor: Evidence from an Ex-Post Impact Evaluation in Costa Rica (WP-505)

Por *Andrew Morrison y Suzanne Duryea*

Los programas de transferencias condicionales se están convirtiendo en un método común para influenciar las decisiones de los hogares. La evidencia hasta la fecha es que estos programas son buenos para incentivar ciertos resultados, como la asistencia a la escuela pero en otros casos la reducción del trabajo infantil es un resultado más difícil de obtener. Este estudio analiza el impacto de Superémonos, un programa de transferencia condicionada en Costa Rica, que proporciona a las familias

pobres un subsidio para comprar víveres dependiendo de la asistencia de los hijos a la escuela. Este documento encontró evidencia contundente sobre el objetivo del programa: el mejoramiento de la asistencia a la escuela. También encontró cierta evidencia sobre el desempeño escolar. En cambio, el programa no reduce la probabilidad de que los jóvenes trabajen. Estos hallazgos se discuten en el contexto de los resultados de evaluaciones de impacto de otros programas de transferencias condicionales.

Inequality and Institutions (WP-506)

Por *Alberto Chong y Mark Gradstein*
También saldrá publicado en un Documento de Trabajo próximo de CEPR

Este documento presenta teoría y evidencia sobre la relación entre la desigualdad y la calidad institucional. Los autores proponen un modelo en el cual estos dos factores se refuerzan dinámicamente entre sí y ponen a prueba esta relación en una amplia variedad de medidas institucionales. También establecen doble causalidad entre una mejor calidad institucional y una mayor igualdad en la distribución del ingreso pero demuestran que el vínculo de esta última domina la anterior. Estos resultados se muestran robustos ante varias especificaciones y diferentes fuentes de información que abarcan varios espacios de tiempo.

On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects (WP-509)

Por *Guillermo A. Calvo, Alejandro Izquierdo y Luis Fernando Mejía*

Utilizando una muestra de 32 países desarrollados y en desarrollo, los autores analizaron las características empíricas de los detenimientos súbitos de flujos de capital y el impacto de los efectos de "hojas de balance" sobre la probabilidad de su ocurrencia. Encontraron

► Continúa en la página 10

Publicaciones nuevas

► viene de la página 9

que grandes fluctuaciones de la tasa de cambio real acompañadas por detenimientos súbitos de flujos de capital son básicamente un fenómeno de los mercados emergentes. Estos detenimientos súbitos suelen ocurrir simultáneamente, agrupando a varios países que son diferentes en muchos aspectos. Sin embargo, los países son similares en tanto que permanecen vulnerables a grandes fluctuaciones de la tasa de cambio real. Este puede ser el caso cuando los países son forzados a hacer grandes ajustes en la absorción de bienes transables y/o cuando el tamaño de los pasivos en dólares del sistema bancario, (es decir; la dolarización de los pasivos domésticos) es grande. La apertura, entendida como una amplia oferta de bienes transables que reduce el apalancamiento del déficit de cuenta corriente, en combinación con la dolarización de los pasivos domésticos, es un determinante clave en la probabilidad de los detenimientos súbitos de flujos de capital. La relación entre la apertura y la dolarización de pasivos domésticos en la determinación de la probabilidad de ocurrencia de los detenimientos súbitos de flujos de capital es altamente no lineal, implicando que la interacción entre el alto apalancamiento de la cuenta corriente y la alta dolarización pueda ser una combinación peligrosa.

DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA RED DE CENTROS DE INVESTIGACION

The Impact of Trade Liberalization on Employment, Capital, and Productivity Dynamics: Evidence from the Uruguayan Manufacturing Sector (R-479)

Por Carlos Casacuberta, Gabriela Fachola y Néstor Gandelman

Este documento estudia el impacto de la liberalización comercial en el mercado laboral, en los flujos brutos de capital y en la productividad del sector

manufacturero uruguayo. Uruguay abrió su economía en la presencia —por lo menos inicialmente— de sindicatos fuertes y niveles de concentración de industria estructuralmente diferentes. La elevada exposición internacional implicó una leve creación de empleos y un importante incremento en la destrucción de empleo y de capital. Los sindicatos fueron capaces de reducir este efecto y a pesar de no estar asociados con tasas de creación altas, fueron efectivos en reducir la destrucción de empleos y de capital. La concentración de la industria también mitigó la destrucción de trabajos pero no tuvo efecto en la creación de empleo ni en las dinámicas de capital. Estos cambios en el uso de trabajo y capital estuvieron acompañados de un incremento en la productividad total de los factores, especialmente en los sectores en donde las reducciones de aranceles fueron mayores y no tenían la presencia de sindicatos. Los autores no encontraron evidencia de una dinámica de productividad variable a través de los diferentes niveles de concentración de la industria.

Effects of Land Titling on Child Health (R-491)

Por Sebastián Galiani y Ernesto Scharrodsky

Este documento analiza el impacto de la titulación de tierras sobre la salud infantil a través de un caso de estudio en Argentina. Hace veinte años un grupo de colonos se apoderó de una porción de tierra de propiedad privada en el área urbana de Buenos Aires. Cuando el congreso provincial pasó una ley de expropiación, transfiriendo los terrenos de los anteriores propietarios a los colonos, algunos de los anteriores propietarios cedieron los terrenos (recibiendo compensación) mientras que otros decidieron interponer demandas en las lentas cortes Argentinas. En el documento se aprovecha este experimento natural para evaluar el efecto de la distribución de los derechos de propiedad de terrenos urbanos sobre la salud infantil. Los resultados muestran

que los niños en terrenos titulados disfrutaban de una mejor nutrición y reducen la tasa de embarazos juveniles en comparación con los jóvenes de los terrenos no titulados.

OTRAS PUBLICACIONES

Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile. Caballero, Ricardo, Kevin Cowan y J. Kearns. Preparado para la conferencia del BID "Financial Dedollarization: Policy Options," Diciembre de 2003. Próximo a publicarse en un libro sobre la conferencia.

Las economías latinoamericanas están expuestas a considerable vulnerabilidad externa. Las discrepancias domésticas y las fluctuaciones en los términos de intercambio se ven fácilmente agravadas por el repentino problema financiero. Este documento explora las formas de sobreponerse a la vulnerabilidad externa, extrayendo lecciones de la comparación detallada de la respuesta de Chile y Australia a los recientes *shocks* externos, y de la experiencia histórica de Australia. El documento sostiene que para entender los detenimientos súbitos de los flujos de capitales y poder suavizarlos, es útil resaltar dos dimensiones de la confianza del inversionista: el riesgo país y el riesgo moneda. En tanto que estas dimensiones están interrelacionadas, tienen diferencias importantes. La falta de riesgo país es el problema más serio y fundamental detrás de los detenimientos súbitos de flujos de capitales pero la falta de riesgo moneda puede ser no sólo un problema de confianza en el país sino un factor que contribuye al debilitamiento del país para lidiar con estos detenimientos súbitos. El documento ofrece maneras para mejorar estas dos dimensiones de la confianza del inversionista en el mediano plazo y las políticas para reducir el impacto en el corto plazo.

► Continúa en la página 11

Publicaciones nuevas

► viene de la página 10

Volume and Quality of Infrastructure and Income Distribution: An Empirical Investigation. Calderón, Cesar y Alberto Chong. *Review of Income and Wealth*, 50(1): 87–106

Este documento provee evidencia sobre el vínculo entre el desarrollo de la infraestructura y la distribución del ingreso para el período 1960–1997. Los autores utilizaron medidas de vías, ferrocarriles, telecomunicaciones y energía. Encontraron que la cantidad y la calidad de la infraestructura están relacionadas negativamente con la desigualdad del ingreso. El vínculo cuantitativo tiende a ser mas fuerte en los países en desarrollo que el vínculo cualitativo. Estos hallazgos se mantienen cuando se usan diferentes métodos econométricos y la mayoría de medidas de infraestructura.

Democracy, Persistence, and Inequality: Is There a Political Kuznets Curve? Chong, Alberto. *Economics and Politics*. 16(2): 189–212.

Este documento busca proveer evidencia empírica completa sobre las teorías recientes que vinculan la democracia con la desigualdad del ingreso para el periodo entre 1960 y 1997. Regresiones simples entre países demuestran un vínculo no monótono entre estas dos variables cuando se usan mínimos cuadrados ordinarios, variables instrumentales y pruebas Eusufzai. Este documento también emplea técnicas dinámicas de datos de panel para explicar problemas de simultaneidad y heterogeneidad. Utilizar la metodología econométrica preferida apoya la existencia de la curva política de Kuznets, además parece que la desigualdad del ingreso es incondicionalmente persistente.

Bundling of Public Services and Welfare in Developing Countries: The Case of Peru. Chong, Alberto, Jesko Hentschel, y Jaime Saavedra. *Series de Documentos de Trabajo del Banco Mundial* Número 3310.

<http://econ.worldbank.org/>

Usando datos de panel para Perú duran-

te el período 1994–2000, este documento encontró que para los hogares que reciben dos o más servicios de manera agrupada, el bienestar del hogar se incrementa medido en términos de cambios en el consumo y es mayor que cuando los servicios se proveen por separado. Este incremento parece ser mas que proporcional, como lo indican las pruebas F de los coeficientes de los regresores. La conclusión es que al proveer servicios de manera agrupada se logra incrementar el bienestar.

Privatization in Latin America: What Does the Evidence Say? Chong, Alberto y Florencio López-de-Silanes. *Economía: Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*. Primavera.

En respuesta a las críticas de las privatizaciones, este documento evaluó el récord empírico de las privatizaciones y encontró cuatro resultados principales. Primero, que la mayor rentabilidad en las firmas privatizadas no se explica por sesgo en la selección de la muestra. Segundo, que la mayor rentabilidad no se deriva de abusos de poder de mercado, explotación de empleados o beneficios fiscales. Tercero, que la manera en que la privatización se lleva a cabo es importante. La transparencia, la velocidad y la limitada reestructuración antes de la privatización dan mejores resultados y dan menor cabida a la corrupción. Finalmente, que el éxito de las privatizaciones aumenta por la regulación o desregulación de las industrias previamente aisladas de las fuerzas competitivas y por la calidad del gobierno corporativo. Estos factores facilitan el acceso de las firmas privatizadas a capital de menor costo. En general, la privatización conlleva aumentos en la rentabilidad y la productividad, mejoras en la calidad de los servicios y beneficios para el fisco. La mayoría de los casos de privatización fallida se pueden vincular a un pobre diseño de las condiciones del contrato, procesos opa-

cos con alto involucramiento del gobierno, falta de nueva regulación y un marco inadecuado de gobernabilidad corporativa.

Inward-Looking Policies, Institutions, Autocrats, and Economic Growth in Latin America: An Empirical Exploration. Chong, Alberto y Luisa Zanforlin. *Public Choice*. Abril, 1–27.

Este documento explora los determinantes institucionales del crecimiento económico en América Latina, utilizando para ello las teorías de North que vinculan la calidad institucional y el crecimiento económico como marco contextual básico para entender tanto las políticas económicas elegidas como su persistencia, sobre todo en relación a las políticas de crecimiento “hacia adentro” que se utilizaron en la región durante 1930–1980. Los autores argumentan que en América Latina la teoría de intereses de Olson (1982) debe ser extendida y no sólo debe cubrir los intereses económicos de los gobernantes, sino además la utilidad que les reportan sus intereses políticos.

Labor Market Adjustment in Chile. Cowan, Kevin, Alejandro Micco y Carmen Pagés. Próximo a publicarse en *Economía*.

Este documento plantea que el retraso en el crecimiento del empleo en Chile después de 1997 es el resultado de un *shock* negativo sobre la demanda agregada junto con la rigidez a la baja de los salarios reales. Dos características institucionales del mercado laboral en Chile contribuyeron a esta rigidez salarial: un salario mínimo legal que se volvió obligatorio en los años que siguieron a la crisis asiática y el predominio de contratos salariales con índices de precios de largo plazo. Usando información micro de la encuesta de salarios chilena, este documento muestra que casi 6% de los trabajadores fueron afectados por el incremento del salario mínimo que tuvo

► Continúa en la página 12

Publicaciones nuevas

► viene de la página 11

lugar entre 1997–2000. Estas rigideces a nivel micro parecen estar detrás de la lenta recuperación del empleo agregado durante el período de leve crecimiento después de 1999. Salarios reales más rígidos también explican porque Chile experimentó una caída relativamente grande en el empleo comparada con otras economías que enfrentaron reducciones sustanciales de crecimiento en los años 90.

Political Institutions and Growth Collapses. Gaviria, Alejandro, Jessica Seddon, Ugo Panizza y Ernesto Stein. *Latin American Journal of Economic Development*. Abril, 2004

Las instituciones para el manejo de conflictos están relacionadas con la habilidad para reaccionar a *shocks* económicos pero ¿son estos resultados lo suficientemente robustos frente a las diferentes formas de definir la calidad de dichas instituciones? Este documento busca responder esta pregunta con dos índices que miden la calidad de las instituciones en el manejo de conflictos. El primero es un índice que mide el nivel de las restricciones políticas sobre la habilidad del ejecutivo para cambiar

arbitrariamente las reglas del juego y por lo tanto reducir conflictos en la lucha de poder. El segundo índice mide el grado de particularidad política, definida como la habilidad de los gestores de políticas para avanzar en sus carreras considerando intereses particulares en lugar de plataformas nacionales comunes. Este documento encuentra que altos niveles de restricciones políticas y niveles intermedios de particularidad política están asociados con la rápida recuperación ante los *shocks* económicos.

What Makes Reforms Likely: Political Economy Determinants of Reforms in Latin America. Lora, Eduardo y Mauricio Olivera. *Journal of Applied Economics*, 7 (1). Mayo, 2004.

Este documento pone a prueba las principales hipótesis de la literatura teórica reciente sobre la economía política de reforma en los países de América Latina entre 1985–1995. Primero revisa la literatura para luego extraer las hipótesis principales. Después explica como un sistema de índices mide la extensión de la reforma en cinco áreas de políticas. Estos índices

son las variables dependientes en las regresiones de panel en donde las principales variables explicativas son indicadores de crisis, variables políticas e indicadores de canales de contagio. Se encuentra fuerte evidencia empírica a favor de las hipótesis que sostienen que una crisis hace viable la reforma y que las reformas son más factibles de llevar a cabo al principio del período de gobierno. Ninguna de las hipótesis sobre el papel de las variables políticas y de conflictos distributivos, ni la importancia de los esquemas de compensación o de contagio, encuentra apoyo en los resultados. Sin embargo, es más bien decepcionante que la mayoría de las reformas parecen haber respondido a un proceso de convergencia, más que a cualquiera de estas hipótesis.

What Drives Fiscal Decentralization?. Panizza, Ugo. *DICE Report*. Volumen 2(1): 21-25.

Este documento resume la literatura reciente sobre la regularidades empíricas como explicación para las diferencias entre países a nivel de descentralización fiscal y examina la relación entre la descentralización y el separatismo.

Cómo salir del laberinto jurídico

► viene de la página 5

La experiencia de algunos países como Perú ha demostrado que expedir títulos de propiedad a familias que viven en asentamientos informales es una buena manera de revitalizar los mercados internos de crédito. Buena parte de los terrenos ocupados ilícitamente en las mayores ciudades latinoamericanas pertenecen al Estado o a un puñado de terratenientes. En teoría, a los gobiernos no les debería resultar difícil concebir procedimientos y mecanismos de compensación aceptables para los propietarios originales en

cuyos terrenos se levantaron viviendas informales.

La ventaja de expedir títulos de propiedad sobre los terrenos libres de todo vicio y gravamen, a propietarios de viviendas de escasos recursos quedó demostrada en Lima, la capital de Perú; entre 1998 y 1999 se otorgó a unas 200.000 familias la titularidad legal de los terrenos donde vivían. En un lapso de tiempo relativamente breve, casi una cuarta parte de esas familias solicitó préstamos para mejorar o ampliar su vivienda, utilizando su nuevo título de

propiedad como garantía de los créditos solicitados.

Aunque todavía no se han realizado estudios definitivos, es probable que la expedición de títulos de propiedad a familias que construyen viviendas en terrenos que no son de su propiedad conduzca a mejoras directas de la calidad de esas viviendas, contribuya a ampliar el mercado inmobiliario secundario para que las familias de menores recursos puedan mejorar su situación socioeconómica y ayude a generar nuevos empleos.

VOLVER

Mira quién habla

Esta sección del boletín brinda una síntesis de las presentaciones y eventos que ha patrocinado el Departamento de Investigación en los últimos meses.

Minimizando la Volatilidad Macroeconómica y Evitando Crisis: ¿Qué Hemos Aprendido?

Andrés Velasco presentó un seminario sobre políticas en el Banco el 8 de marzo de 2004.

Dentro de los grandes retos que enfrenta actualmente la comunidad financiera internacional está la prevención y el manejo de las crisis macroeconómicas que han arruinado a los mercados emergentes, particularmente en América Latina y el Caribe, con preocupante frecuencia en las décadas recientes. Desde 1980 casi todas las naciones de América Latina han sufrido la volatilidad, incertidumbre, e inestabilidad de una profunda crisis económica; países como Argentina y México, las han tenido que sufrir varias veces. En una presentación para la serie de Nuevas Ideas sobre Políticas de Desarrollo, el Profesor Andrés Velasco de la Universidad de Harvard y la Universidad de Chile sugirió varios pasos que América Latina y la comunidad financiera global deberían seguir para evitar la repetición de crisis económicas.

Primero, la región debe desarrollar instituciones más fuertes que incrementen la credibilidad y puedan protegerse contra la volatilidad y la catástrofe. Sin embargo, Velasco advirtió que establecer instituciones fuertes no necesariamente significa implementar políticas económicas inflexibles tales como una caja de conversión. Una buena institución no necesita reglas severas para ser efectiva. Mas aun, tales políticas inflexibles previenen el desarrollo de las instituciones.

Segundo, las políticas monetaria y cambiaria deben estar orientadas hacia un régimen de libre flotación de la moneda. A pesar del nerviosismo que crea esa posibilidad en algunos medios, un régimen de libre flotación de la moneda facilita el ajuste a las perturbaciones

macroeconómicas y el funcionamiento de los mercados. Adicionalmente, facilita el desempeño de ciertas instituciones económicas y otros mecanismos políticos. Por ejemplo, los estudios han mostrado que un régimen de libre flotación de la moneda brinda soporte a la independencia de los bancos centrales y le da flexibilidad a las políticas monetarias para operar de manera más efectiva.

Dado el papel notorio que el endeudamiento ha jugado en las crisis económicas en América Latina, algunos economistas y observadores han pedido que los gobiernos limiten su nivel de endeudamiento. Como respuesta, Velasco señala que muchos colapsos han ocurrido aun cuando el país no tiene problemas significativos de endeudamiento. La respuesta entonces no es un menor endeudamiento sino un mejor endeudamiento. El componente fundamental de un mejor endeudamiento es que este sea hecho en su mayoría en moneda local y en menor cantidad en dólares. Otro componente importante consiste en mejorar los riesgos compartidos inherentes al endeudamiento.

No obstante, no se puede esperar que los países de América Latina lleven toda la carga por sí solos. La comunidad financiera internacional también tiene un papel en la provisión de liquidez, el replanteamiento del manejo de las crisis y la ayuda en la recuperación de los mercados de capitales. Las crisis de liquidez internacionales requieren un proveedor internacional de liquidez, un papel que quizá no ha sido desempeñado adecuadamente por el Fondo Monetario Internacional. En los esfuerzos de resolución de crisis, se debe prestar mas atención a las acciones concertadas tales como el refinanciamiento coordinado de la deuda. Los esfuerzos actuales en el manejo de la crisis giran en torno al desarrollo de un mecanismo soberano de reestructuración y están mal enfocados porque los bonos soberanos son sólo una pequeña parte del problema. Finalmente, hay un papel que las institu-

ciones financieras internacionales deben cumplir; la creación de nuevos mercados para mantener los mercados de capitales nivelados. Proveer fondos a los países en su propia moneda o en una canasta de monedas de mercados emergentes son dos alternativas de nuevos tipos de mercado para ser explorados.

Recuerdos del Futuro: ¿América Latina ante un Nuevo Ciclo Expansivo?

Ernesto Talvi realizó esta presentación en el Banco durante un seminario del "Latin Macro Watch" el 14 de abril de 2004.

La evidencia de los trimestres recientes sugiere que las condiciones actuales que afectan las economías de América Latina se asemejan mucho a las condiciones existentes durante el comienzo del crecimiento de la región y del auge inversionista de 1991-1997. Recientemente, al igual que a principios de los 90, las condiciones financieras internacionales han sido particularmente favorables. Después de la crisis rusa en 1998 y de un largo período de diferenciales altos en los mercados emergentes, los diferenciales de la deuda de la mayoría de las economías fuertes de América Latina habían declinado aproximadamente al mismo nivel que durante el comienzo de los 90. Mayores beneficios han resultado de la combinación de mejores precios de las materias primas y de un dólar americano debilitado frente al euro. Aunque los precios del petróleo se han incrementado, la relativa debilidad del dólar ha hecho que el petróleo sea menos costoso de lo que sería para los países importadores. Al mismo tiempo están subiendo los precios de otros productos exportados por países de la región.

Las circunstancias actuales se parecen mucho a las existentes a principio de

► Continúa en la página 14

Mira quién habla

► viene de la página 13

los años 90 en que las regiones económicas más fuertes del mundo —Estados Unidos, Europa y Japón— están todas experimentando crecimiento simultáneo. Esta tendencia ha resultado en un retorno de flujos de capital externo hacia los mercados emergentes.

Estas condiciones, combinadas con las tasas de cambio favorables y las crecientes reservas internacionales para muchos países de la región, han producido un profundo incremento en los precios de los activos según la medición de los índices de las bolsas de valores locales. Esta tendencia ha estado acompañada por un crecimiento acelerado del apalancamiento financiero, particularmente por parte de las empresas privadas, después del amplio desapalancamiento que ocurrió durante los años de colapso. De hecho, el reapalancamiento del sector privado parece estar restringido sólo por la tendencia de las instituciones financieras en la región a respaldarse en los préstamos con garantías colaterales.

Se espera que el reapalancamiento conlleve un crecimiento del déficit en la cuenta corriente mientras que el sector importador de bienes intermedios y de capital se incrementa, así como ocurrió durante el principio de los años 90. Sin embargo, este desarrollo se está llevando a cabo al tiempo que la deuda del sector público está decreciendo tanto en dólares como en porcentaje de PIB. El desapalancamiento entonces, ha estado acompañado de una combinación de inflación baja y dolarización alta de la deuda durante los años de colapso de 1998-2003 y la incipiente recuperación actual. Esta combinación ha tenido tanto de bendición como de maldición. Bajo estas condiciones, los gobiernos de la región han incurrido sólo en desfalcos explícitos más que en desfalcos implícitos que ocurren durante períodos inflacionarios con un incremento acompañante de la transparencia fiscal y la rendición de cuentas. De otra parte, la dolarización de la deuda reduce el alcance de potenciales intervenciones

políticas e incrementa la vulnerabilidad a los detenimientos súbitos de flujos de capitales.

A pesar de la constelación de circunstancias alentadoras, el comienzo de un nuevo ciclo expansionario enfrenta riesgos sistémicos. Entre estos se encuentran las consecuencias de actuales y potenciales medidas impuestas por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Mientras que la Reserva Federal mantenga los intereses bajos, conservando los diferenciales de la deuda de los mercados emergentes, cualquier incremento en la tasa de los títulos del Tesoro norteamericano podría resultar en un incremento en los diferenciales de los mercados emergentes y una baja en el precio de los bonos emitidos por las economías fuertes de América Latina. La restricción financiera que podría resultar de estas condiciones, plantea un riesgo para el crecimiento de la región.

Dentro del marco hipotético general del crecimiento potencial de la región, Argentina continúa siendo una fuente mayor de incertidumbre. Mientras los diferenciales de los mercados emergentes han decrecido desde finales del 2002, los diferenciales de Argentina han permanecido altos. Este problema se ve agravado tanto por la composición como por la cantidad de la deuda. En el 2004, Argentina está en la obligación de hacer pagos de su deuda externa a las instituciones financieras internacionales, en especial al FMI. En tanto que los pagos de la deuda de Argentina a las instituciones financieras internacionales disminuirán considerablemente en el 2005, esta disminución va a verse más que nivelada con un incremento agudo en los pagos programados de la deuda interna.

Los diferenciales de Argentina podrían declinar una vez que la deuda pública del país sea reestructurada pero tal reestructuración sigue siendo problemática. Dado que la cantidad nominal de deuda pública es equivalente al 76 por ciento del PIB, se necesitan niveles de

crecimiento altos y sostenidos para lograr un acuerdo de deuda por debajo de las expectativas del 3 por ciento del superávit primario. Los acreedores internacionales han rechazado hasta ahora la oferta de Argentina de reducir el 90 por ciento de la deuda pública. Descuentos menores sólo serían factibles con crecimientos mayores. En un escenario de 4 por ciento de crecimiento del PIB, es posible un 75 por ciento de descuento de la deuda nominal, mientras que sería necesario un 5 por ciento de crecimiento para que pudiera reducirse el descuento a 55 por ciento. Aunque diversas proyecciones han producido una variedad de posibles resultados entre el 55 por ciento y el 90 por ciento, las apreciaciones de la tasa de cambio real pueden facilitar una reducción entre el 55 y el 75 por ciento.

Foreign Direct Investment in Latin America: What Should We Expect in the Near Future?

Jonathan White, Socio de la Firma Consultora A.T. Kearney, hizo una presentación en el Banco en un Seminario de Políticas del Departamento de Investigación el 27 de abril de 2004.

Los flujos de la inversión extranjera directa (IED) global están pasando por un gran cambio. Después de varios años de descenso, se espera una leve elevación en el flujo de IED. Más importante aún, China ha emergido como un destino preferido para inversionistas globales. Aunque existen razones para estar optimistas respecto a América Latina, esta región enfrenta varios retos significativos en su esfuerzo por captar IED.

Basando su presentación en el índice de confianza de IED del 2003, una encuesta anual hecha a los ejecutivos globales por el Consejo de Políticas de Negocios Global de A.T. Kearney, White empezó por resaltar las tendencias glo-

► Continúa en la página 15

Mira quién habla

► viene de la página 14

bales. La IED alrededor del mundo se ha desplomado desde que alcanzó un tope de US\$1.4 billones en el 2000. Mientras que la IED tuvo su nivel más bajo en el 2002 con US\$651 mil millones, se estima que hubo un leve incremento a US\$653 mil millones en 2003. Mas aun, los inversionistas globales planean incrementar la inversión en los años venideros. Si bien el incremento esperado constituye una buena noticia, hay un cambio más fundamental en el destino de la IED. Dentro de los lugares más atractivos para la IED están seis mercados emergentes: China, México, Polonia, India, Rusia y Brasil.

Por segundo año consecutivo, China estuvo en el primer lugar de la lista. Desde principios de la década, China se ha destacado entre los mercados emergentes más atractivos para la IED. De hecho, el surgimiento de China ha hecho que América Latina quede desplazada como destino de inversión. Sin importar la fortaleza de China y Asia, varios factores endógenos a América Latina han contribuido a que ya no sea un destino tan atractivo para la IED. Los inversionistas ven que la gran burocracia y los obstáculos legales de la región sofocan los negocios y debilitan la competitividad. Por ejemplo, en Amé-

rica Latina toma 74 días empezar un negocio, mas tiempo que en cualquier otra región del mundo en desarrollo.

Adicionalmente, la distribución del ingreso en América Latina es la más desigual del planeta y continúa limitando la habilidad de la región para maximizar su capital humano. Finalmente, la relativa inestabilidad macroeconómica de la región sigue preocupando a los inversionistas. Esto es particularmente cierto en Brasil en donde el 69 por ciento de los inversionistas encuestados dicen que la estabilidad macroeconómica sería el factor más importante para determinar los flujos de IED.

Sin embargo, las noticias no son totalmente malas para América Latina, en términos de IED per cápita la región se compara muy favorablemente con mercados emergentes como China, India y Europa del Este. México en particular tiene el puntaje más alto en esta categoría con casi US\$140 de IED por persona. Existe una oportunidad económica brillante para la región en el creciente mercado hispano norteamericano. Se espera que este mercado crezca de US\$38 millones a US\$75 millones para el año 2020 y pudiera atraer oportunidades de inversión extranjera. China el rival y feroz competidor también ofre-

ce oportunidades económicas extraordinarias a través de su mercado naciente. El voraz apetito de China por bienes como automóviles, petróleo, aluminio y artículos de consumo podría ser explotado por las economías de América Latina. El esperado surgimiento de flujos de IED procedente de China durante la próxima década podría ser una importante fuente de inversión para los países de América Latina.

El mayor optimismo se deriva del hecho de que dos de los cinco países identificados en la encuesta como "gigantes emergentes" son México y Brasil. Ambos países tuvieron importantes movimientos en la escala de los más atractivos para la IED. México se movió del puesto noveno al tercero y Brasil del puesto treceavo al noveno. México y Brasil han sido reconocidos por su infraestructura atractiva, transparencia y acceso al mercado de exportaciones. Ambos países tuvieron puntajes altos dados por empresarios manufactureros. Obtuvieron el puntaje siguiente al de China y Estados Unidos como destinos atractivos para ese tipo de inversionistas. No obstante, México y Brasil sufren en las áreas de educación y costos de producción con respecto a otros mercados emergentes.

Abrir la puerta a compradores de vivienda de bajos ingresos

► viene de la página 6

tales instituciones podrían ser financiados por entidades de segundo nivel, que obtengan sus fondos en condiciones preferenciales por parte de entidades multilaterales, o a través de transferencias fiscales específicas del gobierno. Asimismo, se debería permitir que los bancos que actúen en este mercado fijen sus propios márgenes de utilidad con plena libertad, si existen condiciones de competencia en el mercado hipotecario.

Otra área en la que los subsidios directos pueden ampliar el acceso al crédito hipotecario de deudores de bajos ingresos tiene que ver con los elevados costos fijos de la información, el registro y los riesgos de incumplimiento de pagos. Las experiencias recientes en Chile y México en ese campo sugieren que tiene sentido otorgar subsidios directos a los intermediarios financieros por los costos relacio-

nados con la emisión de contratos de crédito y el registro de inmuebles, así como por los costos legales relacionados con la recuperación y la subasta de viviendas de deudores hipotecarios morosos. Cuando los gobiernos empleen tales subsidios deben cerciorarse de que los mismos no disminuyan los incentivos que tienen las entidades acreedoras hipotecarias para proteger la calidad de sus carteras de crédito.



Noticias sobre nuestras redes

Instituciones Políticas, Procesos de Gestión Política y Resultados

Mayo 20–21, 2004. Cambridge, MA

Un selecto grupo de investigadores de Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela se reunieron en el Weatherhead Center for International Affairs de la Universidad de Harvard para evaluar y comparar los resultados de los proyectos de investigación de la Red de Centros de Investigación de América Latina y el Caribe sobre las instituciones políticas, los procesos de gestión política y los resultados de las políticas en sus países. Con el auspicio del Centro para Investigación Básica en las Ciencias Sociales de Harvard, el grupo intercambió información y recibió experiencia de los máximos expertos en el área de Harvard y de otras universidades de los Estados Unidos.

Preparación de Libros de Texto Básicos para las Economías de América Latina y América y el Caribe

Mayo 10, 2004. Washington, DC

La economía se enseña en América Latina mayormente con textos elaborados en países anglo parlantes. Por esta razón hay un importante nicho para producir libros de texto que puedan ser ampliamente usados tanto para enseñar en facultades de economía y en otros programas universitarios, como a nivel de secundaria para darle a los alumnos una introducción sobre los problemas regionales de los países, las instituciones y las estadísticas. Este seminario sirvió de punto de partida en

seis países Latinoamericanos: Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Uruguay y Venezuela. Se espera que los textos sean publicados a mediados del año 2005.

Red Latinoamericana de Políticas de Competencia

Segunda Reunión Anual
Junio 14–15, 2004. Washington, DC

Esta segunda reunión se enfocó en los desafíos institucionales que se presentan en la promoción, defensa, herramientas de comunicación y técnicas de competencia. El carácter de la reunión fue dado por la revisión de pares que se hizo sobre la Ley y Políticas de Compe-

tencia del Perú. Expertos en competencia de Brasil y Francia condujeron la reunión.

Red de Monitoreo de Políticas Sociales

Tercera Reunión Anual
Noviembre 22–23, 2004. Buenos Aires, Argentina

Esta reunión se centrará en los programas de bienestar social con énfasis particular sobre el impacto que estos tienen en el mercado laboral. Los expertos en el área de evaluación intercambiarán ideas con los directores de programas y los gestores de políticas de América Latina.

Una Década de Pensamiento sobre el Desarrollo

El Departamento de Investigación está celebrando su décimo aniversario con un seminario que tendrá lugar en el Auditorio Andrés Bello del Banco Interamericano de Desarrollo, el 17 de septiembre de 2004. Los invitados de honor para este evento serán: Sebastián Edwards, Nora Lustig, Guillermo Perry, Mariano Tommasi y Andrés Velasco. El Economista Jefe, Guillermo Calvo presidirá la conferencia en compañía del primer Economista Jefe que tuvo el Departamento, Ricardo Hausmann. Los actuales y anteriores asistentes de investigación del Departamento, están todos invitados a participar en la conferencia que se ha organizado alrededor de cuatro grandes temas:

- Macroeconomía
- Instituciones Fiscales
- Políticas Estructurales
- Mercados Laborales, Pobreza y Distribución del Ingreso

A las 4 de la tarde, un panel discutirá los cambios que ha sufrido el pensamiento sobre el desarrollo económico a lo largo de los últimos diez años. Este panel estará abierto al público en general. Para mayor información favor contactar a Maria Helena Melasecca, vía correo electrónico: mariame@iadb.org.