

FINANZAS URBANAS EN LATINOAMERICA DESPUES DE LA DEPRESION: LA SOLVENCIA DE LOS DEUDORES URBANOS ²

ROBERT BUCKLEY
BERTRAND RENAUD ²

ABSTRACT

The paper examines the role that urban finance can play in returning Latin America economies to stability and growth. It argues that one prominent benefit of better urban finance will be to reduce the diffuse but ultimately very regressive effects of current policies. The argument is presented in three sections. First, the paper outlines the postdepression context in which new urban finance policies must be implemented. The second section discusses what the authors consider mistaken perspectives about the nature and role of the urban sector in the economy, focusing (on the potential quality of urban assets as collateral in financing the sector and on the effect that this quality can have on the choice of policies. The final section contains proposals to eliminate the destabilizing effects of many public programs using examples from housing finance policies.

"Los sismólogos aprenden más de un gran terremoto que de muchos pequeños temblores",

B. S. Bermanke

INTRODUCCION

Es de todos conocido que Latinoamérica viene saliendo de una depresión que ha tenido efectos catastróficos sobre todas las formas de inversión pública y privada. Nunca antes la región como un todo había experimentado tasas reales de interés tan altas e inestables. Tampoco nunca estas economías habían experimentado una caída tan aguda y sostenida de los ingresos. Lo que es menos conocido, y constituye el tema de este trabajo, es que las finanzas urba-

¹ Las opiniones presentadas en este trabajo son las de sus autores y no deben ser atribuidas al Banco Mundial ni a ninguna de sus organizaciones afiliadas.

² Robert BUCKLEY es economista fiscal y Bertrand RENAUD es asesor de Financiamiento Habitacional en el Banco Mundial. Este ensayo sobre problemas urbanos actuales refleja nuestra experiencia de aprendizaje en el amplio contexto de las discusiones que tienen lugar entre profesionales de las instituciones latinoamericanas.

nas, y en particular el financiamiento habitacional, tienen un relevante papel que jugar en la recuperación de estas economías. Existen importantes relaciones entre las políticas adoptadas al interior del sistema urbano, su funcionamiento, el del resto de la economía y el del sistema financiero como un todo. Desde nuestro punto de vista, reformas en las finanzas urbanas bien pueden constituir un prerrequisito para la recuperación del crecimiento económico con estabilidad.

Existe un consenso creciente de que muchas de las políticas actuales de financiamiento urbano no son sólo insostenibles, sino que de hecho perjudiciales para la recuperación económica. Sin embargo, aún no ha surgido una visión consistente de las finanzas urbanas; más aún, algunas de las opciones de política que están emergiendo son contraproductivas. El sector urbano puede ser un catalizador de la movilización de recursos domésticos, pero esto sólo es posible si se produce un mejoramiento en la eficiencia y distribución de los actuales subsidios y se mejora la asignación de los riesgos potenciales.

Este artículo examina el papel que las finanzas urbanas pueden jugar en la recuperación del crecimiento y la estabilidad de las economías latinoamericanas. También muestra que uno de los beneficios de mejorar las finanzas urbanas será el de reducir los difusos, pero al fin de cuentas regresivos, efectos de las políticas actuales. De ahí que, tanto por su potencial de promover la confluencia entre equidad o eficiencia como por su tamaño, el sector urbano es de importancia estratégica para quienes adoptan decisiones de política económica.

El análisis es presentado en tres secciones. Primero, mediante una revisión de las extensas dimensiones de la depresión, se bosqueja el contexto de post-depresión en que las nuevas políticas de financiamiento urbano deben implementarse. En segundo lugar se discute lo que consideramos perspectivas erróneas sobre el rol del sector urbano en la economía. El enfoque se centra primero en la calidad potencial de los activos urbanos como garantía colateral del financiamiento urbano y segundo en el efecto de esta calidad potencial en la selección de políticas. Finalmente se ilustran la dirección y los componentes de los cambios que es necesario introducir en las políticas de financiamiento urbano para eliminar los efectos desestabilizadores de muchos programas públicos. Aunque los ejemplos se relacionen con políticas de financiamiento habitacional, que representan una gran parte del total del financiamiento urbano, consideramos que los beneficios de tomar en cuenta la calidad potencial de las garantías colaterales se aplican aun con mayor propiedad a las inversiones no habitacionales.

LA DEPRESION RECIENTE COMO TRASFONDO DE LAS NUEVAS POLITICAS

En términos de experiencias económicas existe una gran diversidad entre los países latinoamericanos; sin embargo, tienen en común el peso de la reciente depresión que ha afectado severamente a más del 80% de la población regional, estimada en 400 millones de personas. Mucho terreno económico se perdió durante la primera mitad de los años 80. El movimiento ascendente que había caracterizado a la Región se detuvo. Algunas economías, como las del Perú y Bolivia experimentaron una aguda declinación. Las diferencias de ingreso per

cápita entre los países latinoamericanos y los países industriales avanzados, que habían estado reduciéndose, se han profundizado. Hacia 1986 solamente Colombia, que había perdido menos que los otros países, y Brasil, que había recuperado el terreno perdido, mostraban ingresos per cápita que no eran menores que los que tenían al final de los años 70. Hacia 1987 la economía brasileña, de tanta gravitación en las cifras agregadas de la Región, comenzó a preocupar nuevamente. Como trasfondo a la discusión de nuevas políticas, analizaremos brevemente las décadas pasadas de rápido crecimiento y los principales componentes de la depresión.

Durante las décadas de rápido crecimiento, la región latinoamericana fue una de las que creció más rápidamente en el mundo. El crecimiento económico fue alimentado por las poderosas fuerzas externas de una economía mundial en expansión y una demanda razonablemente fuerte por los productos primarios, tanto petróleo como no petróleo, que constituyen cerca del 80% de las exportaciones de la Región. El flujo de recursos financieros desde los países industriales se producía con bajas tasas de interés. La primera crisis del petróleo de 1974 sólo acentuó este flujo, bajo el supuesto no discutido de que la inflación mundial alivianaría permanentemente el peso de la deuda de los países deudores. Los países exportadores de petróleo incrementaron el ingreso de capitales privados durante los años de reciclaje de dólares, cuando las tasas internacionales de interés fueron a menudo negativas en términos reales. Los préstamos de interés variable se convirtieron en la norma.

En el sector urbano los ingresos "per cápita" aumentaron considerablemente y el crecimiento de las ciudades se aceleró bajo el doble impacto del crecimiento económico y demográfico. Sin embargo, persistieron las tendencias hacia la inflación crónica y la distribución regresiva del ingreso. Con una mayor riqueza y con ciudades en crecimiento, los gobiernos de la Región se embarcaron en grandes inversiones urbanas, a menudo financiadas a través de lo que puede llamarse versiones urbanas del famoso "esquema Ponzi"³. En tanto los recursos del gobierno central siguieron creciendo y los ingresos urbanos aumentando, los ingresos corrientes de las municipalidades y los ingresos de las familias pudieron amortizar los costos de las inversiones de largo plazo, tales como vivienda e infraestructuras. El rápido crecimiento permitió pagar las deudas a un ritmo mayor que el deterioro de los activos. Pero el crecimiento se detuvo, los costos de los préstamos crecieron rápidamente y desapareció la capacidad de amortizar el costo de las inversiones urbanas a través de nuevos flujos de dinero. Sin embargo, un crecimiento más lento implica solamente que los plazos de vencimiento de los compromisos tienen que extenderse para permitir su cancelación, no significa que el valor de los compromisos exceda el valor de los activos, en gran contraste con el esquema Ponzi.

La segunda crisis del petróleo de 1979 cambió todo. Los países industriales entraron en recesión, la economía mundial se sumergió en un nuevo período de desinflación con tasas muy altas de interés real. La demanda por exportaciones latinoamericanas se redujo y se elevaron los pagos de intereses por deudas contraídas sobre préstamos con tasas variables. Una onda depre-

³ PONZI fue un financista italiano capaz de ofrecer a los inversionistas altas tasas de ganancia, mediante la utilización de fondos de los nuevos inversionistas para pagar a los primeros inversionistas tasas superiores a las realmente devengadas. Los retornos superiores a los del mercado que se pagaban con los flujos crecientes de nuevos fondos atraían nuevos inversionistas, permitiendo la continuación del esquema.

TABLA 1. ESTADÍSTICAS BÁSICAS ECONÓMICAS Y URBANAS. AMÉRICA LATINA

<i>País</i>	<i>Población (millones)</i>	<i>Población Urbana Promedio Tasa de Crecimiento (por ciento)</i>	<i>Población Urbana como porcentaje de Población Total</i>	<i>PNB Per cápita Dólares</i>	<i>PNB Per cápita Tasa anual de crecimiento (por ciento)</i>	<i>Tasas de Per cápita PNB</i>	<i>Tasa de Inflación Anual Promedio</i>	<i>Tasa de Inflación Anual Promedio</i>
	1984	1973-1984	1984	1984	1965-84	1984-1974	1973-1984	1980-1985
Argentina	30,1	2,2	84	2.230	0,3	0,86	180,8	322,7
Bolivia	6,2	3,6	43	540	0,2	N A	54,5	175,7
Brasil	132,6	4,0	72	1.720	4,6	1,14	71,4	148,9
Chile	11,8	2,4	83	1.700	-0,1	1,01	75,4	21,3
Colombia	28,4	2,9	67	1.390	3,0	1,18	23,8	22,3
Costa Rica	2,5	3,3	45	1.190	1,6	1,00	24,1	34,8
Ecuador	9,2	3,9	47	1.150	3,8	1,15	17,8	27,5
El Salvador	5,4	3,0	43	710	-0,6	0,80	11,3	14,7
Guatemala	7,7	4,1	41	1.160	2,0	N A	9,4	7,5
Haití	5,4	4,2	27	320	1,0	1,12	7,9	9,1
Honduras	4,2	5,7	39	700	0,5	0,99	8,0	6,9
México	76,8	4,0	69	2.040	2,9	1,16	31,5	60,7
Nicaragua	3,2	5,2	56	860	-1,5	N A	17,2	54,4
Panamá	2,1	3,1	50	1.980	2,6	1,15	6,7	3,2
Paraguay	3,3	3,4	41	1.240	4,4	1,48	12,9	15,8
Perú	18,2	3,6	68	1.000	-0,1	0,82	56,7	102,1
R. Dominicana	6,1	4,7	55	970	3,2	1,11	9,0	16,2
Uruguay	3	0,8	85	1.980	1,8	1,04	50,0	44,8
Venezuela	16,8	4,3	85	2.410	0,9	0,81	11,7	11,1

Fuente: World Development Report 1986. The World Bank.

International Financial Statistics Yearbook. 1986. International Monetary Fund.

siva, causada por factores externos y políticas internas, se expandió por la región. Su impacto se sintió principalmente después de 1982. Sin embargo, en Argentina la caída había comenzado en 1981, agravándose con la guerra de 1982. Luego vino el año de Bolivia, Chile y Costa Rica. Hacia 1983 Brasil, Ecuador, México, Paraguay, Perú y Venezuela se habían unido al descenso.

El impacto de la recesión mundial y la deflación sobre el sector real de Latinoamérica ha sido muy grande. Se produjo una transferencia masiva de recursos hacia el resto del mundo, acrecentada por la fuga de capitales, los que en conjunto equivalen al 25 ó 30% de las exportaciones de bienes y servicios. El repentino deterioro en los términos de intercambio, los grandes aumentos en los pagos de intereses y la fuerte caída en la producción condujeron a una rápida declinación en el Producto Interno Bruto "per cápita", estimada en aproximadamente 11% en cuatro años. Como lo muestra el cuadro 1, no todos los países permanecieron por encima de los niveles de 1974. Más aún, calculada con base en cifras de producción ajustadas según los términos de intercambio y pagos netos a los factores, la caída del ingreso per cápita fue aún mayor. Los mercados financieros domésticos experimentaron repentinamente tasas reales de interés muy altas e inestables.

El peso del ajuste ha caído principalmente en las ciudades. La caída en los ingresos ha conducido a una reducción del consumo y los ahorros. Dado que los ahorros nacionales disponibles para inversión corresponden a la diferencia entre el ahorro doméstico y los pagos netos al extranjero, la situación de la inversión empeoró. Tal como lo sugieren los cuadros 2 y 3 sobre inversiones y ahorros agregados, se ha producido en la década un deterioro progresivo de los activos urbanos, sean éstos viviendas, sistemas de agua potable y alcantarillado, centros comunitarios, carreteras, líneas de ferrocarriles o puertas.

Intensos esfuerzos analíticos y extraordinarias energías administrativas han sido empleados en ajustar las políticas públicas y los sistemas financieros a esta difícil situación. Tres grandes lecciones han sido dolorosamente aprendidas durante los años 80 por los agentes decisionales de todo el mundo. Estas tres lecciones son directa y completamente aplicables a las finanzas urbanas. Este hecho motiva nuestro interés por explorar más sistemáticamente las características financieras de la inversión urbana.

a) Primero, el grado de incertidumbre y riesgo en las inversiones, sean éstas públicas o privadas, no puede nunca ser ignorado. Basados en la confianza generada por casi tres décadas de continuo crecimiento del ingreso, los agentes decisionales olvidaron progresivamente la incertidumbre, la inestabilidad y la especulación, componentes permanentes del comportamiento humano que claramente no habían desaparecido. En el sector urbano, el rápido crecimiento de las ciudades, y de los correspondientes ingresos urbanos, condujo también a desestimar la incertidumbre en el financiamiento del acervo de capital urbano. El olvido de estos riesgos a menudo condujo a los diferentes inversionistas en capital urbano, tanto entidades provinciales o locales, como familias, a financiar este acervo con estructuras financieras poco diversificadas y/o fuertemente subvencionadas. Esta estructura ha exacerbado la magnitud de la crisis económica⁴.

⁴ Esta lección ha sido aprendida también en Europa. Un analista francés, conocido por su apoyo a políticas sociales activas, declaró recientemente que: "...El comportamiento

b) Segundo, los ahorros domésticos y la frugalidad individual continúan siendo la columna vertebral de la generación de capital y continuarán determinando el crecimiento de largo plazo⁵. La rápida integración de los mercados mundiales de capitales puede proveer el capital necesario para aprovechar las ganancias potenciales del intercambio. Sin embargo, el ahorro externo no es un sustituto permanente del ahorro interno, solamente incrementa estos últimos. Por otro lado, un vibrante mercado de ahorro doméstico requiere de un sistema financiero en el cual la rentabilidad del capital no sea amenazada por condonaciones ex post de los costos de otros instrumentos financieros, tales como los de deuda de inversionistas en capital urbano, i.e. prestatarios familiares o municipales.

c) Finalmente, ha quedado claro que algunas importantes distorsiones de los mercados y desigualdades sociales son más el resultado de intervenciones gubernamentales inapropiadas y desmedidas (que aumentan innecesariamente los riesgos de las inversiones urbanas) que el resultado de "deficiencias de los mercados". En tales casos cabe preguntarse, ¿cuál es el mérito de políticas basadas en objetivos socialmente generosos, pero premisas económicas erradas?

CALIDAD COLATERAL EN LAS FINANZAS URBANAS: ¿LAS POLÍTICAS ACTUALES INCREMENTAN EL RIESGO DE LOS BUENOS ACTIVOS URBANOS?

La preocupación principal de este artículo es que el análisis de las políticas urbanas ha sufrido de una gran estrechez de miras al no hacer uso de la información más útil para comparar inversiones en medio de la crisis de la deuda. En particular, y tomando en cuenta tanto la naturaleza del proceso presupuestario y las prácticas habituales de contabilidad nacional como el proceso de definición de políticas en el sector urbano, surgen tres problemas: no se toman en cuenta las características financieras del acervo de capital urbano; no se evalúa el riesgo financiero a que quedan expuestos los gobiernos como resultado de los programas de sus agencias, y finalmente, los objetivos del ahorro y de la cartera implícita de enriquecimiento de las familias son ignorados y a menudo dislocados con grandes y encubiertas transferencias a través de la economía.

Los análisis de las políticas urbanas requieren conceptualizar el acervo de capital urbano como bienes de capital con tasas potencialmente altas de retorno, especialmente después de ajustes por riesgos. Debe también ser visto

monetario no es ni de derecha o izquierda: simplemente existe y siempre toma revancha de aquellos que lo ignoran, como lo muestra la historia...". ("... Les comportements monétaires ne sont ni de gauche, ni de droite: simplement ils existent et prennent toujours leur revanche, l'histoire le montre sur ceux qui tendent à les ignorer. Thomas LEFRANC, *"L'imposture monétaire"*, Paris, Anthropos, 1981; citado en Alain PRATE, *"La France et sa monnaie"*, Paris, Juillard, 1987.

⁵ En su clase magistral de recepción del premio Nobel en 1955, Franco MODIGLIANI describió cómo hubo un "breve pero influyente" período en la década de los años 30, cuando "...los ahorros fueron vistos con sospecha, como potencialmente perjudiciales para la economía y el bienestar social...". Esta visión analítica se transformó progresivamente en la política y electoralmente muy conveniente regla, según la cual el sobregasto público es generalmente más seguro que el subgasto. (Ver Modigliani, 1986).

como un capital que en la actualidad es financiado con contratos inflexibles y regulaciones restrictivas que impiden a los inversionistas recobrar las deudas contraídas por los diferentes deudores urbanos ⁶.

TABLA 2. AHORRO E INVERSION EN AMERICA LATINA, 1950-1983
(Porcentajes)

<i>Período</i>	<i>Ahorros brutos vs. Ingreso bruto</i>	<i>Inversión bruta vs. Producto Nacional Bruto PNB</i>	<i>Consumo Privado vs. PNB</i>	<i>Consumo Público vs. PNB</i>	<i>Ahorro Externo</i>	<i>Pagos al Exterior vs. PNB</i>	<i>Variación de los Términos de Inter- cambio vs. PNB</i>
1950	17,9	18,0					
1955	19,4	20,1					
1960-72	20,1	20,9	68,3	10,5	1,4	1,0	-0,0
1973-81	20,2	23,4	65,4	11,1	3,7	2,2	0,0
1982	15,2	20,1	66,0	11,6	4,8	5,0	-2,4
1983	15,3	16,2	65,5	12,0	1,6	4,6	-2,8
1984	16,1	16,1	65,0	11,9	0,8	5,0	-2,7
1985	15,9	16,3	65,2	11,7	0,9	4,5	-3,3

Calculado en precios constantes de 1970 para el período 1950-1972, y a precios constantes de 1980 para el período 1973-1985.

- a) Las relaciones de ahorro externo, pagos al exterior y variación de los términos de intercambio excluyen Venezuela.
b) Variaciones comparadas con 1970 para el período 1960-72.
Variaciones comparadas con 1980 para el período 1973-85.

Fuente: Publicada con autorización del Dr. J. P. Arellano.

TABLA 3. TASAS DE AHORRO POR PAISES, 1971-1985. AHORRO COMO PORCENTAJE DEL INGRESO NACIONAL

<i>Países</i>	<i>1971-1980</i>	<i>1980</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>
Argentina	21,7	19,6	15,6	14,9	13,6	11,4	10,8
Bolivia	17,9	13,6	7,6	8,7	6,6	5,2	2,5
Brasil	17,5	17,4	16,2	13,1	13,8	16,1	16,6
Chile	11,3	13,7	8,0	0,3	3,1	4,9	7,0
Colombia	17,2	18,1	15,2	13,4	12,2	14,9	12,8
Costa Rica	12,4	12,9	8,7	7,6	10,3	12,7	13,0
Ecuador	19,9	20,4	13,4	14,1	15,9	14,7	16,0
El Salvador	14,9	13,2	5,2	5,1	4,1	5,2	1,5
Guatemala	16,6	13,8	11,5	10,3	9,9	8,3	10,8
Haití	10,2	9,3	4,4	7,9	8,0	8,4	7,9
Honduras	10,4	12,9	9,6	3,6	4,0	4,9	6,2
México	20,7	23,7	23,5	18,4	19,9	19,7	19,9
Nicaragua	7,1	-6,9	-0,3	-2,5	-1,7	-3,7	-9,9
Panamá	23,3	21,7	23,7	20,0	22,5	16,1	18,9
Paraguay	1,7	22,5	23,3	18,4	16,4	13,0	16,8
Perú	25,5	31,1	27,5	25,2	17,1	18,2	14,9
Rep. Dominicana	17,5	14,7	15,8	13,4	13,5	16,4	14,4
Uruguay	9,6	10,2	11,6	11,7	8,8	7,2	6,5
Venezuela	29,9	32,7	31,1	20,8	20,8	28,0	22,9

Fuente: Calculado con base en datos no publicados de la División de Estadísticas de CEPAL. Tasas de ahorro derivadas de datos en precios constantes de 1980, publicada con autorización del Dr. J. P. Arellano.

⁶ Más adelante se presentan ejemplos específicos de restricciones de cartera. Cabe hacer notar que una de las peores restricciones de cartera sobre las inversiones urbanas es la ambigüedad de los contratos entre prestamistas e inversionistas urbanos.

Los conceptos financieros de riesgo y colateral aplicados a las políticas urbanas pueden cambiar significativamente las perspectivas macroeconómicas de la contribución que las inversiones urbanas pueden hacer a la restauración del crecimiento y la estabilidad económica. Comparaciones entre programas, realizadas dentro de un contexto de "cartera de inversiones", pueden ayudar a determinar cuándo, cómo y dónde puede darse una desinversión en relación a las disminuciones de riqueza asociadas a la depresión. Proponemos una explicación del porqué esta perspectiva no ha sido adoptada antes en el sector urbano. Finalmente, describimos algunos ejemplos concretos de cómo la evaluación de políticas, y las correspondientes recomendaciones de política, debería cambiar como resultado de la aplicación de esta particular perspectiva financiera a las políticas de financiamiento urbano⁷.

A. INAPLICABILIDAD DE LAS CONCEPCIONES DE FINANCIAMIENTO URBANO DEL PERÍODO DE PREDEPRESIÓN A LAS CONDICIONES DE POSTDEPRESIÓN

El problema de política en el cual estamos interesados consiste en ver cómo las relaciones entre los flujos fiscales y financieros que financian aproximadamente el 40% de la formación de capital bruto nacional dirigido a viviendas y al acervo de capital urbano son afectados y afectan a las condiciones macroeconómicas. Nuestra primera experiencia es que no es fácil inferir evidencia empírica sobre este tipo de relaciones⁸. Al igual que lo que ocurre con la mayoría de las relaciones que tienen consecuencias macroeconómicas, resulta difícil cuantificar los efectos fiscales y financieros de las políticas urbanas. Sin embargo, una mayor claridad sobre los tipos de precios y otros incentivos económicos deseables representaría un progreso.

Las crisis económicas experimentadas por las economías latinoamericanas han redundado en la quiebra de muchos deudores y han forzado a las políticas económicas a desenvolverse en un medio ambiente de mayor riesgo; un medio en el cual las reglas para determinar el fracaso financiero se han vuelto más indulgentes. En este nuevo medio las instituciones financieras continúan otorgando préstamos a empresas cuyas deudas exceden el valor de sus activos. Actuar de otra manera podría generar problemas e impondría gratuitamente los costos de las crisis macroeconómicas sobre las empresas que más agresivamente siguen los incentivos del mercado, así como sobre aquellas empresas que los gobiernos esperan serán, en último término, generadoras de crecimiento. Sin embargo, permitir el acceso de estas empresas, esencialmente en quiebra, al mercado de capitales en circunstancias que los prestamistas privados las excluirían, implica que las políticas públicas usan reglas empíricas no fundamentadas, y no tasas de retorno ajustadas por riesgos, en sus decisiones de otorgar préstamos.

A diferencia del análisis de las decisiones respecto a prácticamente todos los otros bienes de capital, las discusiones sobre inversiones en capital urbano rara vez enfatizan los efectos de las limitaciones presupuestarias o de maximización de riqueza sobre los tipos y niveles de inversión urbana. En cambio, se han focalizado miopemente en los gastos corrientes requeridos para finan-

⁷ La perspectiva a la que se hace referencia es la teoría de las demandas contingentes desarrollada por Mack y Scholes.

⁸ Ver BUCKLEY (1987) y RENAUD (1987).

ciar este capital social bajo el supuesto de que el retorno real de las inversiones tiene que ser bajo dado que algunas familias no pueden pagar todos los costos de acceso a este capital. Este tipo de óptica conduce a la conclusión de que los gastos de capital urbano necesariamente deben ser subsidiados⁹. Dados los extremos desbalances fiscales que han acompañado a la crisis de deuda externa, y la consecuente necesidad de reducir los gastos gubernamentales, no es de extrañar que esta conclusión haya sido rechazada por los planificadores macroeconómicos.

Quizás más importante aún es el hecho de que la mayoría de las discusiones y análisis de políticas macroeconómicas de inversión, ignoran completamente las inversiones en capital urbano, asumiendo implícitamente que éstas son insensibles a las condiciones económicas¹⁰. No es una exageración argumentar que están aún por identificarse las relaciones entre los tipos de políticas de financiamiento urbano adoptadas, macropolíticas, y el nivel y tipo de inversiones que se hacen en el sector urbano. Para discutir las relaciones entre inversiones en capital urbano y macropolíticas en medio de este vacío analítico es necesario considerar, primero, el comportamiento de los inversionistas aceptados por las políticas de financiamiento urbano¹¹.

B. LAS POLÍTICAS DEBEN CONSIDERAR LA EFICIENCIA COLATERAL DE LOS ACTIVOS URBANOS

Pensamos que durante la depresión la mayoría de los deudores urbanos se convirtieron en técnicamente insolventes más por problemas de liquidez que por quiebras propiamente tales¹². Esta es una consideración importante que no ha sido tomada en cuenta al determinar las políticas más apropiadas. De hecho, la respuesta de política fue doble. Primero, tratar la insolvencia como si fuera quiebra. En vez de intentar estructurar medios de "solucionar" la insolvencia, las políticas a menudo tendieron a "eliminar" a estos actores del sistema financiero, i.e: deudores hipotecarios, gobiernos provinciales e instituciones financieras municipales. Las políticas también han intentado trasladar los costos e inconvenientes de la insolvencia, ya sea hacia quienes podrían haber consu-

⁹ Propuestas como las reseñadas han sido recientemente expuestas por Felipe Herrera, ex presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, y en los análisis preparados por el Banco Hipotecario del Uruguay, tal como fueron presentados en el decimoséptimo encuentro de ALIDE; ver PEES BOZ (1987).

¹⁰ Ver, por ejemplo, los modelos generales de equilibrio de Lance Taylor (1980) y otras aproximaciones de equilibrio general a las inversiones y su omisión del acervo de capital urbano y de las respuestas conductuales de los inversionistas urbanos.

¹¹ Las premisas de nuestro análisis son que los inversionistas urbanos crecientemente deberán adoptar decisiones en un sector urbano en el cual los residentes ya sea pagarán el costo marginal de los servicios públicos que consumen o recibirán un subsidio por este costo. Las comunidades locales a su vez pagarán precios de mercado por los insumos utilizados en la provisión de estos servicios o recibirán subsidios equivalentes a los precios de mercado de estos insumos. En otras palabras, esperamos que los bienes públicos locales podrán, al menos en principio, si no de hecho, ser provistos eficientemente.

¹² Los problemas de liquidez o insolvencia se deben a la incapacidad de servir una deuda puntualmente, en contraste con la quiebra real, la cual se caracteriza por un balance donde las deudas exceden los activos y el valor neto de la empresa es negativo. Una de las razones por las que pensamos que la mayoría de los deudores urbanos no quebraron es porque el valor de los bienes urbanos —particularmente viviendas— es considerablemente menos volátil que otras inversiones.

mido un nivel más alto de servicios en ausencia de insolvencia o, más tortuosa y regresivamente, sobre aquellos que todavía mantenían activos financieros y no activos de denominación real.

Si, como inferimos, los deudores urbanos no se encontraban en realidad en quiebra, la magnitud e ineficiencia de las transferencias de recursos del gobierno al sector aumentaron. Por ejemplo, las políticas tomaron a menudo la forma de condonación total o ajuste negativo por inflación de las deudas contraídas para financiar las inversiones urbanas. Como resultado, se incrementó tanto el ya alto nivel de subsidio del acervo de capital urbano existente como la carga implícita sobre todos los otros activos financieros usados para financiar esta condonación. Este proceso resultó en lo que denominamos "desestabilizadores fiscales automáticos", empeorando una ya mala situación fiscal: el nivel y eficiencia de las transferencias al sector cambiaron adversamente como resultado de los cambios en las condiciones económicas, más que como resultado de los cambios de política.

Además, los cambios en las reglas empíricas utilizadas para racionar el crédito en los sistemas financieros de la postdepresión directamente aumentaron la regresividad en la distribución de la riqueza. Este enfoque fue regresivo, dado que la política de tratar a las empresas que estaban en quiebra como si fueran insolventes y a los deudores urbanos insolventes como si estuvieran en quiebra, condujo a: i) tasas de interés negativas para los ahorros que permanecieron en el sistema financiero formal; ii) aumento en los precios del suelo y viviendas existentes dada la incapacidad de cobrar impuestos sobre activos de denominación real a través de cambios en las tasas de inflación, y iii) reducciones en la oferta de capital urbano al mismo tiempo que aumentaba su demanda ¹³.

Acumulativamente, estos efectos han creado incentivos que han profundizado y prolongado el rigor de las condiciones económicas. Por una parte, han desincentivado el retorno de los ahorros a los mercados de capital en los cuales se verían fuertemente gravados si las condiciones económicas se deterioraran nuevamente. Simultáneamente, han incrementado el valor del capital urbano y reducido el financiamiento disponible para hacer estas inversiones. Por otra parte, han desdibujado hasta tal punto las distinciones entre política financiera y fiscal, distinción que en ningún caso era muy precisa antes de la crisis, haciendo que actualmente sea más difícil que antes medir y controlar las intrusiones del gobierno en la economía. En resumen, han contribuido a establecer un ambiente financiero en el cual es difícil, si no imposible, para los inversionistas reaccionar correctamente frente a los riesgos inherentes a créditos específicos. Finalmente, han cargado una parte desproporcionadamente alta de los costos del ajuste sobre las familias de más bajos ingresos.

C. UNA PERSPECTIVA DE DEMANDAS CONTINGENTES EN INVERSIONES URBANAS

Nuestra hipótesis de trabajo es que la incapacidad de reconocer que para el sector urbano el problema fue la insolvencia y no la quiebra, ha sido la falla central de política en el manejo macroeconómico del financiamiento urbano.

¹³ La demanda por capital urbano responde generalmente a las tendencias de la urbanización. Tolley and Thomas (1987) muestran cómo ingresos declinantes que se originan, por ejemplo, en precios declinantes de productos, pueden fácilmente aumentar las tendencias de urbanización a pesar de las reducciones en los ingresos per cápita.

Independientemente de la validez de esta hipótesis, la perspectiva que ofrece es útil al evaluar los posibles efectos macroeconómicos de las políticas financieras urbanas. También ayuda a explicar por qué estos efectos no han recibido más atención.

Como consecuencia de las severas pérdidas que han experimentado las instituciones financieras en los últimos diez años, se ha sofisticado el análisis de minimización de pérdidas en este tipo de instituciones. Sin embargo, los progresos analíticos que han hecho factible mejorar el rigor de estos análisis sólo han sido desarrollados en los últimos años¹⁴. Su aplicación a la evaluación de estructuras financieras y de bienes no transables es aún más reciente.

La idea básica de la perspectiva de demandas contingentes es que bajo ciertas condiciones puede ser óptimo para un deudor no pagar una deuda y entrar en mora. En el caso más simple de un deudor que cuida su reputación y capacidad futura de crédito, este punto se alcanza cuando el valor de los activos (PA) cae por debajo de la cantidad adeudada (PL). La pérdida del inversionista es la diferencia entre el valor de PA y PL después de la moratoria de pagos; para el prestatario la pérdida es la diferencia entre el valor de PA antes de la moratoria de pagos y el valor de PL después de la moratoria. El riesgo de ocurrencia de este tipo de evento puede ser calculado y se puede vender un seguro para cubrir el riesgo. La prima apropiada para este tipo de seguro será igual al costo esperado de las pérdidas por mora más costos administrativos.

Los costos esperados de la mora, a su vez, son determinados por cuatro factores: la volatilidad de PA y PL; la diferencia inicial entre PA y PL; el hecho de que a menudo existen costos de transacción al adoptar la opción de entrar en mora de pagos, por ejemplo, los deudores se preocupan por su reputación crediticia y el valor que ellos le asignan, digamos un valor C, debe sumarse a PA para determinar cuándo es óptimo para el deudor optar por la mora de pagos; y finalmente, la tasa de descuento. El precio de mercado del seguro puede calcularse cuando existe información sobre estos factores.

Un análisis de demandas contingentes en inversiones urbanas presenta algunas dificultades. Primero, los riesgos asumidos por las instituciones financieras en inversiones comerciales son, en última instancia, más claros que los riesgos asumidos por los inversores en inversiones urbanas. Segundo, los aseguradores de esos riesgos (fondos reaseguradores) tienen una responsabilidad más transparente al asumirlos que la que tiene el gobierno central al asegurar la recuperación de créditos destinados a financiar obras de capital urbano. Por lo tanto, no debe causar sorpresa el que se haya dado escasa atención analítica al estudio de los efectos de las políticas de financiamiento urbano tanto sobre el comportamiento de los inversionistas urbanos como sobre el riesgo al que se expone el gobierno central.

En la perspectiva de demandas contingentes han jugado un importante rol la comprensión y evaluación del comportamiento de intermediarios financieros. También puede jugar un importante rol en ubicar las inversiones urbanas en un contexto macroeconómico más apropiado.

El análisis de demandas contingentes, aplicado a instituciones de depósito, se centra en evaluar su comportamiento como empresas maximizadoras de

¹⁴ Ver MERTON (1977).

utilidades altamente reguladas¹⁵. El foco de atención se centra en: i) la decisión de si la empresa debe cerrarse por quiebra o si se le permite continuar operando, aunque incurra en pérdidas; ii) la forma como las restricciones de cartera afectan la operación y la solvencia de la empresa, y cuáles son los costos indirectos sobre otros participantes en el mercado financiero si la empresa quebrada no es cerrada o las restricciones de cartera no son cambiadas¹⁶.

El marco analítico de las demandas contingentes, en su aplicación a las instituciones financieras, no es transferible al caso del financiamiento urbano sin examinar previamente las características de las inversiones urbanas que afectan su calidad como colateral (el valor de PA). Cuatro aspectos nos parecen importantes: la habilidad de retomar un proyecto urbano en caso de mora; la volatilidad relativa de los bienes urbanos; los costos de largo plazo a los que están expuestos los morosos urbanos, y los costos de transacción de solicitar préstamos en un ambiente de postdepresión. A continuación examinaremos estas cuatro características y su impacto sobre la selección de políticas.

1. Los proyectos urbanos no pueden "clausurarse"

Las inversiones realizadas con depósitos bancarios asegurados tienen un valor de salvataje divisible, incluso cuando este último es mucho menor que la inversión inicial. Muchas inversiones en infraestructura no pueden ser revendidas a otros usuarios cuando el deudor original no paga, así como tampoco se pueden (o deben) enfrentar fácilmente con embargos los casos en que un gran número de deudores incurre en delincuencia simultánea en el pago de sus dividendos. En consecuencia, en el caso de los bienes urbanos ocurre algo similar que con la deuda internacional, que aparentemente tiene poco valor colateral cobrable: el deudor original no puede ser reemplazado, lo cual aumenta su capacidad de negociación frente al inversionista cuando las condiciones económicas se deterioran. Esto último guarda relación con la posición de una institución de depósito asegurada con respecto a la entidad contralora de instituciones financieras.

Esta característica de capacidad de negociación sugiere que en el caso de las finanzas urbanas el gobierno no posee la misma flexibilidad que las entidades contraloras de entidades financieras en decidir la "clausura" de un proyecto. Resulta imposible "clausurar" un proyecto urbano. Sin embargo, el que los deudores urbanos tengan una fuerte capacidad negociadora no implica que necesariamente se inclinen por repudiar las deudas en los casos en que las condiciones económicas precipiten moratoria de pagos. Si así fuera, las inversiones internacionales nunca adoptarían la forma de deuda, ya que este comportamiento esperable de los beneficiarios de los créditos sería de conocimiento de los inversionistas con anterioridad a la mora de pagos. La existencia generalizada de instrumentos de deuda como los mencionados, al menos antes de 1982, sugiere que otros factores deben dominar esta característica en la determinación de la solidez del colateral, o, equivalentemente, el riesgo de crédito de las inversiones en capital urbano. Estos factores serán discutidos a continuación. Sin embargo, consideraremos primero la forma como las otras características del capital urbano afectan su calidad como colateral.

¹⁵ Ver ZAHLER (1987).

¹⁶ Ver KANE (1985) para un análisis aplicado al sistema de ahorros y préstamos de financiamiento de viviendas en los Estados Unidos de Norteamérica.

2. *El valor de los activos urbanos es menos volátil que el de otros activos*

Al comparar la estabilidad del valor de mercado de las viviendas y la tierra urbana en economías en proceso de urbanización con la estabilidad de todos los otros activos, queda claro que la primera es menor ¹⁷. Si se ignora por un momento la presión ejercida por la fuerte posición negociadora de los deudores sobre el comportamiento de mora de pagos, el valor relativamente estable del capital urbano debiera convertirlo en una de las mejores formas de colateral. Desde la perspectiva de las demandas contingentes, es uno de los activos en los cuales los deudores deberían ser menos proclives a declararse en mora (dado que PA no decrece mucho y puede incluso elevarse). De esta manera, aunque las inversiones en capital urbano no puedan liquidarse mediante la torna de posesión de los activos por parte de los inversionistas, esto no significa que tales inversiones acarreen mayor riesgo que otras. Como se discute en las secciones siguientes, la política que se adopte en relación a habilitar al gobierno, ya sea para recuperar esas deudas o adoptar medidas que respondan por las obligaciones contingentes de las deudas, puede tener un efecto enorme sobre el nivel de riesgo de todas las inversiones financieras de la economía.

3. *Los costos indirectos de largo plazo del no pago son altos para los morosos urbanos, pero han sido eliminados por las políticas públicas*

En una economía en normal funcionamiento, los costos indirectos de la mora de pagos son significativos. En la medida en que los deudores necesiten solicitar nuevos créditos y se mantenga un registro de su comportamiento pasado, la imposibilidad de "clausurar" proyectos urbanos es más que compensada por estos costos indirectos. Si las políticas públicas transfieren estos costos a otros actores en el sistema económico, como ha sucedido, los incentivos para entrar en mora de pagos aumentan. Como consecuencia, las inversiones urbanas se tornan riesgosas en vez de constituir una fuente de seguridad en un ambiente financiero hostil (PA decrece para el inversionista, forzándolo a reducir PL). El financiamiento será más costoso y se reducirá en cantidad, pudiendo incluso desaparecer.

Numerosos estudios sobre el comportamiento de morosos en préstamos hipotecarios de vivienda en los Estados Unidos muestran el importante rol que juegan los costos indirectos en la decisión individual de entrar en mora de pagos¹⁸. Un análisis similar ha sido ampliado al comportamiento de los instrumentos de deuda internacional, concluyendo que en el caso de los créditos con garantías independientes los costos indirectos de la mora en los pagos son determinantes para el deudor¹⁹. En ambos casos los costos futuros en que se incurriría como resultado de la cesación de pagos juegan un rol determinante de la decisión de entrar en mora. El primero de estos costos es la exclusión

¹⁷ Para algunas estimaciones empíricas, Ver IBBOTSON y SIEGEL (1983). Los resultados, sin embargo, son relativamente intuitivos. Las viviendas, como activos, se encuentran en demanda creciente, dado que prestan un servicio de uso muy generalizado. Los cambios en los precios relativos tienen menos implicaciones para la demanda de viviendas que para activos muy especializados. Más aún, dicha demanda no es alterada por cambios en las tasas de inflación.

¹⁸ Ver FOSTER y VAN ORDER (1984), CUNNINGHAM y HENDERSHOTT (1984).

¹⁹ Ver GROSSMAN y VAN HUYCK (1985).

de los mercados de capitales por parte de los inversionistas, o los mayores costos de endeudamiento necesarios para compensar a los inversionistas por los mayores riesgos asociados a deudores con un historial de moras, particularmente si éstas son percibidas por los inversionistas como innecesarias y evitables.

4. *Los costos financieros de la postdepresión son elevados*

Diversos estudios sobre la depresión de los años 1930-33 en los Estados Unidos han demostrado que el desempeño de la economía y la velocidad de recuperación macroeconómica fueron perjudicados por el deterioro de los servicios financieros, en particular de intermediación crediticia. El costo de la intermediación crediticia, vale decir, "... el costo de canalizar recursos desde los ahorrantes o inversionistas hacia buenos deudores...", aumentó significativamente a raíz de la incapacidad del sistema bancario de diferenciar entre buenos y malos deudores y de evaluar eficientemente el colateral de los créditos. Lo esencial para reducir los costos de intermediación crediticia es "...la combinación de colateral y contratos de créditos simples..."²⁰. Además de transferir los costos de la mora a otras partes del sistema financiero, muchas veces las bien intencionadas políticas urbanas de rechazo de créditos remueven del sistema financiero activos urbanos que son los que más pueden contribuir a la necesaria reducción de los costos de intermediación crediticia. Históricamente, los activos habitacionales han jugado un importante rol como colateral para créditos a pequeñas empresas.

5. *¿Dónde debe centrarse la política de postdepresión: en los activos urbanos o en el sector social?*

Una de las preocupaciones centrales del análisis de instituciones financieras radica en el efecto de las restricciones de cartera sobre el valor neto de la empresa, y cómo esta cantidad afecta el comportamiento de la empresa y es a su vez afectada por cambios en las regulaciones de cartera. Para inversiones urbanas, la mayoría de las cuales son subsidiadas, este tipo de análisis rara vez se hace. El raciocinio que se sigue es directo: si, a raíz de cambios en las circunstancias macroeconómicas, los costos de financiar bienes ya subsidiados aumentan, ¿cómo es posible reducir los subsidios sin provocar malestar social o una distribución más regresiva del ingreso?

Desafortunadamente, este razonamiento no sólo es defectuoso, Sino que además desvía la atención de aquellos aspectos de las políticas financieras urbanas que pueden ser más productivos. Reiterando nuestro argumento, los deudores urbanos son más proclives que el común de los deudores a entrar solamente en insolvencia porque, en circunstancias de rápida urbanización, las inversiones urbanas constituyen uno de los activos de menor riesgo en la economía (desde el punto de vista de valuación de activos). En circunstancias que existan mecanismos eficientes de información sobre la solvencia de deudores potenciales y de que la legislación sobre embargo funcione adecuadamente, la moratoria de pagos no será la opción predilecta de los deudores cuando las condiciones económicas se deterioren. Más aún, bajo estas condiciones el capital urbano muy probablemente mantendrá su valor real. En consecuencia, la mayoría de los deudores preferirá entrar en moratoria de pagos en otras deudas antes de hacerlo en inversiones urbanas. Probablemente será

²⁰ Ver BERNANKE (1983).

la insolvencia antes que quiebra el problema principal en el sector urbano. Si, por el contrario, políticas públicas socialmente bien intencionadas incentivan la moratoria de pagos de un número significativo de deudores, se acelerará la caída de la economía como resultado de la caída en el valor colateral de las inversiones urbanas desencadenado indirectamente por estas políticas. En este caso, grandes cantidades de deudores entrarán en quiebra, sin mencionar el alza de los costos de intermediación crediticia. La declinación del valor agregado de los activos urbanos será proporcional al valor de las deudas en mora.

Si el argumento anterior es acertado, debería prestarse atención a la modificación de aquellas restricciones de cartera que generan la condición de insolvencia temporal de los deudores, en lugar de condonar los préstamos considerados en quiebra. En otras palabras, sugerimos que se preste atención a una de las tres opciones siguientes: i) renegociar los préstamos pendientes, de modo de lograr un mayor nivel de recuperación a largo plazo y evitar el rápido crecimiento del nivel de subsidios unitarios cuando se deterioran las condiciones económicas; ii) desarrollar mecanismos financieros mediante los cuales el gobierno o los deudores, antes que otros propietarios de activos, puedan asegurar el riesgo macroeconómico que conduce a la moratoria en las deudas; iii) evaluar con mayor cuidado los costos económicos generados por las reglas empíricas que niegan acceso al crédito a demandantes relativamente seguros y al mismo tiempo otorgan acceso a éste a demandantes más riesgosos. Todas estas medidas disminuirán significativamente, o al menos harán evidentes, los costos indirectos generados por los cambios en el ambiente financiero producto de las políticas públicas relativas a fracasos financieros.

Más aún, incluso en el caso de que el argumento anterior no fuese cierto y sea la quiebra y no la insolvencia lo que caracterice a la mayor parte de los inversionistas urbanos, la aproximación a las finanzas urbanas desde una perspectiva basada en los activos sigue siendo de importancia en el diseño de políticas urbanas. Dicha aproximación clarifica las cruciales interrelaciones que existen entre los mecanismos de inversión del sector urbano y aquellos de la economía en su totalidad.

6. *Ejemplos de análisis de demandas contingentes en finanzas urbanas*

Al seleccionar ejemplos de problemas de política en finanzas urbanas, cuatro áreas emergen en América Latina: i) los problemas de indexación hipotecaria; ii) la estructura de los subsidios en situaciones inflacionarias; iii) el uso de impuestos sobre los salarios para generar forzosamente ahorros para viviendas y otras inversiones urbanas; iv) el comportamiento de instituciones financieras provinciales en economías en las cuales los gobiernos subnacionales han perdido, en períodos relativamente cortos de tiempo, una proporción significativa de sus fuentes tradicionales de financiamiento.

De estas cuatro áreas de política se analizarán en este trabajo las dos primeras: la indexación hipotecaria y la estructura de subsidios. Los esquemas de indexación hipotecaria en uso en Brasil, Argentina, México y otros países de América Latina se basan en índices de flujo monetario de corto plazo y no en el producto de los activos financiados o, en general, en el rendimiento de la cartera de inversiones. En otras palabras, estos esquemas de financiamiento no derivan de la voluntad de los deudores de pagar por los activos en el largo plazo, sino de nociones arbitrarias sobre la capacidad de pago de las familias. ¿Se beneficiarán los sistemas de financiamiento habitacional de basarse

en la eficiencia colateral de los proyectos? ¿El uso de esta perspectiva les permitirá expandirse? Los esquemas de subsidio, al igual que los sistemas de indexación hipotecaria, dan énfasis a índices de capacidad de pago basados en flujos monetarios más que al rendimiento relativo de los activos financiados. El resultado de ello es que se desincentiva la movilización de recursos de las induciéndolas a contar con los subsidios, en circunstancias que a menudo estarían dispuestas a pagar. ¿Cuál es el uso más adecuado de los subsidios en la América Latina de la postdepresión?

Hemos elegido discutir políticas de financiamiento habitacional y no políticas más generales de financiamiento urbano para corporaciones o entidades locales y provinciales, por dos razones específicas. En primer lugar, resulta más fácil ilustrar cómo el análisis de demandas contingentes se aplica a las inversiones habitacionales que a los más complejos mecanismos de financiamiento de proyectos municipales. En el financiamiento habitacional la estructura del balance de los inversionistas es más transparente y el rendimiento de las inversiones más directo que en el caso de otras restricciones de cartera urbana. Segundo, este conjunto específico de proyectos urbanos es importante en sí mismo. En muchos países latinoamericanos las deudas sobre préstamos de vivienda representan una proporción muy significativa del total de activos financieros de la economía. En consecuencia, el financiamiento de viviendas representa un importante subconjunto del sector financiero como conjunto.

A. DISEÑO DE HIPOTECAS Y PREVISIÓN DE RIESGOS EN ECONOMÍAS INESTABLES

1. *Indexación antiinflacionaria de hipotecas*

En condiciones inflacionarias, el principal problema de financiamiento habitacional relativo a la capacidad de pago, radica en que la elevación de las tasas nominales de interés provoca no un incremento de los costos reales, sino su distribución a lo largo de los primeros años del préstamo. La solución obvia a este problema es diseñar un instrumento hipotecario que redistribuya los costos reales hacia los últimos años. Así, si las tasas reales de interés fueran constantes, un crédito indexado con respecto a los precios resultaría muy similar a ofrecer créditos hipotecarios a tasa fija de interés en un ambiente sin inflación. Si los pagos se ajustan según la inflación se eliminaría el riesgo generado por la incertidumbre sobre el valor de repago y los costos reales no serían desplazados hacia adelante. La indexación resolvería en este caso el problema de capacidad de pago. Para asegurar el sano desarrollo de las transacciones financieras en este tipo de economías es esencial alguna forma de indexación.

2. *Indexación hipotecaria y riesgos macroeconómicos*

Los problemas fiscales y financieros se encuentran directamente ligados a los esquemas de indexación hipotecaria actualmente en uso. Los mecanismos de indexación actualmente en uso en los mercados hipotecarios no son contratos que, permitiendo "correcciones monetarias", protejan el principal y al mismo tiempo provean retornos positivos a los inversionistas. Estos mecanismos tampoco han sido diseñados para estructurar el valor de las obligaciones con relación al comportamiento del valor de los activos financiados. Las familias han demostrado ser incapaces de cubrir los costos de estos repagos. Es necesario reconocer que la limitada capacidad de las familias para asumir todos los

riesgos asociados a la indexación de deudas hipotecarias constituye una importante restricción sobre los esquemas utilizados.

La indexación no protege de riesgos como, por ejemplo, caídas del ingreso real del 15% a 20%, o incrementos súbitos de 50% o más en las tasas reales de interés, y menos aún cuando ambos fenómenos ocurren simultáneamente. La indexación de los préstamos aumenta de hecho el riesgo de los inversionistas frente al tipo de crisis que se ha experimentado en América Latina. Frente a devaluaciones, incrementos del desempleo, congelamiento de salarios, la mayoría de las familias son incapaces de pagar deudas atadas a índices financieros. La insolvencia generalizada que acompaña a este tipo de tendencias macroeconómicas no es necesariamente la responsabilidad de los deudores.

Cuando la mayoría de los deudores no puede pagar sus deudas como consecuencia de cambios en las condiciones macroeconómicas, como ocurrió en Brasil, el problema no es financiero sino político: en particular, cuando los deudores son asalariados de ingresos medios participando en programas auspiciados por el gobierno. Las protestas desencadenadas por intentos de aumentar los dividendos mediante esquemas de indexación, como por ejemplo ocurrió en Argentina, son de hecho expresiones de opinión sobre política redistributiva. También surgen tensiones a raíz de que las familias no son las unidades económicas que tienen ventajas comparativas en el corto plazo para absorber los riesgos que emergen. Sin embargo, las familias tampoco pueden esperar ver mejorada su posición financiera como resultado de la forma como los dividendos son indexados, como se ha dado el caso.

Cuando caen los ingresos reales, los problemas de flujo de caja implícitos en algunos de los esquemas de indexación presentan enormes problemas para las familias. Estos problemas deben ser abordados mediante el diseño de los créditos y no mediante su condonación. La preocupación por la severidad de los problemas de flujo de caja no debe implicar que, en respuesta a las condiciones macroeconómicas, los índices utilizados eliminen el valor de las obligaciones hipotecarias. Por ejemplo, los incrementos anuales de los pagos podrían restringirse a aumentos más aceptables, pero acumulativos. En este caso, alzas bruscas y de corto plazo en las tasas de interés podrían enfrentarse mediante pagos escalonados a lo largo de varios años. Actualmente, en contraste, muchos de estos préstamos son de hecho condonados.

3. *Seguro hipotecario y otras formas de compartir riesgos*

Las reformas de política deben, en última instancia, reconocer que las familias y los inversionistas están preocupados por diferentes tipos de riesgos. Las primeras se preocupan por flujos monetarios, en tanto que los segundos por el valor final de los préstamos. Con base en esta dicotomía han surgido diferentes propuestas de políticas, unas dirigidas a limitar la tasa de crecimiento de los pagos hipotecarios y las otras a traspasar a terceros lo que podría llamarse los catastróficos riesgos de grandes aumentos en las tasas de interés²¹. Ninguna de estas perspectivas puede eliminar los riesgos involucrados en la indexación de préstamos hipotecarios o las presiones políticas para usar esquemas de indexación como mecanismos de subsidio. Más aún, la selección del índice "apropiado" continúa siendo un tema importante y complejo. Sin embargo, mayor

²¹ Ver KAUFMAN (1975), CAPOZZA y GAU (1984).

atención sobre los efectos que las circunstancias macroeconómicas pueden tener sobre el valor de los pagos hipotecarios conducirá a hacer más explícitos los costos de las políticas de financiamiento habitacional para los tres actores involucrados: los prestatarios, los inversionistas y el gobierno.

Una vez que se reconocen los riesgos catastróficos, nuevos diseños de política pueden limitar los riesgos asumidos por el gobierno y transferir los costos ya sea a las familias beneficiarias de los créditos o a mecanismos fiscales más eficientes con efectos menores sobre los incentivos al ahorro y la eficiencia económica. Por ejemplo, en México, Argentina y Brasil, las hipotecas se indexan con relación a los salarios. Esta política genera bajos riesgos de repago, en tanto que el índice de salarios crece en términos reales, esto es, más que la tasa de inflación. Sin embargo, cuando los salarios reales caen, este tipo de instrumento hipotecario conduce a una caída en el valor del préstamo. Cuando las tasas de interés real aumentan al mismo tiempo que los retornos de los créditos hipotecarios disminuyen, los prestatarios enfrentan severos problemas de solvencia. Permitir que estas instituciones sigan operando, en circunstancias que el valor de sus obligaciones excede con mucho el valor de sus hipotecas, es una forma como el gobierno e indirectamente otros prestatarios atraídos por las operaciones de estas instituciones técnicamente en bancarota pagan los costos de esta condonación de deudas hipotecarias. Otras formas de absorber estos costos son las tasas negativas de depósito y la inversión compulsoria de los fondos de pensiones en depósitos con capitalización real negativa.

B. CONTENCIÓN DE SUBSIDIOS Y ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

En muchos países los subsidios por unidad habitacional son muy elevados, llegando a exceder el 80% de su valor. Al mismo tiempo, el nivel de producción de viviendas por año apenas iguala o es menor que los niveles de reposición de los activos existentes. Si los subsidios por unidad de vivienda se redujeran significativamente, a la mitad o más, se podría esperar que el número de viviendas construidas se incrementaría en forma significativa. Es posible esperar, además, que los aumentos de producción de viviendas asociados a los menores subsidios unitarios podrían, a su vez, reducir los arriendos de aquellos no directamente beneficiados por los programas. Como resultado, un mayor número de familias de bajos ingresos se beneficiaría indirectamente de un mismo nivel de gasto público. Programas de subsidio dirigidos a las familias de ingresos bajos o moderados que puedan movilizar parte de sus propios recursos pueden tener un mayor impacto que aquellos orientados exclusivamente a grupos de muy bajos ingresos que, en consecuencia, requieren subsidios unitarios muy altos. Estos beneficios indirectos de los subsidios habitacionales pueden ser difíciles de medir, pero, sin embargo, pueden ser importantes.

La primera prioridad es abordar los problemas relativos a los riesgos asociados a la tasa de interés. Sin ello, el financiamiento habitacional basado en el mercado es imposible. Más aún, es a través de las regulaciones gubernamentales relativas a este riesgo que se erosionan los incentivos a la movilización de recursos. Dado que los prestatarios no pueden soportar todo el peso de tasas de interés altas y volátiles es que se requiere un componente de subsidio en los créditos hipotecarios, a no ser que las tasas de interés bajen en el período de amortización del crédito. Este subsidio debe ser medido, reducido y financiado adecuadamente.

1. *La cuantificación del subsidio*

El primer paso es identificar los costos implícitos y/o compromisos contingentes asociados a las formas actuales de enfrentar los riesgos relacionados al pago de las hipotecas²². Además de proveer una medida del subsidio u obligación contingente implícita en un crédito específico, este análisis debería también identificar quiénes, además del prestatario, están asumiendo estos riesgos o subsidios. ¿Están involucrados los ahorrantes mediante sus tasas de interés negativas, los contribuyentes, otros prestatarios y/o el gobierno?

El objetivo de este análisis no es la medición precisa de estas transferencias, sino mostrar la utilidad de técnicas presupuestarias ampliamente conocidas para la evaluación de los efectos de plazos e índices hipotecarios sobre el valor esperado de amortización de diferentes instrumentos bajo distintos ambientes macroeconómicos. Esta evaluación extendería el alcance de la disciplina presupuestaria gubernamental a las instituciones financieras que efectivamente definen las políticas fiscales en materias habitacionales. Sin embargo el gobierno, junto con introducir la disciplina de medir los niveles reales de subsidio, debería asumir la responsabilidad de pagar la parte de los créditos no amortizados por las familias, como resultado de que las circunstancias macroeconómicas dejaron el valor presente de los créditos por debajo de los mantos prestados.

El reconocimiento explícito y la consecuente toma de responsabilidad por parte del gobierno de las reducciones en el valor de las amortizaciones de créditos hipotecarios cumple dos objetivos. Primero, evitará que los gobiernos continúen desviando estos riesgos de los prestatarios; éstos pueden y deben asumir una proporción mayor de estos riesgos. Segundo, dará seguridad a los propietarios de activos financieros de que las políticas económicas no les transferirán mayores costos cuando las circunstancias macroeconómicas impidan a las familias amortizar completamente sus deudas hipotecarias.

2. *La reducción del subsidio*

Como segundo paso debería prestarse atención a la identificación de formas más "razonables" de compartir los riesgos entre el gobierno, las familias y las instituciones financieras. Existen diversas formas de mejorar la distribución de estos riesgos. Resalta entre éstas el diseño cuidadoso de instrumentos hipotecarios que permitan, a las familias que puedan y quieran hacerlo, contratar un seguro o pagar un canon adicional para protegerse de estos riesgos. Puede darse el caso de que sea el gobierno el único agente capaz de proveer esa protección. Incluso si ése es el caso, deberían tomarse medidas que garanticen que los costos de este programa sean cubiertos por fuentes específicas, ya sea pagos hechos por las familias o impuestos. Este puede ser un uso más eficiente de los recursos tributarios que los programas actuales.

²² En el caso de los créditos hipotecarios indexados, si las expectativas de pago oportuno de los préstamos ligados a un índice salarial son equivalentes a un valor de 50 centavos por cada dólar, el subsidio "ex-ante" es de un 50%. El monto del subsidio "ex-post" dependerá de si estas expectativas se materializaron o no. En economías altamente reguladas resulta difícil determinar las expectativas y, consecuentemente, el nivel de subsidio correspondiente. Como resultado, es difícil medir con precisión estos subsidios o impuestos. En todo caso, independientemente de la dificultad de medirlo, el tamaño de estas transferencias implícitas es muchas veces muy grande. Por ejemplo, se incurre en una obligación contingente cuando los pagos están indexados a los salarios y éstos bajan.

3. *Fuentes de financiamiento para los subsidios*

El tercer paso consiste en la selección de los métodos específicos de obtención de recursos para afrontar los pagos contingentes o anticipados que no han sido directamente asignados a los prestatarios o a los inversionistas. En circunstancias de inestabilidad económica no es razonable esperar que este tipo de esquemas se autofinancie en el corto plazo. Sin embargo, es razonable concluir que estos programas redundarán en que los gobiernos asumirán un riesgo menor u otorgarán subsidios menores que los que implícitamente están otorgando en la actualidad. La mayoría de los países cobran en la actualidad impuestos orientados a financiar viviendas. El destinar estos ingresos a generar reservas de seguros sería un uso más eficiente de los recursos que su uso actual, sustituyendo deudas y ahorros de las familias mediante programas de subsidio mal dirigidos.

C. VIVIENDA Y TRES ÁREAS CLAVES DE POLÍTICA DE FINANCIAMIENTO URBANO

1. *Recuperación de recursos por parte de prestamistas públicos*

En la actualidad, los créditos hipotecarios a menudo provienen casi exclusivamente de programas públicos. De allí que una selección más cuidadosa de los beneficiarios, una medición más precisa y un control más ajustado de los niveles de subsidio por unidad habitacional son esenciales para reducir las ineficiencias de las políticas actuales de financiamiento urbano y sus efectos adversos sobre la movilización de recursos. Este objetivo no tiene los efectos negativos que aparenta tener a primera vista, por cuanto no requiere (aunque muchas veces sería deseable) una reducción inmediata de los recursos públicos destinados a vivienda. Sus objetivos principales son: i) identificar más precisamente los subsidios que en la actualidad no son cuantificados en los presupuestos públicos y reducir algunas de las ineficiencias implícitas en los programas actuales.

Además de hacer las viviendas más accesibles a más familias, los subsidios pueden diseñarse de manera que se beneficien del hecho de que, como activos, las viviendas continúan siendo una forma atractiva de acumular riqueza en estas economías. La recuperación de la credibilidad de los activos financieros no se logrará rápidamente en economías donde los costos de endeudamiento han superado el 20%, mientras que simultáneamente las ganancias reales de los depósitos han sido negativas. Consecuentemente, puede esperarse que los beneficiarios movilicen algunos recursos para acceder a una vivienda, lo cual puede ser incentivado a través del diseño de la estructura de los subsidios. Al mismo tiempo, la vivienda subsidiada debe entregarse en forma tal que permita a las familias el uso de ahorros futuros y posiblemente mano de obra para invertir en ella. Una estructura diferente de subsidios puede, además de estimular la movilización de recursos, permitir que se incremente la producción de viviendas subsidiadas.

2. *El rol del financiamiento habitacional en la restauración de la estabilidad económica*

En economías inestables, la habilidad de ofrecer ganancias positivas y estables a los inversionistas es esencial para revertir la fuga de capitales desde los intermediarios financieros formales. Políticas de financiamiento habitacional

correctamente estructuradas deben ser percibidas simultáneamente como vías de generar activos en el mercado de viviendas y de reducir los riesgos generados por las disrupciones en la economía. En la actualidad, el sistema financiero de economías inestables estimula la adopción de riesgos financieros cuando se observa que las tasas reales de interés alcanzan los altos niveles observados en el pasado reciente. En este tipo de medio ambiente los únicos demandantes de créditos son aquellos que tienen que continuar endeudándose para no declararse en quiebra o aquellos que "apuestan" a la condonación de deudas por parte del gobierno²³.

Un subsidio diseñado para maximizar la contribución de las familias al financiamiento de cada unidad habitacional producida beneficiaría tanto al mercado de viviendas como al sistema financiero. En medios ambientes financieros inestables el sistema financiero ha funcionado más como una lotería que como un instrumento de canalización de recursos hacia inversiones con altas tasas de retorno. La inversión en vivienda no ofrece una de las tasas de retorno más altas de la economía, pero sí ofrece uno de los activos más seguros y en muchas economías además ofrece un retorno alto a la inversión. En consecuencia, la vivienda ofrece bases más seguras en las cuales fundar la intermediación financiera que muchas inversiones alternativas por las cuales los prestatarios están dispuestos a pagar tasas muy altas²⁴.

3. *Impacto social de las reformas del financiamiento habitacional*

Las reformas de política que se focalizan en las relaciones macroeconómicas y financieras no subordinan las necesidades habitacionales de los más desposeídos a la austeridad fiscal, como aparentan hacerlo las recomendaciones para enfrentar el problema en economías inestables. Su propósito es obtener el máximo beneficio social en un ambiente de recursos decrecientes mediante tres modalidades. Primero, las familias jóvenes de ingresos moderados o bajos son las que más se benefician de la restauración del crecimiento económico. Segundo, los sistemas de financiamiento habitacional diseñados para ayudar a estas familias son los que están en la actualidad contribuyendo a los desequilibrios económicos; esto se puede contrarrestar modificando la forma y no el nivel de asistencia previsto. Si se producen más casas con el mismo volumen de subsidios, se mejorarán las condiciones económicas globales de los más pobres. Finalmente, el alivio inmediato de las necesidades de los más pobres se consigue mejor mediante programas que no requieren propiedad sobre inversiones de largo plazo.

Por ejemplo, entre 1980 y 1985, en el Gran Buenos Aires el valor de los arriendos casi se duplicó y el número de hogares con más de una familia aumentó significativamente²⁵. En el mismo período el gobierno gastó anualmente entre el uno y el dos por ciento del producto geográfico bruto en subsidios habitacionales. Sin embargo, la producción de viviendas fue insuficiente para

²³ Para una discusión sobre endeudamiento bajo presión en Argentina, ver PETREL and TYBOUTS (1984), y CORBO y MELO (1985).

²⁴ Las reformas del financiamiento habitacional en Chile, posteriores a la depresión de 1982, se realizaron sobre la base de la calidad de las hipotecas como uno de los pocos activos confiables restantes. Este es también el origen del sistema de financiamiento habitacional estadounidense posterior a la Gran Depresión. Ver BERNANKE (1983).

²⁵ Fuente: Secretaría de Vivienda, Argentina, 1986.

reponer la depreciación del capital de viviendas, y la oferta de arriendos se contrajo la mayor parte del tiempo. Estos altos niveles de subsidio representan un importante compromiso del gobierno con el sector vivienda; sin embargo, estos gastos claramente no resolvieron los problemas habitacionales de los pobres. Más aún, como los recursos empleados para financiar estos subsidios provenían de impuestos indirectos sobre los propietarios de otros activos, contribuyeron a generar el ambiente económico que causó el deterioro del mercado habitacional.

5. *Conclusión*

Nuestro análisis se ha propuesto mostrar que el fomento de sistemas de financiamiento urbano equilibrados trae cinco beneficios principales:

a) *Beneficios urbanos y habitacionales.* Mejoras en el financiamiento habitacional claramente aumentarán la eficiencia y estabilidad de las inversiones urbanas y en vivienda. Como es bien conocido, la disponibilidad de financiamiento es un factor crítico en proyectos de desarrollo urbano. Las marcadas diferencias en la calidad del medio físico que es posible observar entre vecindarios de una misma ciudad reflejan esta presencia o ausencia de financiamiento.

b) *Beneficios para el sector financiero.* En momentos en que las condiciones económicas han sido más inciertas, la estabilidad del sistema financiero en su totalidad se vería robustecida si las instituciones financieras pudieran diversificar eficientemente su cartera de inversiones hacia viviendas y capital urbano, que constituyen uno de los activos más seguros y menos riesgosos de la economía.

c) *Ahorro familiar y movilización de recursos domésticos.* Mejores sistemas de financiamiento habitacional estimularán la complementariedad dinámica entre la acumulación de ahorros financieros e inversiones futuras en lo que constituye el activo de mayor cuantía de gran parte de las familias. La acumulación de ahorros en forma de depósitos y no de activos físicos permitirá la reanudación de la actividad financiera recientemente interrumpida por la inflación y permitirá la asignación más eficiente de los ahorros en toda la economía. Juntamente con la caída reciente de los ingresos "per cápita", las formas actuales y niveles de ahorro financiero de las familias son claros signos de la baja credibilidad e inadecuación de los sistemas financieros de muchos países.

d) *Beneficios sociales.* El mejoramiento de los sistemas financieros urbanos acarrea beneficios sociales directos e indirectos para los pobres. Los beneficios directos surgen del hecho que mejores sistemas de financiamiento basados en el mercado para la mayoría que puede pagar parte del costo de las viviendas, liberará recursos públicos para ayudar a los grupos más pobres que en la actualidad están relegados al final de la lista de beneficiarios. Indirectamente, una oferta más abundante y eficiente de viviendas estabilizará el mercado de arriendos favoreciendo a los más pobres.

e) *Beneficios fiscales.* Desde el punto de vista del manejo macroeconómico existen beneficios fiscales importantes que surgen de reformar los sistemas de financiamiento urbano y de vivienda como parte de los ajustes estructurales necesarios. Las transferencias de recursos involucrados en las prácticas de financiamiento hipotecario son a menudo erráticas y muy voluminosas. Estas transferencias, operadas a través de los sistemas de financiamiento,

son mucho más ineficientes que las transferencias hechas a través del gasto público directo; además quedan casi siempre sin medir, ya que constituyen un impuesto implícito en los sistemas financieros. Existen en la actualidad presiones contables y presupuestarias para aumentar esta forma de transferencias precisamente cuando hay una mayor necesidad de liberalización financiera. En América Latina este problema de transferencias no contabilizadas es particularmente serio, porque a menudo aumentan automáticamente de tamaño a medida que las condiciones se deterioran. De hecho funcionan como desestabilizadores fiscales automáticos.

El severo golpe de la depresión ha puesto en evidencia los riesgos asociados a las prácticas de financiamiento urbano del pasado. No será hasta que los problemas del sector urbano sean tratados dentro del contexto analítico y financiero apropiados, que los desajustes urbanos que han ocurrido en América Latina serán adecuadamente comprendidos, y, más importante aún, corregidos.