

Financiamiento de la **VIVIENDA**



● ● ●
SEMINARIO

Impulsando el
financiamiento
hipotecario

● ● ●
MODELOS

Choques externos
e intervenciones
cambiarías

● ● ●
CULTURAL

Artesanos y
manufactureros
en Lima colonial



- Medidas de Seguridad
- Toque
- Mire
- Gire
- Gestión de C
- Imágenes y L



TOQUE LA TEXTURA DEL PAPEL Y SIENTA LAS TINTAS EN RELIEVE

TOQUE

MIRE LA MARCA DE AGUA: ES MULTITONAL Y TRIDIMENSIONAL



MIRE



GIRE PARA VER LA IMAGEN LATENTE Y LA TINTA QUE CAMBIA DE COLOR

GIRE





Sumario

MONEDA

Junio 2009



MONEDA
es una publicación
del Banco Central de
Reserva del Perú
www.bcrp.gob.pe

PRESIDENTE JULIO VELARDE FLORES /
VICEPRESIDENTE CARLOS RAFFO DASSO
/ **DIRECTORIO** BEATRIZ BOZA DIBOS, JOSÉ
CHLIMPER ACKERMAN, ALFONSO LÓPEZ CHAU,
MARTHA RODRÍGUEZ SALAS, ABEL SALINAS
IZAGUIRRE, / **GERENTE GENERAL** RENZO
ROSSINI MIÑÁN / **EDITOR DE LA REVISTA**
JOSÉ ROCCA ESPINOZA.

CARÁTULA ESCALERA LA CASA NACIONAL DE MONEDA

ISSN (impreso): 1991 - 0592

ISSN (digital): 1991 - 0606

- Las opiniones vertidas en esta revista son de exclusiva responsabilidad de los autores.
- Jirón Miró Quesada 441-445, Lima Teléfono: 613 2061

4 VIVIENDA: NUEVOS ESQUEMAS DE FINANCIAMIENTO

RENZO ROSSINI

Se sugiere estudiar mecanismos alternativos de financiamiento hipotecario. El acceso a la vivienda es un medio importante de movilidad social y significa una mejora del bienestar de la población a lo largo del tiempo.



SEMINARIO

6 IMPULSANDO EL FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO

Se exploró la experiencia internacional en el financiamiento hipotecario, se revisó las alternativas y limitantes que tiene actualmente el sistema financiero nacional para expandir la base de créditos hipotecarios y se evaluó las propuestas conducentes a impulsar el mercado de viviendas y su financiamiento a largo plazo en moneda nacional.

7 SITUACIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN EL PERÚ

DANIEL BARCO, JORGE IBERICO Y ANDRÉS MEDINA

14 BONOS CUBIERTOS: USOS INTERNACIONALES Y SU APLICACIÓN EN EL CASO PERUANO

MICHAEL LEA

19 CASOS EXITOSOS DE FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO EN AMÉRICA LATINA

BRITT GWINNER

23 LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA EN FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO

ANA RUBIO

27 LAS ALTERNATIVAS PARA EL FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO EN EL PERÚ

FELIPE MORRIS

32 MECANISMOS ALTERNATIVOS PARA EL FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO EN EL PERÚ

RAFAEL ALCÁZAR

36 CHOQUE EXTERNOS, INTERVENCIONES CAMBIARIAS Y POLÍTICA MONETARIA: UN ANÁLISIS A PARTIR DEL MODELO MEGA-D

DAVID FLORIÁN Y CARLOS MONTORO

El MEGA-D es un modelo desarrollado en el BCRP para hacer análisis de política monetaria. Este modelo macroeconómico de equilibrio general dinámico parte del comportamiento individual de los agentes económicos para capturar las principales regularidades del ciclo económico de la economía peruana.

41 LA POLÍTICA DE SALARIOS MÍNIMOS

MARIELLE DEL VALLE

Se analizan los argumentos de las micro y pequeñas empresas (MYPES) que sostienen que en la coyuntura actual de crisis financiera externa, no serían capaces de afrontar los costos adicionales asociados a un reajuste del salario mínimo ni recuperar la inversión realizada en sus trabajadores.

47 ENCUESTA COMO INSTRUMENTO DE GESTIÓN DEL CIRCULANTE

JOSÉ LUIS PEREYRA, JORGE NEGRÓN Y JUAN MEDINA

Se muestra cómo las encuestas se han convertido en una herramienta estadística importante en la gestión del circulante porque permiten conocer directamente la percepción del público sobre la calidad y abastecimiento de numerario.

51 INDICADORES ECONÓMICOS

52 RESEÑA SOBRE "ARTESANOS Y MANUFACTUREROS EN LIMA COLONIAL" DE FRANCISCO QUIROZ

JESÚS A. COSAMALÓN AGUILAR

Este trabajo publicado por el BCRP y el IEP tiene como tema central el papel jugado en la ciudad de Lima por los artesanos y la producción de manufacturas en la economía colonial desde los inicios del período hasta fines del siglo XVIII.

54 LIBROS Y CERTÁMENES

Vivienda: NUEVOS esquemas de FINANCIAMIENTO*

RENZO ROSSINI **

Las cédulas hipotecarias fueron en los años 50 y 60 un mecanismo eficaz en el impulso del desarrollo urbano.



* Artículo publicado en Gestión el lunes 2 de marzo de 2009.
** Gerente General del BCRP

El progreso de un país se puede medir por la mejora del bienestar de una generación con respecto a la anterior, lo que se conoce como movilidad intergeneracional ascendente. Este progreso se da gracias a la acumulación de capital humano de padres e hijos y al incremento del patrimonio familiar, que sirve eventualmente para solventar los años de la jubilación y para formar una herencia. Esta movilidad puede darse también entre las personas de una misma generación –movilidad intrageneracional– que sucede cuando las familias de menores ingresos aumentan su patrimonio más rápidamente que el resto, lo cual extiende la sensación de progreso.

Un aumento importante del patrimonio de una familia ocurre cuando se alcanza la propiedad de la vivienda, lo que aumenta sustancialmente el nivel de vida de todos sus miembros, mejora que es proporcional a la calidad del inmueble y de su entorno (seguridad, transporte, ubicación y recreación, entre otros). Es por ello que el acceso a la vivienda es fundamental para la movilidad inter e intrageneracional.

Cuando hay restricciones para el financiamiento de la vivienda, las familias dependen del ahorro propio para construir su casa, proceso que puede tomar muchos años –lo que es visible en todas nuestras ciudades– y bloquear así su progreso. En cambio, el financiamiento facilita los recursos para la adquisición de una vivienda con un crédito de largo plazo y a una tasa de interés que genera cuotas mensuales asequibles, menores a un 30 por ciento de los ingresos. Una vez pagado el crédito, la familia cuenta con un mayor patrimonio, lo que permitirá acumular más activos o cambiar de casa, gracias al mismo proceso de financiamiento basado en la propiedad.

El financiamiento de la vivienda se encuentra en el centro de un proceso fundamental para la movilidad ascendente de la familia y el desarrollo del país. En los últimos años, se ha venido observando un avance en la construcción de viviendas con un promedio anual de 14 mil unidades entre 2004 y 2008 en Lima, frente a 7 mil unidades en el quinquenio previo. Hoy se puede financiar un departamento con un crédito hipotecario en soles a 15 años y con una tasa de interés de alrededor a 10 por ciento. La puesta en marcha del programa MiVivienda y la estabilidad económica han favorecido el avance de la construcción de viviendas en condiciones financieras accesibles. Sin embargo, la brecha de demanda es todavía grande –mayor a 1,5 millones de viviendas–, mientras los préstamos hipotecarios son apenas 120 mil. Los créditos hipotecarios de los bancos no aseguran, necesariamente, una tasa fija para toda la vida del préstamo y, en muchos casos, aún se entregan en dólares, que no es la moneda



con la que se paga mayoritariamente las remuneraciones en el país.

Una fórmula que puede satisfacer esta fuerte brecha de demanda, en condiciones financieras más estables, no tiene que ser buscada entre experiencias foráneas, ni sustentarse en un mayor gasto público en construcción de viviendas, porque el Perú ha tenido en su pasado no tan lejano una fórmula de mercado que funcionó y apoyó la expansión moderna de Lima de los cincuenta y sesenta. Nos referimos a la cédula hipotecaria. Con esquemas de este tipo se colocan valores en la bolsa y se consiguen los recursos para las personas que se endeudan para construir sus viviendas, con lo que la entidad financiera mantiene separada las garantías de la emisión de títulos. Este sistema predomina en Europa y ha demostrado ser más sólido que el basado en la titulación de hipotecas en Estados Unidos, que sucumbió con la crisis *sub-prime*. Con el esquema de cédulas y bonos hipotecarios se resolvería el problema de fondeo de largo plazo, dando paso al surgimiento de préstamos con tasas de interés fijas para los clientes y para los bancos que emiten los bonos.

Esta solución no requiere enmiendas legales importantes porque la Ley General del Sistema Financiero legisla sobre las cédulas, bonos y letras hipotecarias, pero es necesario un impulso inicial que demuestre su éxito, labor que podría llevar a cabo MiVivienda o las Cajas Municipales. A su vez, sería importante alcanzar un estándar para los contratos de créditos hipotecarios que facilite la gestión financiera de estos préstamos y de las operaciones que se le asocian. La vuelta de las cédulas y los bonos hipotecarios pondría en movimiento a lo que Hernando de Soto denomina “capital muerto”, ayudando a que la propiedad de las viviendas sirvan de palanca para el crecimiento del patrimonio familiar y de su movilidad económica. ■

FÓRMULA PERUANA. En el pasado tuvimos experiencias exitosas.



Impulsando el financiamiento HIPOTECARIO

El 11 de mayo último, el Banco Central de Reserva del Perú, con la colaboración del Banco Mundial, de la Corporación Financiera Internacional y del Fondo Monetario Internacional, organizó este seminario donde se exploró la experiencia internacional en el financiamiento hipotecario, se revisó las alternativas y limitantes que tiene actualmente el sistema financiero nacional para expandir la base de créditos hipotecarios y se evaluó las propuestas conducentes a impulsar el mercado de viviendas y su financiamiento a largo plazo en moneda nacional.

A manera de introducción se publica el documento entregado en dicha reunión sobre el financiamiento hipotecario en el Perú; luego las ponencias presentadas por el consultor del FMI y presidente de Cardiff Economic Consulting, Michael Lea; Britt Gwinner, consultor por la Corporación Financiera, grupo del Banco Mundial; la economista jefe de la Unidad de Análisis Sectorial del Servicio de Estudios del BBVA-España, Ana Rubio, el presidente del directorio de Interseguros; Felipe Morris y el socio del Estudio Rebaza, Alcázar, de las Casas-Abogados Financieros, Rafael Alcázar.

SITUACIÓN DEL CRÉDITO hipotecario en el Perú

DANIEL BARCO* JORGE IBERICO**
Y ANDRÉS MEDINA**

Durante los últimos años se ha observado en el Perú un notable crecimiento del crédito hipotecario. Sin embargo, su tamaño con relación al PBI es todavía pequeño (3,3 por ciento), en comparación con otros países de la región.

* Jefe del Departamento de Políticas del Sector Real del BCRP.

** Especialistas Senior en Políticas de Crecimiento Económico del BCRP.



El saldo de créditos hipotecarios otorgados por el sistema financiero a marzo de 2009 ascendió a S/. 12 387 millones, de los cuales sólo el 2 por ciento es financiado por instrumentos hipotecarios y el 18 por ciento por recursos del Fondo MiVivienda (FMV). El resto se financia con depósitos del propio sistema bancario, siendo los de más largo plazo los de la Compensación por Tiempo de Servicio, con una duración de entre cuatro y siete años, y los de inversionistas institucionales, particularmente los de los fondos de pensiones, cuya volatilidad es bastante alta. Este descalce de plazos podría ser evitado con el desarrollo de instrumentos hipotecarios.

CARACTERÍSTICAS DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN EL PERÚ

- i. El crédito hipotecario es provisto principalmente por la banca múltiple, que concentra el 95,8 por ciento del total y representa el 13,0 por ciento del total de sus colocaciones. (Cuadro 1).
- ii. Los créditos hipotecarios aún muestran un alto nivel de dolarización, aunque éste ha disminuido en los últimos tres años. (Gráfico 1). En 2008, el flujo de nuevos créditos en soles ha sido más del doble de los pactados en dólares, en consecuencia, el coeficiente de dolarización de 80 por ciento en 2007 bajó a 67 por ciento en febrero de 2009.
- iii. La banca ofrece créditos a plazos de hasta 30 años. Sin embargo, el promedio es de 13 años y, además, se suelen efectuar prepagos, que finalmente reducen la duración de los créditos a siete u ocho años. Si bien los bancos llegaron a ofrecer créditos con un ratio *loan-to-value* (monto del préstamo entre el valor del inmueble) de hasta 90 por ciento, en la actualidad esta relación es de 80 por ciento.
- iv. La tasa de morosidad de los créditos hipotecarios es 0,79 por ciento, mientras que la correspondiente al crédito total del sistema financiero es 1,71 por ciento. En este sentido, la calidad de

la cartera de los créditos hipotecarios es superior a la del promedio, lo que explica, por un lado, el dinamismo que los bancos han mostrado en esta modalidad crediticia y, por el otro, su reticencia a deshacerse de activos que confieren pocos riesgos y mejoran sus indicadores generales.

PARTICIPACIÓN DEL ESTADO

Actualmente el Estado impulsa el crédito hipotecario a través del Fondo Mi Vivienda, mediante: i) créditos a los intermediarios financieros; ii) garantías a los créditos de los programas del Fondo hasta un tercio del saldo adeudado; iii) subsidio a los deudores que cumplan con sus pagos, a través del premio al Buen Pagador, el que puede llegar a representar entre 11 y 20 por ciento del préstamo; y iv) subsidio a los deudores del programa Techo Propio, mediante la concesión del Bono Familiar Habitacional. (Cuadro 2).

A marzo de 2009, la deuda de los bancos al Fondo MiVivienda asciende a S/. 1 461 millones. El flujo mensual promedio de desembolsos a los bancos durante 2008 ascendió a S/. 13 millones, lo que representó apenas el 7 por ciento del flujo promedio mensual de crédito hipotecario total.

Recientemente, el Fondo ha reducido la tasa de sus créditos a las entidades financieras del crédito complementario a Techo Propio a 6 por ciento, en tanto que la tasa para créditos Mi Hogar es de 7,6 por ciento. Asimismo, se ha reducido la cuota inicial del programa Techo Propio de 10 por ciento a 3 por ciento del valor de la vivienda.

De otro lado, mediante Decreto Supremo N° 107-2009-EF se ha autorizado al Banco de la Nación otorgar, de manera excepcional hasta el 31 de diciembre de 2010, una línea de financiamiento de hasta S/. 1 000 millones a las empresas del sistema financiero para préstamos hipotecarios para viviendas nuevas de primer uso.

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE CRÉDITO HIPOTECARIO EN EL PERÚ

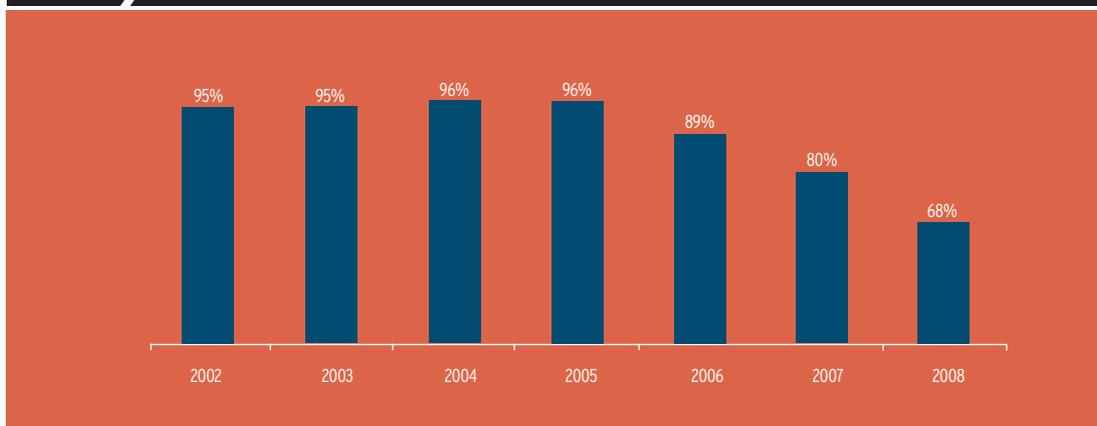
Existen requisitos que los países deberían cum-

CUADRO 1 | Crédito hipotecario del sistema financiero

Marzo 2009	Créditos hipotecarios		Dolarización (%)	Participación en el sistema financieros	Créditos hipotecarios y Créditos totales	Créditos hipotecarios y Patrimonio (N° de veces)
	Moneda nacional (mill. S/)	Moneda extranjera (mill. US\$)				
Banca Múltiple	3 870	2 531	67,4	95,8	13,0	0,99
Empresas Financieras	147	22	31,9	1,7	10,6	0,84
Cajas Municipales	69	50	69,5	1,8	3,7	0,19
Cajas Rurales	14	6	57,1	0,3	2,7	0,16
EDPYMES	13	9	68,2	0,4	3,6	0,14
TOTAL	4 114	2 617	66,8	100,0	12,0	0,89

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFPs.

GRÁFICO 1 ■ Evolución de la dolarización de créditos hipotecarios



FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFPs.

plir para lograr el crecimiento del mercado hipotecario a través de la emisión de instrumentos de financiamiento hipotecario, tales como:

- i) existencia de un mercado primario dinámico de créditos hipotecarios estandarizados;
- ii) infraestructura legal adecuada;
- iii) estándares de valoración y series estadísticas de precios de inmuebles;
- iv) demanda por títulos de largo plazo;
- v) necesidad de diversificar las fuentes de financiamiento por parte de los emisores;
- vi) una curva de rendimiento de referencia.

Respecto a estos requisitos, el Perú muestra diversos grados de cumplimiento. De un lado, se cuenta con un mercado de créditos dinámico en términos de tasas de crecimiento y con una demanda potencial apreciable, dado el déficit habitacional existente. Sin embargo, existen tres características que impedirían un desarrollo más acelerado. Primero, se parte de una base relativamente pequeña: en la actualidad, la cartera de créditos hipotecarios representa sólo el 3 por ciento del producto, en comparación al 15 por ciento de Chile y el 11 por ciento de México. (Gráfico 2). Ello permite que el crecimiento sea absorbido con relativa facilidad por las instituciones financieras a través de sus fuentes de financiamiento tradicionales.

Segundo, baja estandarización de los contratos, lo que eleva los costos de emisión de los instrumentos, debido a las dificultades de valorizar y empaquetar créditos con condiciones heterogéneas. Por ejemplo, el Fondo MiVivienda viene haciendo esfuerzos para lograr una masa crítica a través de la estandarización de los créditos, pero el saldo de los créditos MiVivienda Estandarizados (CME) alcanza, a marzo de 2009, el monto de US\$ 5,9 millones (216 créditos), mientras que el monto mínimo estimado para realizar una titulación es US\$ 12 millones (400 créditos).

Tercero, el déficit de viviendas se encuentra concentrado en familias de ingresos bajos y varia-

Se cuenta con un mercado de créditos dinámico en términos de tasas de crecimiento y con una demanda potencial apreciable, dado el déficit habitacional existente

bles, lo que dificulta su evaluación crediticia.

En cuanto a la demanda, existe interés por títulos de largo plazo por parte de los fondos de pensiones y fondos mutuos, cuyo tamaño total asciende a los US\$ 21 mil millones o 17 por ciento del PBI.

En lo referente a la legislación, la Ley de Bancos (1996), la Ley del Mercado de Valores (1996), la Ley de Títulos Valores (2000), y sus reglamentos, contemplan la emisión de diversos instrumentos hipotecarios, tales como bonos hipotecarios, letras hipotecarias, cédulas hipotecarias, títulos de créditos hipotecarios negociables (TCHN) y la titulación de activos. Sin embargo, es necesario reforzar la seguridad jurídica de los inversionistas sobre las garantías en el caso de intervención o liquidación de la institución que los emite.

Por otro lado, hay espacio para mejoras en los registros públicos y en el poder judicial. Así, se



CUADRO 2 ■ Programas de fondos de MiVivienda

Características	MiVivienda Estandarizado	Mi Hogar	Techo Propio	CRC-PBP
Modalidad	Crédito y subsidio	Crédito y subsidio	Crédito y subsidio	Garantía y subsidio
Vigencia	desde 2006	desde 2007	desde 2002	desde 2006
Recursos	MiVivienda	MiVivienda	MiVivienda / Tesoro Público	IFIs
Valor de la vivienda (en US\$)	Entre 25 UIT y 50 UIT (entre 30 mil y 59 mil)	Entre 14 UIT y 25 UIT (entre 17 mil y 30 mil)	Entre 5,5 UIT y 14 UIT (entre 6,5 mil y 17 mil)	Entre 25 UIT y 50 UIT (entre 30 mil y 59 mil)
Premio del Buen Pagador	15 % del principal hasta S/. 15 000	S/. 10 000		15 % del principal hasta S/. 15 000
Bono Familiar Habitacional			5 UIT, para viviendas entre 5 a 12 UIT 3 UIT, para viviendas entre 12 a 14 UIT	
Establecido por la IFI	Tasa de interés	Tasa de interés	Tasa de interés	Plazo, moneda, tasa de interés.

ELABORACIÓN: PROPIA

debería proceder a la creación de procedimientos expeditivos de registro en general y de registros desmaterializados, en particular para el caso de los TCHN y las titulizaciones. Asimismo, la reducción del plazo de ejecución de las garantías hipotecarias sería de suma importancia para el impulso de los instrumentos hipotecarios.

En otros países, el Estado ha apoyado la formación de un mercado de instrumentos hipotecarios, de diferentes maneras: i) mediante la creación de instituciones; ii) la provisión de garantías para los valores emitidos por las entidades del sector privado; iii) el soporte de liquidez para estos valores; y iv) el otorgamiento de incentivos para los emisores o inversionistas. En cualquier caso, esta intervención debe ser temporal y debe evitarse sustituir al sector privado desplazando su financiamiento¹.

EMISIONES DE INSTRUMENTOS HIPOTECARIOS

En los años recientes, los bancos han venido explorando alternativas de financiamiento para sus créditos hipotecarios. Así por ejemplo, entre los años 2001 y 2008, en el Perú se ha colocado un total de US\$ 85 millones de Bonos Hipotecarios: US\$ 30 millones por el Banco de Crédito en los años 2001 y 2002; US\$ 20 millones por el Interbank en los años 2004 y 2005; y US\$ 35 millones por el Banco Interamericano de Finanzas en los años 2004, 2005 y 2007.

Asimismo, en el año 2008 se ha registrado la inscripción de programas de emisión de Bonos Hipotecarios en el Registro Público del Mercado de Valores, ascendente a US\$ 110 millones

(US\$ 30 millones del Banco Interamericano de Finanzas, y US\$ 80 millones del ScotiaBank), lo que reflejaría un mayor interés en diversificar las fuentes de financiamiento por parte de los bancos.

Otro ejemplo lo constituye la titulización efectuada por el Banco Continental en diciembre de 2007. Continental Sociedad Titulizadora S.A. colocó, básicamente a AFPs y compañías de seguros, US\$ 23,7 millones de instrumentos preferentes (con garantía parcial del Banco Interamericano de Desarrollo) y US\$ 1,3 millones en instrumentos juniors. La demanda por instrumentos preferentes fue de US\$ 40 millones. La emisión estuvo respaldada por una cartera de 956 préstamos hipotecarios del Banco Continental que totalizaron US\$ 25 millones.

Por otro lado, la Sociedad Titulizadora Peruana S.A. está preparando la titulización de US\$ 40 millones de cartera hipotecaria perteneciente principalmente al Banco de Crédito e Interbank. En su capital participan tres bancos (Banco de Crédito, Interbank y Scotiabank) cuya cartera hipotecaria representa el 63 por ciento de los créditos hipotecarios del sistema financiero. Los otros dos accionistas son empresas que participan en la titulización de créditos hipotecarios en otros países: Internacional Finance Corporation-IFC, que ha tenido experiencias exitosas en México y Colombia, y Titulizadora Colombiana.

Existe también un proyecto que busca impulsar la titulización de créditos hipotecarios originados por entidades microfinancieras. Este proyecto es financiado por el Fondo Multilate-

¹ Chiquier, L., Hassler, O. y Lea, M. "Mortgage Securities in Emerging Markets", World Bank Policy Research Paper N° 3370, agosto 2004.

ral de Inversiones - FOMIN (unidad del Banco Interamericano de Desarrollo), la Federación de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito y la Asociación de Instituciones de Microfinanzas del Perú (que reúne a las Cajas Rurales, las EDPY-MES y la Financiera Edificar). El proyecto inicialmente contempla el asesoramiento técnico en el otorgamiento de créditos hipotecarios, línea de negocio que todavía es muy incipiente en estas instituciones, y el desembolso de US\$ 10 millones para financiamiento hipotecario. En una etapa posterior se buscaría establecer una entidad que titulice los créditos hipotecarios originados por las microfinancieras.

Todos estos esfuerzos son insuficientes si se quiere un desarrollo del mercado hipotecario que permita cubrir la demanda potencial de vivienda en el Perú, que actualmente tiene un déficit habitacional estimado de más de un millón de viviendas que se está incrementando a un ritmo de 100 mil viviendas por año, a pesar del crecimiento anual promedio del sector construcción en los últimos cinco años.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL: BONOS CUBIERTOS

En países con mercados hipotecarios más desarrollados, los instrumentos financieros hipotecarios (títulos respaldados por hipotecas) han tenido un rol importante para sostener el financiamiento de la construcción de viviendas en

el mediano plazo, en la medida que permiten conectar los recursos del mercado de capitales (fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.) con el financiamiento hipotecario. En general, pueden mencionarse dos tipos de modelos:

i) El modelo de bonos cubiertos, mediante el cual las instituciones financieras emiten títulos respaldados por un conjunto de hipotecas y activos de alta calidad. En este caso, el riesgo del crédito permanece en el balance del banco. Este modelo es seguido actualmente por la mayoría países europeos.

ii) El modelo de originar para distribuir o titulación, bajo el cual una masa crítica de créditos hipotecarios son “empaquetados” y vendidos a una empresa titulizadora. En este caso, el riesgo de los créditos sale de los activos del banco y es intercambiado por un activo sin riesgo que es utilizado para la concesión de créditos adicionales. Este último modelo es preferido por las instituciones que se encuentran cerca del límite (legal) de apalancamiento o tienen una alta cartera hipotecaria respecto a su cartera total, y ha sido principalmente utilizado en los Estados Unidos.

Actualmente hay un debate importante sobre las ventajas y desventajas de este último sistema de financiamiento hipotecario, bajo el cual aparecieron las deficiencias que se sindicaron como principales responsables de la crisis financiera actual: subvaluación del riesgo, excesivo apalancamiento y la creación de instrumentos



DÉFICIT HABITACIONAL.
Demanda potencial apreciable.



complejos y poco transparentes que resultaron frágiles bajo situaciones de estrés².

Los bancos europeos han utilizado extensivamente el modelo de “bonos cubiertos”, que evita alguno de los riesgos asociados con el modelo de “originar para distribuir”. De un lado, el hecho de que los activos se mantengan dentro del balance de la institución financiera permite alinear mejor los incentivos de los inversionistas (ahorristas) y el de las instituciones financieras, pues ahora estas últimas también están expuestas a la calidad de los créditos que otorgan. Por otro lado, típicamente, el conjunto de activos de alta calidad que respalda los bonos cubiertos, está activamente manejado, de tal forma que los activos “malos” son reemplazados por “buenos” todo el tiempo³.

Cabe indicar que en la actual coyuntura de crisis financiera internacional, si bien los bonos cubiertos también se han visto afectados, han registrado un mejor comportamiento en términos de precios respecto a instrumentos alternativos como las titulizaciones respaldadas en hipotecas, o MBS por sus siglas en inglés (*Mortgage Backed Securities*).

Las principales características de los bonos cubiertos son las siguientes: i) son emitidos por instituciones crediticias sujetas a supervisión y regulación; ii) los tenedores de los bonos tienen derechos prioritarios sobre los activos que respaldan los títulos emitidos; iii) las instituciones crediticias tienen la obligación de mantener la cantidad y la calidad de los activos de respaldo; iv) los bonos tienen estructuras simples y estandarizadas (se amortizan al final, *bullets bonds*); y v) algunos esquemas admiten el prepago y trasladan todo el riesgo de tasa de interés al inversionista (*pass-through*), mientras otros penalizan el prepago y garantizan en exceso las emisiones.

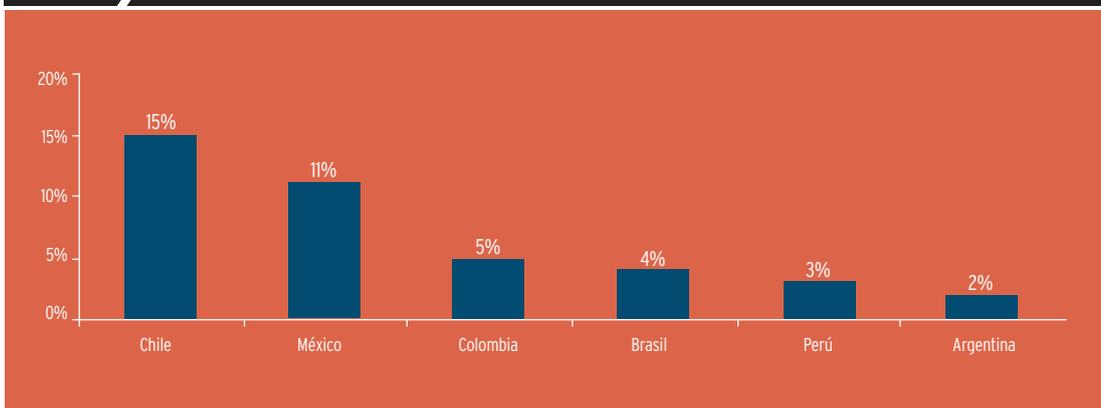


Los bonos cubiertos han registrado un mejor comportamiento en términos de precios respecto a instrumentos alternativos



El desarrollo de estos bonos presenta diversas ventajas: i) permite un mejor calce de plazos de las operaciones de los intermediarios financieros; ii) contribuye a la diversificación y profundidad del mercado de capitales local, al proveer títulos financieros que podrían ser demandados por los fondos privados de pensiones y otros inversionistas institucionales; iii) crea un nuevo instrumento que podría ser usado como colateral en la operaciones monetarias del Banco Central; y iv) promueve la construcción de viviendas.

GRÁFICO 2 | Crédito hipotecario en países seleccionados (Porcentaje del PBI)



FUENTE: MORRIS (2009)

² Ver B. Bernanke, “The Future of Mortgage Finance in The United States”, Conferencia de octubre de 2008 (portal institucional de la Reserva Federal de Estados Unidos).

³ Ver D. Hancock y W. Passmore (2008), “Tree Mortgage Innovations for Enhancing the American Mortgage Market and Promoting Financial Stability”, Federal Reserve System, versión preliminar, octubre 2008



INSTRUMENTOS HIPOTECARIOS. alternativas de financiamiento para sus créditos hipotecarios.

Cabe señalar, que una misión técnica del Fondo Monetario ha identificado preliminarmente que es factible el desarrollo de bonos cubiertos en el Perú, para lo cual se requeriría reforzar la seguridad jurídica de los inversionistas respecto a las garantías que respaldan los bonos, uniformar los procedimientos

para el establecimiento de garantías (colaterales elegibles, coeficiente préstamo entre valor del inmueble, entre otros) y establecer una supervisión permanente del conjunto de garantías que respaldan estos bonos, en términos de calidad y calce de plazos, principalmente. ■

CUADRO 3 ■ Instrumentos hipotecarios

	Bonos hipotecarios	Letras hipotecarias	Cédulas hipotecarias	Título de crédito hipotecario negociable (TCHN)	Titulización de Activos
Norma legal	Ley 26702, Ley del Sistema Financiero y de Seguros, Art. 235 Res. SBS N° 1081-99, Ley de Títulos Valores, Arts. 263-265	Ley 26702, Ley del Sistema Financiero y de Seguros, Art. 236 Ley N° 27287, Ley de Títulos Valores, Arts. 269-270	Cédulas hipotecarias Ley 26702, Ley del Sistema Financiero y de Seguros, Art. 238 Ley N° 27287, Ley de Títulos Valores, Arts. 271-272	Ley N° 27287, Ley de Títulos Valores, Arts. 240-245	Ley 26702, Ley del Sistema Financiero y de Seguros, Art. 224 y 224 TUO de la Ley del Mercado de Valores, Awwwrrts 291-339 Ley N° 27287, Ley de Títulos Valores, Art. 262
Emisor	Entidades financieras	Entidades financieras	Entidades financieras	Registro público o entidades financieras	Sociedad tituladora
Características:					
i) Tipo	Serie	Serie	Serie	Individual	Serie
ii) Objeto	Financiamiento hipotecario (monetario)	Financiamiento hipotecario con letra hipotecaria (no dinerario) Sólo a personas naturales	Financiamiento hipotecario (monetario)	Facilitar la negociación del crédito hipotecario	Financiamiento bancario
iii) Garantía	Conjunto de hipotecas y la garantía del emisor	Hipoteca y la garantía del emisor	Conjunto de hipotecas y la garantía del emisor	Hipoteca exclusiva, única y por el valor total del bien Ejecución extrajudicial	Activos del patrimonio fideicomitido
iv) Redención	Anticipada	Anticipada	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
v) Negociabilidad	Libre, pero la entidad sigue siendo la única obligada	Libre, pero la entidad sigue siendo la única obligada	Libre, pero la entidad sigue siendo la única obligada	Libre, vía endoso	Libre

ELABORACIÓN: PROPIA



BONOS CUBIERTOS: Usos internacionales y su aplicación en el caso peruano

MICHAEL LEA*

En la actualidad, el doctor Lea participa en una misión técnica del Fondo Monetario Internacional para ayudar al desarrollo de instrumentos hipotecarios en el Perú.

* Consultor del Fondo Monetario Internacional y presidente de Cardiff Economic Consulting. Actualmente se desempeña como especialista en instituciones y mercados hipotecarios y cuenta con más de 25 años de experiencia en la industria de servicios financieros. En las últimas dos décadas ha brindado asesoría en 28 países, como consultor de agencias de desarrollo internacional, empresas financieras estatales, grupos comerciales, agencias reguladoras y principales instituciones financieras del sector privado en Europa, mercados emergentes y los Estados Unidos.

Los bonos cubiertos son instrumentos de deuda respaldados por un conjunto de activos de primera calidad (que en el contexto europeo son préstamos hipotecarios o bonos emitidos por el sector público) sobre los cuales el inversionista tiene un derecho prioritario en caso de incumplimiento del emisor¹. En los países de la Unión Europea, la emisión de bonos cubiertos se rige por leyes que definen las características de los créditos o activos elegibles como colaterales, así como otros requerimientos específicos. En la mayoría de los casos, los activos elegibles designados como colaterales son mantenidos en un conjunto aparte. En algunos países (como España), todos los créditos hipotecarios (calificados) de la hoja de balance del emisor sirven como colaterales para los bonos. Siguiendo el “principio de cobertura”, el saldo de bonos vigente y sus intereses deben estar cubiertos por el conjunto de activos de respaldo. (Cuadro 1).

Una característica importante de los bonos cubiertos es que el inversionista tiene derecho preferencial sobre el colateral y los ingresos que se derivan de éste. Adicionalmente, los inversionistas también tienen derechos, aunque no preferenciales, sobre los otros activos del emisor (es decir, tienen una doble seguridad dada por el colateral y el emisor). Aparte de ello, en la mayoría de países hay otras características que refuerzan la seguridad de los bonos cubiertos: límite máximo a la razón Valor del Préstamo/Valor de la Hipoteca, reglas de valorización de inmuebles, y supervisores o monitores de los colaterales, que actúan para resguardar los intereses de los bonistas. Los bonos cubiertos permiten a los emisores obtener fondos en los mercados de capitales a costos reducidos, con los cuales pueden financiar la construcción de viviendas y propiedades comerciales a tasa de interés estables para los prestatarios.

En la mayoría de países, hay un régimen legal especial para la emisión de bonos cubiertos, el cual provee protección especial a los inversionistas. La ley especifica el tipo de activos elegibles para servir de garantía, el sistema de administración de las garantías, los mejoradores de crédito y los requerimientos de sobrecolateralización. Adicionalmente, los colaterales permanecen en el balance del emisor y los activos elegibles son sustituibles.

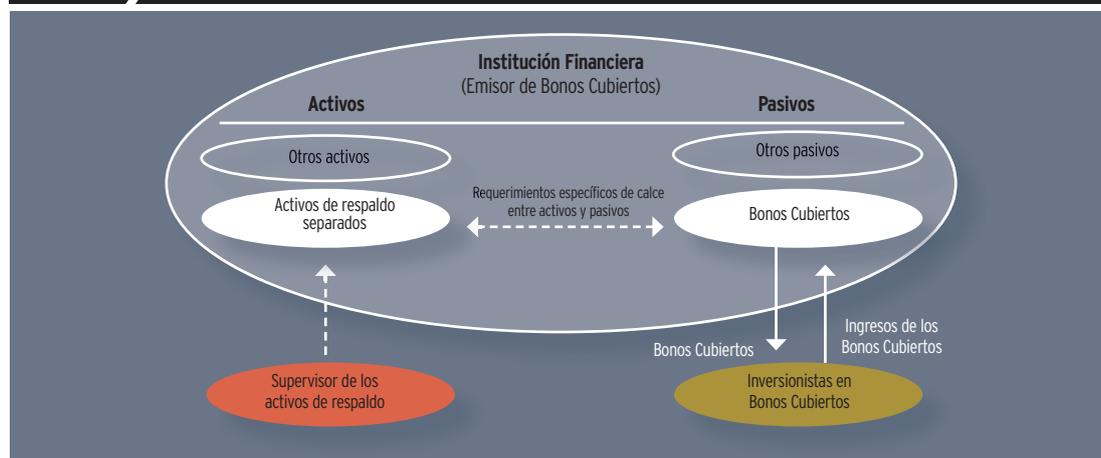
El Consejo Europeo de Bonos Cubiertos, un grupo comercial que representa a los emisores de bonos cubiertos, ha listado cuatro características esenciales de un bono cubierto²:

- El bono es emitido por una institución de crédito sujeta a supervisión y regulación pública;
- Los bonistas tienen derecho preferencial (en relación a otros acreedores) sobre los activos financieros de respaldo;
- La institución financiera tiene la obligación de mantener suficientes activos en el conjunto de activos de respaldo para poder atender los reclamos de los bonistas en cualquier momento;
- Las obligaciones de la institución financiera respecto al conjunto de activos de garantía son supervisadas por organismos públicos o instituciones independientes.

Los bonos cubiertos representan más de dos billones de euros en Europa, el 55 por ciento de los cuales son garantizados con créditos hipotecarios. (Gráfico 1). En los años recientes, los bonos cubiertos han sido el segmento de más rápido crecimiento en el mercado³.

Los bonos cubiertos representan una importante fuente de financiamiento en muchos países. (Gráfico 2). Ellos financian el 16 por ciento de la

CUADRO 1 ■ Bonos cubiertos: estructura básica



FUENTE: A. BATCHVAROV AND S. WINKLER, "THE COVERED BOND BOOK", MERRILL LYNCH, DECEMBER 2008.

¹ Ver European Central Bank, "Covered Bond in the EU Financial System", diciembre, 2008 y Avesani, R., Pascual, A.G., E. Ribacova, "The Use of Mortgage Covered Bonds", IMF Working Paper 07/20, enero 2007.

² www.ecbc.hypo.org. El Consejo publica una amplia revisión de los bonos cubiertos, incluyendo resúmenes de cada país, en The Covered Bond Fact Book, 2008, el cual está disponible en el sitio web.

³ Los bonos cubiertos con hipotecas financian créditos residenciales y comerciales.



deuda hipotecaria vigente en la Unión Europea y una proporción significativamente más alta en varios países.

Fuera de Europa también encontramos emisores: Canadá (casi dos mil millones de euros), Estados Unidos (cerca de 12 mil millones de euros), y Chile (casi cinco mil millones de euros).

Los bonos cubiertos son atractivos para los emisores, inversionistas y gobiernos. Para los emisores, representan un instrumento de largo plazo que facilita el fondeo y la administración de riesgos del portafolio. Los bonos cubiertos pueden ser fuentes de financiamiento de bajo costo y típicamente son mejor calificados (menor riesgo) que otras obligaciones del emisor. Además, tienen bajos costos de emisión debido a su estructura simple y estandarizada⁴.

Los bonos cubiertos son atractivos para los inversionistas debido a su alta calificación crediticia (la mayoría se emiten con AAA), con protección en caso de quiebra del emisor. Aparte de su liquidez y simplicidad, que son características bien vistas por los inversionistas, su status privado permite a los bonistas obtener mejores rendimientos que los de bonos del gobierno con el mismo plazo. El rápido crecimiento de los bonos cubiertos europeos ha sido impulsado por legislaciones europeas favorables. La directiva 85/611/ECEC del 20/12/1985 de la UCITS permite a los bonos cubiertos beneficiarse de mayores flujos de inversionistas institucionales y relativamente menores ponderadores de riesgo (10 %) para los bancos⁵.

Los gobiernos también encuentran que los bonos cubiertos son instrumentos atractivos para sus mercados de capitales. Ellos aumentan el financiamiento de la construcción de viviendas y facilitan el desarrollo del mercado de bonos, porque se constituyen en

instrumentos alternativos de alta calidad a los bonos del gobierno. Adicionalmente, su condición de activos de largo plazo los hace atractivos a inversionistas institucionales. Los bonos cubiertos también pueden ser una herramienta para las operaciones del banco central. El Banco Central Europeo (BCE) y muchos bancos centrales aceptan bonos cubiertos AAA como colaterales para préstamos. En 2009, el BCE anunció que compraría bonos cubiertos en un intento por estimular el mercado.

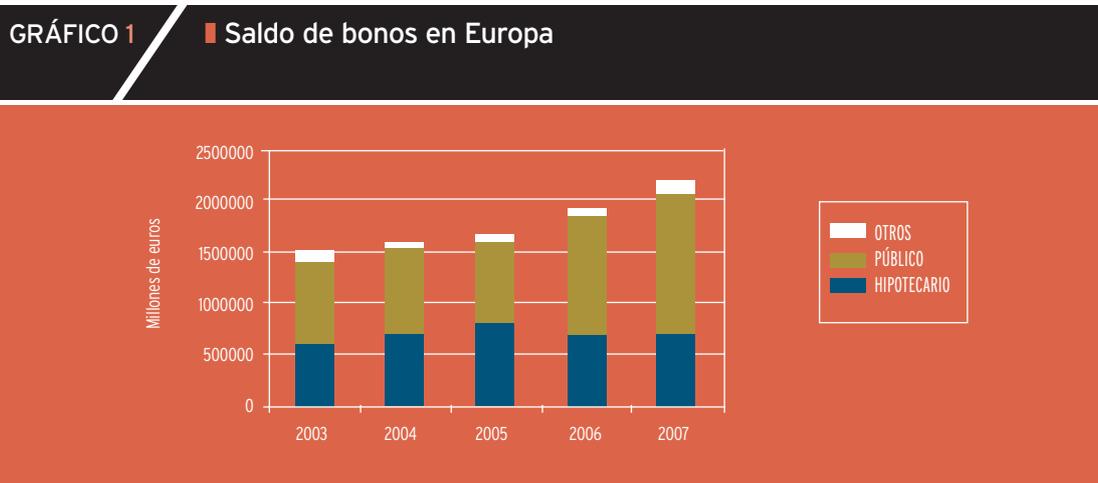
Existen ciertas características claves que son importantes para el desarrollo de un mercado de bonos cubiertos.

Marco legal:

En la mayoría de países que cuentan con bonos cubiertos, hay una legislación especial que define las características de los colaterales y el mantenimiento de suficientes colaterales durante la vida de los bonos. En Europa, la legislación especial asigna un 10 por ciento de riesgo ponderado de capital para los bonos y flexibiliza los límites de inversión de los inversionistas institucionales. A fines de 2008, 24 países europeos contaban con legislación especial⁶. Sin embargo, los bonos cubiertos también pueden ser emitidos sin legislación especial (cuatro países). En este último caso, los principales puntos contenidos en la ley especial son replicados en los contratos y en las estructuraciones. Sin embargo, estos bonos no califican para tratamiento especial en Europa y, en la reciente crisis financiera global, no se han comportado tan bien como los bonos de países que cuentan con legislación especial.

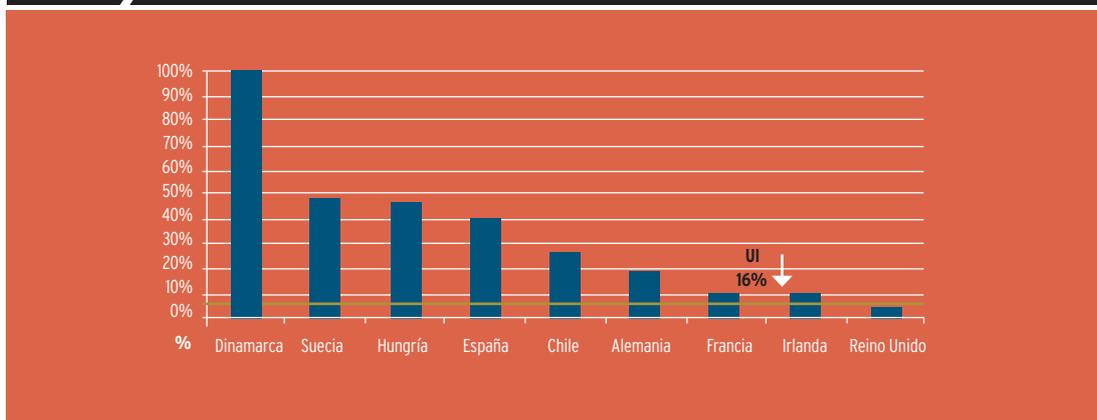
Emisor:

Una característica importante de la legislación de bonos cubiertos es si el emisor es una institución especializada o diversificada (banco universal). His-



⁴ En la mayoría de los casos los bonos cubiertos son bonos que se amortizan al final. En Europa, la liquidez es mejorada a través de emisiones 'jumbo' y de creadores de mercado.
⁵ Bonos que están en línea con la definición de bonos cubiertos de la Directiva de Requerimientos de Capital (CRD) se benefician de un tratamiento especial (10% de ponderación) en términos de ponderación de riesgo. Para cumplir con la definición de la CRD, los bonos cubiertos deben cumplir los requerimientos del Artículo 22 (4) de la Directiva de Suscripciones para Inversiones Colectivas en Valores Transferibles (UCITS). Si estos criterios son cumplidos, los fondos de inversión y las compañías de seguros pueden invertir hasta 25% y 40% de sus activos, respectivamente, en bonos cubiertos de un solo emisor, lo que resulta significativamente distinto del límite usual (10%). Los bonos calificados también se benefician de menores descuentos de valorización por parte del Banco Central Europeo.
⁶ En Chile también hay una ley especial de bonos cubiertos (Letras de Crédito Hipotecario). No hay leyes especiales de bonos cubiertos en México y Colombia.

GRÁFICO 2 ■ Porcentaje de créditos hipotecarios financiados con bonos cubiertos



FUENTE: EMF, BANCO ESTADO (CHILE) 2007

tóricamente, y aún en muchos países, la emisión de bonos cubiertos sólo se permite a instituciones especializadas (bancos hipotecarios). Sin embargo, muchos países permiten que los bancos diversificados emitan bonos cubiertos. Los beneficios de la especialización son seguridad y transparencia. El costo es una menor economía de escala y diversificación, lo cual limita la competitividad de los emisores especializados. La tendencia en países con emisores especializados es incorporarlos como empresas subsidiarias de grupos de bancos más grandes.

Colateral

Las características del colateral son definidas en la legislación o el contrato. Incluyen el requerimiento de que los préstamos sean asegurados por primera hipoteca. En algunos casos sólo se permiten créditos residenciales, en otros casos, también comerciales. Hay restricciones sobre el valor máximo de la razón Valor del Préstamo/ Valor de la Hipoteca (típicamente 60% u 80%) y en algunos casos hay reglas para valorización (valor sostenible en vez de valor de mercado). Los emisores pueden sustituir otras formas de colateral⁷ (por ejemplo, efectivo, deuda pública y derivados). Los tipos y porcentajes de los colaterales sustitutos son definidos en la ley o contrato.

Colateralización y calce

A los emisores se les exige mantener una adecuada colateralización, de manera tal que el valor de los activos de respaldo sea mayor o igual al valor de los bonos. El requerimiento más simple es el calce del valor nominal, pero la mayoría de leyes y contratos de bonos cubiertos exigen calces más estrictos para limitar el riesgo de tasas de interés del portafolio. Otros ejemplos incluyen calces de rendimientos, límites de brechas de duración y requerimientos de que el valor presente neto de los activos sea mayor que el valor presente neto de las obligaciones. Se permite también que los derivados sean parte de los activos de respaldo, para facilitar los requerimientos de calce. En algunas legislaciones

se obliga periódicamente a realizar pruebas de *stress* del portafolio.

Protección en casos de insolvencia

En caso de bancarrota, los activos de respaldo deben ser excluidos de la masa. Los bonistas deben tener un derecho prioritario sobre los activos de respaldo, incluso por encima del gobierno y los trabajadores. La quiebra del emisor no debería acelerar el repago del bono.

Supervisión

Debe haber supervisión pública de los bonos y sus garantías para asegurar que se cumplan los requerimientos de solvencia, las reglas de valorización y préstamos, y los requerimientos de calce. En muchos países los bonos y los activos cubiertos son listados en registros especiales. El supervisor de los activos de respaldo puede ser un auditor especial o un supervisor prudencial. El supervisor prudencial también autoriza a los emisores y chequea el cumplimiento de los requerimientos de capitalización.

Estas características de diseño son evaluadas por agencias de clasificación al momento de calificar los bonos cubiertos (específicamente, cuántas posiciones por encima de la calificación del emisor puede estar situado el bono cubierto). La agencia clasificadora evaluará la fortaleza del marco legal, la calidad del colateral, la evolución de los flujos de caja de los créditos y los bonos en escenarios de *stress*, y el acceso del emisor a liquidez en la eventualidad de que no pueda acceder al mercado de capitales.

El acceso a liquidez del emisor es clave en la coyuntura económica actual. Otro tema es la subordinación estructural de los acreedores no preferentes (en particular los aseguradores de depósitos). Algunos países han puesto límites a la proporción de bonos cubiertos en el total de obligaciones del emisor. Lidiar con el riesgo de prepago de los préstamos es otro tema importante para emisores que tienen préstamos a tasa de interés fija como activos de respaldo. Este riesgo

⁷ El valor sostenible de un préstamo hipotecario es una aproximación conservadora de valorización, que enfatiza la naturaleza de largo plazo del contrato hipotecario. No hay una aproximación universal sobre la valorización de un préstamo hipotecario.



puede ser manejado a través de penalidades o exclusión del prepago, o a través de la emisión de bonos redimibles anticipadamente (*callable bonds*).

Factibilidad de los bonos cubiertos en el Perú

En el Perú, los participantes del mercado se muestran en general favorables a un mayor uso de los bonos cubiertos. En particular, existe una fuerte demanda de los inversionistas por bonos con calificación AAA. Asimismo, no existirían impedimentos serios para invertir en bonos cubiertos.

Por el lado de los emisores, es posible que la demanda sea limitada en el corto plazo. Tres de los cuatro bancos más grandes, que actualmente dominan el mercado de crédito hipotecario, ya tienen emisiones corporativas de largo plazo calificadas como AAA y no necesitan el mejoramiento de calificación crediticia provisto por los bonos cubiertos. Ellos están más bien interesados en operaciones de titulización, como una forma de vender activos y reducir la concentración en créditos hipotecarios. Existe mayor interés entre los bancos medianos, los cuales ven a los bonos cubiertos como una forma de generar financiamiento de largo plazo a costos atractivos, debido a las buenas calificaciones de riesgo. Puede haber también algún interés en las Cajas, pero ellas son muy pequeñas y recién están comenzando a dar créditos hipotecarios. Por su parte, las compañías financieras enfrentan restricciones de capital y necesitan el alivio de capital proporcionado por las operaciones de titulización.

En el mediano plazo, es posible que los emisores aumenten su demanda por bonos cubiertos. Las perspectivas de crecimiento del crédito hipotecario son

buenas, y reflejan las necesidades de vivienda del país, su bajo nivel de endeudamiento y el gran desempeño de sus indicadores macroeconómicos. Los bancos, en la medida en que vayan creciendo sus portafolios de créditos hipotecarios a largo plazo a tasa de interés cuasifija, enfrentarán crecientes descaldes de plazos y tasas de interés. En este escenario, es probable que los prestamistas que no tienen restricciones de capital encuentren en los bonos cubiertos una alternativa más barata que la titulización para generar fondos de largo plazo.

Una alternativa para la emisión de bonos cubiertos por instituciones individuales es el emisor centralizado de prestamistas múltiples. Tales emisores existen en varios países europeos, incluyendo España, Francia y Dinamarca, pudiendo ser de dos tipos. En un caso, el emisor puede ser un vehículo de propósito especial que compra bonos cubiertos de prestamistas individuales y emite bonos cubiertos respaldados por un conjunto de bonos individuales (modelo español). Alternativamente, el emisor podría ser una institución financiera especializada que otorga préstamos a bancos individuales (respaldados por los préstamos hipotecarios de estos bancos) y emite bonos cubiertos respaldados por un derecho preferencial sobre los préstamos y el capital del emisor (modelo francés). Estas emisiones de prestamistas múltiples presentan algunas ventajas. Primero, estas emisiones pueden alcanzar mayor liquidez en el mercado, mediante emisiones más grandes y frecuentes. Segundo, se puede emitir más rápidamente que los pequeños prestamistas, debido a su mejor calificación y/o a menores costos de emisión. ■

BONOS CUBIERTOS.

Atractiva forma de generar financiamiento de largo plazo con fines de inversión hipotecaria.



CASOS EXITOSOS DE financiamiento hipotecario en América Latina

BRITT GWINNER *

Entre las lecciones de las experiencias latinoamericanas de financiamiento hipotecario, especialmente en Chile, México y Colombia, están la importancia de la demanda doméstica por títulos de largo plazo, la implementación de políticas sistemáticas para el desarrollo del mercado hipotecario, y el rol del Estado, el cual debe apoyar el crecimiento del mercado en vez de reemplazarlo.

* Consultor por la Corporación Financiera, grupo del Banco Mundial.



CRISIS FINANCIERA ACTUAL

Incluso antes de la actual crisis financiera se observaba un escaso desarrollo del sistema financiero en los países como el nuestro, a juzgar por la baja relación entre la cartera hipotecaria y el producto bruto interno (PBI), situación que probablemente se acentúe una vez superada la referida crisis financiera. En efecto, mientras que en los países desarrollados se registra un alto ratio de cartera hipotecaria a PBI, que en el Reino Unido y Dinamarca es de 80 y 100 por ciento, respectivamente, en América Latina dicho ratio es menor a 20 por ciento.

El actual contexto de crisis financiera, no debe hacernos olvidar que el crédito hipotecario ha sido una base de activos de alta calidad para los bancos durante un largo período; y, en el caso de los países latinoamericanos, ha sido una fuente de crecimiento económico. A este respecto, en América Latina el financiamiento de viviendas tiene un historial muy largo, habiéndose contado con una variedad de instituciones, instrumentos hipotecarios y estructuras de fondeo de los préstamos.

En este proceso, algunos países consideraron que el capital internacional podía ser una solución para el desarrollo del mercado. Por ejemplo, en los años 2006 y 2007 las SOFOLES mexicanas vendieron parte de sus emisiones por titulación de carteras hipotecarias a inversionistas europeos que querían diversificar sus inversiones con tasas de retorno atractivas; sin embargo, actualmente no existe demanda por estos títulos, aunque debe indicarse que esta situación se da a nivel mundial y se espera que no sea permanente.

Dada esta situación, con el fin de desarrollar sus mercados, se considera que América Latina debería concentrarse en sus mercados domésticos, en los cuales se registra una alta demanda interna por títulos de largo plazo, lo que a su vez contribuirá a salir de la crisis en una forma más rápida. En el caso peruano se cuenta, en general, con un contexto favorable para el desarrollo del mercado hipotecario. En efecto, se tiene elementos clave como el marco legal y normativo, y la existencia de inversionistas institucionales que concentran importantes recursos como los fondos de pensiones y compañías de seguro.

Estos inversionistas domésticos conocen los mercados de los títulos y de los activos que los respaldan. En ese sentido, se cuenta con una base de inversionistas que no sólo se concentran en la calificación externa de los títulos, sino que entienden cómo funcionan los flujos de caja en distintos escenarios. Este aspecto es fundamental porque la actual crisis financiera internacional ha mostrado que muchos inversionistas no analizaron adecuadamente la calidad de las carteras y adoptaron sus decisiones sobre la base de calificaciones externas y no en su propia evaluación.



FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO EN AMÉRICA LATINA

La experiencia chilena

En Chile el desarrollo del mercado hipotecario se sustentó en un entorno macroeconómico relativamente estable; en la existencia de una demanda por títulos de largo plazo, asociada a la reforma del sistema de pensiones y de seguros; y en el esfuerzo sostenido de una política de subsidios, orientada a los segmentos de población de menores ingresos. En efecto, desde los setenta se promovió un mercado competitivo para los rangos de ingresos altos de la población y de subsidios focalizados para los rangos de ingresos más bajos. La política de subsidios, que habría significado el equivalente al 3 por ciento del PBI, ha sido rediseñada en el tiempo debido a problemas que se enfrentaron en su aplicación, mejorándose la focalización de la misma. De esta forma, se presenta la posibilidad que se elimine el déficit habitacional en los próximos cinco años en dicho país.

El mercado cuenta con una variedad de instrumentos, prestamistas y emisores, así como de

CHILE. Entorno macroeconómico relativamente estable.



El crédito hipotecario, en el caso de los países latinoamericanos, ha sido una fuente de crecimiento económico



inversionistas institucionales. Con respecto a los instrumentos, se cuenta con las letras hipotecarias, las cuales impulsaron el mercado en los setenta y ochenta, y corresponden a los bonos cubiertos del sistema danés; los mutuos endosables, que son bonos de obligación general y que actualmente constituyen el principal instrumento hipotecario; el leasing habitacional, que presenta la ventaja para el prestatario de bajos ingresos de aportar una menor cuota inicial, y para el inversionista de mantener el derecho sobre el activo hasta que éste se cancele; y las titulaciones. Asimismo, se tiene con los mutuos no endosables.

Con relación a los prestamistas y emisores, se cuenta con los bancos, los agentes administradores de mutuos hipotecarios endosables y las sociedades de titulación. Un aspecto a destacar es que, en la actual crisis financiera internacional, se ha mantenido la emisión de letras hipotecarias y mutuos endosables. Por su parte, si bien la titulación registró un crecimiento importante en la primera parte de la década, actualmente mantiene niveles bajos, no habiéndose registrado operaciones en lo que va de este año.

La composición de los flujos de financiamiento hipotecario muestra que, en 2008, el 73 por ciento correspondió a mutuos hipotecarios endosables,

es decir, obligaciones de carácter general que permanecen en el balance de los bancos y que no son estandarizadas. Ello permite afirmar que los bancos no necesitan mejorar la calificación de sus obligaciones ni liberar su patrimonio para otorgar créditos hipotecarios, lo que a su vez demuestra que la decisión final respecto a qué instrumento emitir tiene sentido en un contexto particular.

La experiencia colombiana

En Colombia destacan los bancos como los prestamistas más importantes. Cabe indicar que, en años recientes, el Fondo Nacional de Ahorro, que es un fondo de cesantía para empleados públicos, otorga préstamos a un público más amplio, conformado por trabajadores informales, a través de un programa de ahorro.

Luego de la crisis de 1998, los bancos que se mantuvieron en el mercado requerían liquidez y no tenían credibilidad para emitir sus propios bonos, por lo que en 2001 crearon la Titularizadora Colombiana, que es una entidad independiente con participación accionaria de los principales bancos y de la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés). La Titularizadora Colombiana compra carteras hipotecarias, emite títulos respaldados por hipotecas y también crea un mercado secundario para estos títulos. Ha sido exitosa en términos del número y volumen de titulaciones, así como de la rentabilidad de sus emisiones: desde el año 2002 ha realizado 23 titulaciones, con un saldo de US\$ 1,8 mil millones a febrero de 2009, monto que representa el 31 por ciento de la cartera hipotecaria.

En Colombia también existen bonos hipotecarios, habiéndose llevado a cabo sólo una emisión en 2002. En dicho año, la emisión de bonos presentó un costo mayor que el correspondiente a la emisión de MBS, debido a que se tuvo que garantizar en exceso equivalente al 25 por ciento del valor de la emisión del bono, frente a un 4 por ciento de subordinación en el caso de la emisión de MBS. En este sentido, en Colombia las titulaciones han sido relativamente más atractivas para los bancos.

Al igual que en el caso chileno, en Colombia un aspecto distintivo es que en la actual crisis financiera internacional, que ha implicado una suerte de congelamiento de emisiones de títulos hipotecarios a nivel mundial, se ha continuado emitiendo títulos, los cuales han sido adquiridos principalmente por inversionistas institucionales domésticos.

La experiencia mexicana

En México la estructura del mercado es más compleja, registrándose la participación de organismos multilaterales y destacando el rol de la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), que es una banca de segundo piso que otorga créditos a las Sociedades

COLOMBIA. Bancos, prestamistas más importantes





Financieras de Objeto Limitado (SOFOL) y de Hipotecaria Total (HITO), que es una entidad nueva que adquiere la cartera hipotecaria de los originadores, los “empaqueta” y vende a inversionistas institucionales. También destacan por su importancia relativa el INFONAVIT, que es un fondo de jubilación del sector privado, que explica el 50 a 60 por ciento de los préstamos hipotecarios entre 2004 y 2008, así como el FOVISSSTE, que es un fondo de jubilación público.

Las lecciones derivadas de la experiencia mexicana son mixtas. Las SOFOLES, que son entidades no bancarias que no captan depósitos del público, han sido exitosas en ingresar a un mercado no atendido por los bancos, conformado por deudores o prestatarios de ingresos moderados y bajos. En principio, el objetivo era desarrollar un fondeo sustentable de recursos por parte del sector privado, por lo que la SHF se iba a retirar paulatinamente de su rol de banca de segundo piso, lo que se venía haciendo. Sin embargo, ello se ha visto postergado por la crisis financiera internacional, que ha afectado a México en una forma más rápida y profunda a través del cierre de las líneas de financiamiento de corto plazo, aunque un factor probablemente más importante es la excesiva flexibilización de los estándares de otorgamiento de créditos por parte de las SOFOLES, lo cual ha devenido en un deterioro de sus tasas de recuperación .

CONCLUSIONES

Las principales lecciones derivadas a partir de la experiencia latinoamericana son: i) la demanda doméstica por títulos de largo plazo es importante para

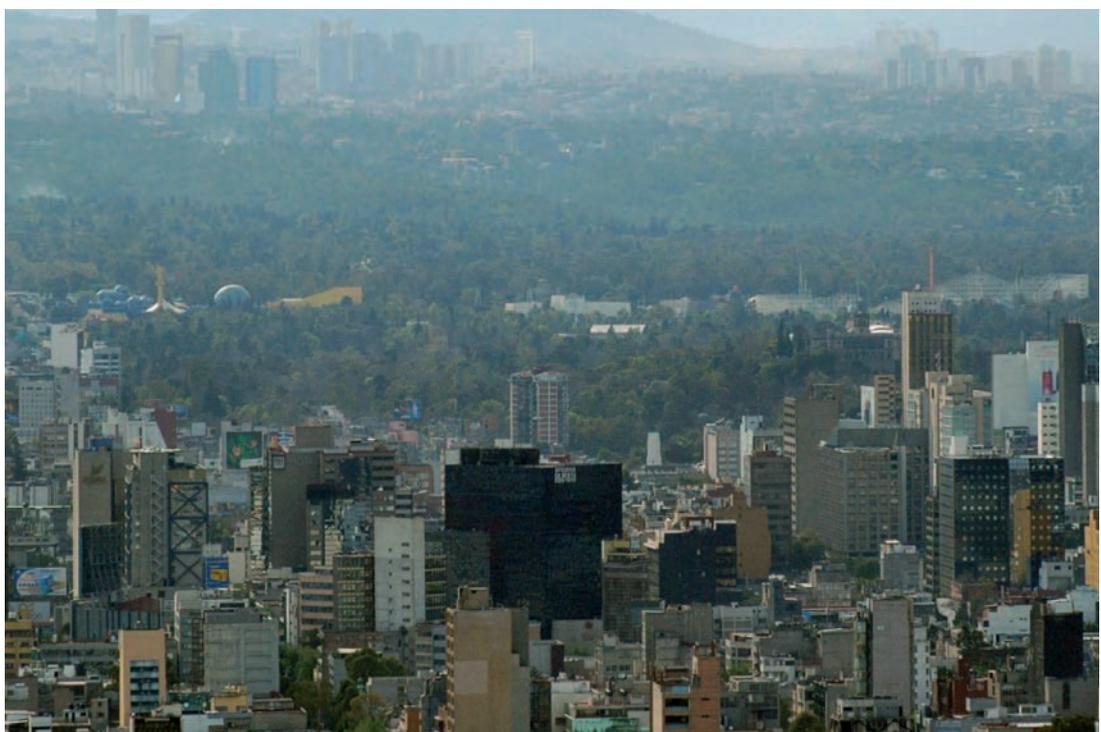


Se cuenta con un contexto favorable para el desarrollo del mercado hipotecario: se tienen elementos clave como el marco legal y normativo, y la existencia de inversionistas institucionales que concentran importantes recursos



desarrollar el mercado hipotecario. Así, se observa que en Chile y Colombia, en plena crisis financiera internacional, se ha seguido emitiendo deuda privada; ii) las políticas para el desarrollo del mercado hipotecario deben ser sistemáticas en el tiempo y iii) existe un rol importante para el Estado, el cual debe ser limitado y enfocado a apoyar el crecimiento del mercado hipotecario en vez de reemplazarlo. ■

MÉXICO. Un mercado hipotecario más complejo.



L

A EXPERIENCIA

española en
financiamiento
hipotecario

ANA RUBIO *

En España, el sector de la vivienda ha tenido una importancia crucial para el desarrollo económico; especialmente, la inversión residencial.

* Economista Jefe de la Unidad de Análisis Sectorial del Servicio de Estudios de BBVA-España.



El empleo en el sector construcción español ha llegado a representar el 15 por ciento del empleo total, en tanto que su participación en el valor agregado bruto (VAB) ascendió a 22 por ciento en el período 1996-2006. Adicionalmente, los sectores vinculados a la construcción representan el 16 por ciento del VAB generado en ese período. Respecto al crecimiento promedio anual de la economía de 3,5 por ciento en dicha década, el sector construcción e inmobiliario, y los sectores vinculados a él, crecieron en 4,4 y 5,1 por ciento, respectivamente. Hacia el futuro se espera que el dinamismo provenga de otros sectores, entre los que destacan los vinculados a la utilización intensiva de tecnología, a los nuevos hábitos de la población (actividades recreativas, servicios personales, comercio y turismo) y al sector exportador.

¿CÓMO SE HA FINANCIADO ESTE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA?

Este crecimiento se ha financiado en gran parte vía crédito al sector privado, el cual ha crecido a una tasa superior a la del PBI en forma sostenida durante varios años, lo que ha determinado que el crédito como porcentaje del PBI aumente de 90 por ciento en el año 2000 a 175 por ciento en 2008 (Gráfico 1). Este aumento en tan corto período no es sostenible, debiendo indicarse que en la actual crisis financiera internacional y dada la dependencia de los flujos del exterior de la economía española, se ha desacelerado en una magnitud incluso superior a la esperada.

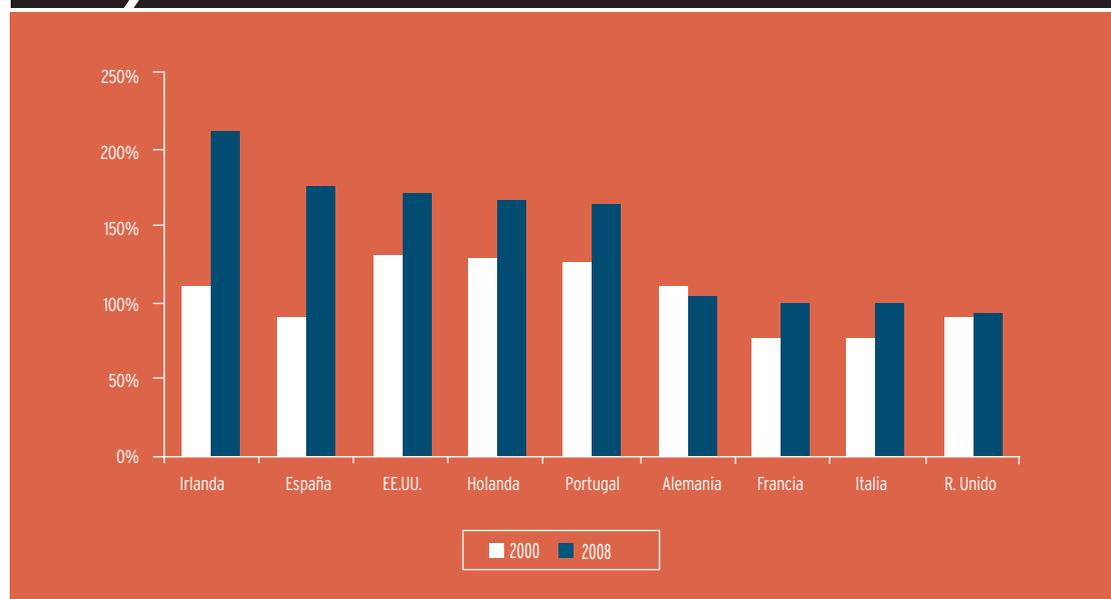
El crédito a las empresas ha crecido en forma significativa, correspondiendo la mayor parte de este incremento a las empresas constructoras e inmo-

biliarias, en particular del sector vivienda. Así, en 2008, el crédito a estas empresas constructoras e inmobiliarias representó el 46 por ciento del saldo de crédito a las empresas. Con respecto a las familias, éstas han tenido un mayor acceso a créditos para la adquisición de viviendas, llegando a representar el crédito a las familias el 80 por ciento del PBI y el hipotecario el 60 por ciento. Cabe indicar que, en 2008, el ratio del crédito a las familias respecto al ingreso disponible ascendía al 80 por ciento, mientras que en 2000 representaba cerca del 45 por ciento (Gráfico 2). Este crecimiento ha tenido un rápido traslado sobre la propiedad: el porcentaje de familias que posee viviendas es alto, ligeramente superior al 80 por ciento, lo que se explica adicionalmente por factores demográficos, inmigratorios e impositivos.

¿CUÁLES HAN SIDO LOS FACTORES QUE HAN PROPICIADO EL CRECIMIENTO DEL MERCADO HIPOTECARIO?

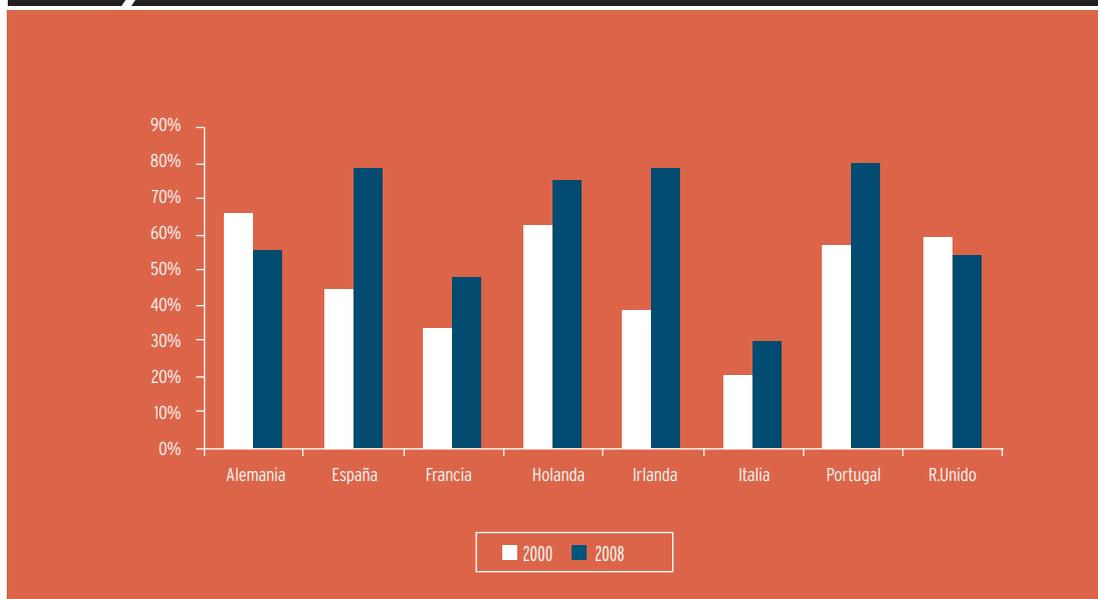
Como se indicó, se presentan factores demográficos e inmigratorios que han determinado que aumente el número de hogares, tanto nacionales como extranjeros. En este punto, cabe indicar que se ha registrado una importante inversión extranjera en inmuebles, la cual representaba el 50 por ciento del PBI a marzo de 2008 (luego de alcanzar un máximo de 90 por ciento a fines de 2003), tanto por parte de jubilados europeos que optan por residir en España (viviendas vacacionales), así como por la inversión en construcciones de oficinas o centros comerciales. De esta forma, se puede concluir que estos flujos externos son relevantes tanto en el mercado hipotecario primario como secundario.

GRÁFICO 1 ■ Crédito al sector privado (Porcentaje del PBI)



ELABORACIÓN: SERVICIOS DE ESTUDIOS BBVA.

GRÁFICO 2 ■ Crédito a las familias
(Porcentaje del PBI)



ELABORACIÓN: SERVICIOS DE ESTUDIOS BBVA.

Por el lado de la accesibilidad de los españoles, el factor fundamental ha sido la creación de empleo en forma sostenida, con el consecuente impacto sobre las mayores rentas de los hogares. Asimismo, ha tenido incidencia la reducción estructural de las tasas de interés, las cuales disminuyeron 6 puntos porcentuales entre los períodos 1989-1996 (promedio de 8 por ciento) a 1997-2008 (promedio de 2 por ciento)¹. En esta reducción han influido la reducción del riesgo país (-3,3 puntos porcentuales), la disminución de la tasa de interés internacional (-1,9 puntos porcentuales) y la mayor competencia bancaria (-0,8 puntos porcentuales).

Asimismo, cabe indicar que se registraron mejoras en las condiciones de financiación que se explican, entre otros factores, por el proceso de modernización bancario, luego de la crisis de los setentas, y por el sistema de fondeo eficiente y diversificado de las entidades financieras. Esta mejora en las condiciones de financiación se puede aproximar a través del ratio préstamo a valor de la vivienda, el cual es de 80 por ciento en España, similar a Dinamarca, y superior a Alemania, Francia y Estados Unidos. Debe destacarse que luego de la crisis bancaria de los setenta en España, que significó el 5,6 por ciento del PBI, se introdujo importantes modificaciones que han contribuido a la expansión del crédito y de la actividad del sector construcción. Entre éstas, destacan las siguientes: se concentró todas las funciones de regulación y supervisión en el Banco de España, que se caracteriza por tener estándares altos;

Se registró mejoras en las condiciones de financiación que se explican, entre otros factores, por el proceso de modernización bancario y un sistema de fondeo eficiente y diversificado por parte de las entidades financieras

se desarrolló un sistema *on-side* de supervisión de procedimientos y funciones de riesgo en las entidades; se introdujo cambios regulatorios y contables, como las provisiones contra-cíclicas, las que han permitido atenuar el impacto de la crisis actual; se migró de una banca especializada a una universal;

¹ El concepto de accesibilidad se vincula con los ingresos de las familias, debiendo indicarse que la política tributaria también ha tenido un impacto positivo sobre aquélla debido a la exoneración de impuestos en el caso de cuentas de ahorro para viviendas y deducciones fiscales luego de la adquisición de la misma.



y se permitió la entrada de bancos extranjeros. Asimismo, se mejoró los registros de propiedad y de morosidad, en particular este último ha ayudado a desarrollar modelos de *scoring*.

Con respecto al fondeo de recursos por parte de las entidades financieras, éste es diferente al prevaliente en otros países, destaca su mayor diversificación al contarse con las cédulas hipotecarias, que exigen unos préstamos con alta calidad crediticia; los depósitos, la deuda senior y los préstamos interbancarios, los cuales desempeñan un rol importante en la financiación de las hipotecas. Al respecto, cabe indicar que a diferencia de Estados Unidos, en donde los Mortgage Backed Securities representan cerca de la mitad de las nuevas operaciones hipotecarias, en España representan el 17 por ciento.

Asimismo, la supervisión financiera sólo permite que los préstamos titulizados salgan de balance de los originadores cuando la entidad no retenga ni riesgo ni beneficios; generalmente, el banco debe conservar una porción de la primera pérdida (que fluctúa entre el 0,6 a 1,5 por ciento de la cartera titulizada) para obtener una buena calificación en su emisión, lo que desincentiva el otorgamiento de créditos hipotecarios demasiado riesgosos.

Finalmente, debe indicarse que la crisis financiera internacional ha acelerado el ajuste cíclico del sector construcción, en un momento en que se había generado un sobreoferta de viviendas considerable, estimada para 2008 en 4,5 por ciento del parque de viviendas. Se prevé que, dada la sobreoferta, hacia 2011 se registraría una reducción de precios acumulada de 25 por ciento. Desde el lado de la demanda,

La reducción de los tipos de interés, junto con el descenso de precios inmobiliarios, aumentará la capacidad de adquirir inmuebles

la reducción de los tipos de interés, junto con el descenso de precios inmobiliarios, aumentará la capacidad de adquirir inmuebles. A futuro, se prevé que el mercado hipotecario español, cuya ganancia de productos ofertados es relativamente limitada, puede utilizar y desarrollar nuevos productos o instrumentos hipotecarios que permitan dinamizar el mercado, al facilitar un fondeo más eficiente, con el consecuente impacto sobre el acceso de viviendas de la población. ■

INVERSIÓN RESIDENCIAL.

Peso fundamental en el desarrollo económico español.



LAS ALTERNATIVAS para el financiamiento hipotecario en el PERÚ*

FELIPE MORRIS **

La evolución del crédito hipotecario muestra un gran dinamismo, sustentado en la estabilidad económica del país; sin embargo, el déficit de vivienda sigue siendo alto.

* Artículo que también resume el Informe de Consultoría que realizó el autor para el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

** Consultor en temas económicos y financieros



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN EL PERÚ

En 2001 el crédito hipotecario total ascendió a US\$ 1 050 millones, monto que ha aumentado cerca de cuatro veces, alcanzando un nivel de US\$ 3 828 millones hacia fines de 2008, lo que muestra un importante dinamismo que se explica por un conjunto de factores como el adecuado desempeño de la economía peruana y la implementación de programas de vivienda que han dinamizado la oferta y facilitado el acceso al crédito a la clase media de la población.

De esta forma, se estima que se ha registrado una reducción del déficit habitacional, aunque debe resaltarse que no existen datos oficiales respecto a su evolución. Los estimados publicados por el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento se sustentan en el Censo Nacional de Población y Vivienda del año 2005, el mismo que por problemas metodológicos ha sido descartado.

De acuerdo al Cuadro 1, se registra una evolución favorable del crédito hipotecario, el cual ha pasado de representar el 9,2 por ciento del crédito total en 2001 a 11,5 por ciento en 2008 observándose, asimismo, una continua reducción de las tasas de interés, con excepción del año 2008, en el cual por efecto de la crisis financiera internacional la tasa de interés aumentó 2 puntos porcentuales, ubicándose en un nivel de 11,3 por ciento al finalizar el año. Un aspecto a destacar es que el número de deudores es bajo, 114 mil deudores, frente a una población estimada de 28 millones de habitantes.

El sector vivienda presenta un contexto y perspectivas de desarrollo favorables sustentadas en la estabilidad económica del país, que se refleja en un alto crecimiento y bajas tasas de inflación; la obtención del grado de inversión de país que tendrá un efecto positivo en el acceso y costo del financiamiento de largo plazo; la creciente participación de la banca en el financiamiento del sector; el desarrollo de proyectos de infraestructura de servicios para las viviendas; y el compromiso del gobierno para impulsar programas de viviendas dirigidos a los segmentos de población de menores ingresos.

MODERNIZACIÓN DEL SECTOR VIVIENDA

El sector vivienda se ha fortalecido con la creación del Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento en el año 2002. Anteriormente, diversas funciones estaban repartidas en diferentes instituciones, lo que afectaba su

eficacia y la aplicación de mejores políticas de vivienda orientadas a los sectores de menores ingresos. Cabe indicar que el fortalecimiento y modernización del sector se logró con el apoyo de un préstamo del BID (Programa de Apoyo al Sector Habitacional), el cual se encuentra vigente.

CAPACIDAD DE PAGO DE LA POBLACIÓN O AFFORDABILITY

La capacidad de pago de la población para adquirir una vivienda es un tema importante; debiendo indicarse que no se dispone de información a nivel nacional sobre el deseo de las familias por determinados tipos de vivienda ni sobre su capacidad real de acceso. En forma referencial, el estudio de la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO) muestra que en el año 2007 el 31 por ciento de las familias de Lima Metropolitana deseaba una alternativa de vivienda distinta de la que tenían, aunque no se cuenta con información respecto a su capacidad de pago. A este respecto, con el fin de implementar mejores políticas de vivienda se requiere contar con este tipo de información, lo que constituye una tarea pendiente.

En el Cuadro 2 se aproxima la capacidad de pago de las familias para adquirir una vivienda de interés social (valorizada en 12 UIT ó S/. 42 600) del programa Techo Propio del Fondo MiVivienda. Esta capacidad se estima a partir de supuestos razonables sobre el período de pago (20 años), cuota inicial (10 por ciento del valor de la vivienda) y considera el otorgamiento del subsidio por Bono Habitacional Familiar (equivalente a cinco UIT ó S/. 17 750), lo que implica que el préstamo es de S/. 20 590.

Considerando la distribución según deciles de ingreso, bajo las actuales condiciones de tasas de interés, sólo los cinco deciles más altos pueden acceder a esta vivienda de interés social. Si la tasa de interés fuera 10 por ciento, podrían acceder los seis deciles más altos de la distribución de ingresos; es decir, el 40 por ciento de las familias no tiene la capacidad de acceder a crédito hipotecario, incluso bajos las condiciones del programa Techo Propio. Estos cálculos sugieren que hay que trabajar el tema de competencia con el fin de que se reduzcan las tasas de interés, a la vez que focalizar los programas de subsidios contemplados en los programas habitacionales gubernamentales.

CUADRO 1 ■ Evolución del crédito hipotecario

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total de créditos hipotecarios para vivienda (US\$ millones)	1 050	1 177	1 357	1 610	1 969	2 297	2 859	3 828
Variación(%)	7,4	12,1	15,3	18,6	22,3	16,7	24,5	33,9
% del total de créditos	9,2	9,5	11,4	12,5	13,0	12,4	11,0	11,5
% Cartera hipotecaria atrasada	4,5	5,7	3,7	2,6	1,6	1,1	0,9	0,8
Número de deudores banca múltiple (en miles)	n.d.	49	44	55	67	77	90	114
Tasa de interés de préstamos hipotecarios	n.d.	1	8,1	18,2	13,6	10,2	10,0	9,3

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP.



CAPACIDAD REAL. No se tiene información sobre la capacidad de pago de las familias.

LA OFERTA DE VIVIENDAS

¿Existe suficiente oferta de productos? La respuesta es negativa. Por ejemplo, el Cuadro 3 muestra que la oferta de departamentos en Lima Metropolitana se concentra en los estratos A y B. Así, de un total de 7 822 departamentos, el 59 por ciento se ubica en un rango de precios superior a S/. 175 000 (aproximadamente US\$ 60 000); 23 por ciento en el rango de S/. 121 000 a S/ 175 000; y sólo el 6 por ciento en el rango de precios menor de S/ 43 500, que corresponde a una vivienda de interés social (el programa

Techo Propio del Fondo MiVivienda comprende a viviendas con un valor de cinco UIT a 14 UIT).

Ello muestra que si se quiere desarrollar el crédito hipotecario, los instrumentos hipotecarios y el mercado de capitales, debe empezarse por enfrentar el problema de la oferta inmobiliaria para los segmentos de menores ingresos de la población. Para ello, se requiere, entre otros aspectos, trabajar con las municipalidades la disponibilidad de espacio urbano o urbanizable, puesto que actualmente no existen terrenos disponibles a precios razonables; continuar con la licitación de proyectos habitacionales en terrenos de propiedad del Estado, como el caso de Collique; promover alternativas de viviendas, como la construcción en segundo piso que permitiría una mayor densificación habitacional; y acometer el problema de las habilitaciones urbanas, para lo cual se puede promover la vinculación entre los desarrolladores y los bancos.

PRINCIPALES PROGRAMAS GUBERNAMENTALES HABITACIONALES

El gobierno maneja varios programas habitacionales a través del Fondo MiVivienda, el Banco de Materiales (BANMAT) y la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), siendo los más exitosos los del primero. En el Cuadro 4 se presentan los principales programas vigentes ejecutados por el Fondo: Techo Propio, Mi Hogar y Crédito MiVivienda Estandarizado, habiéndose concentrado sus actividades principalmente en los dos primeros programas orientados a los sectores de menores ingresos.

También se presenta la demanda efectiva y los montos de los subsidios según programas, observándose que el premio al “Buen Pagador” asciende a S/. 10 000 en el caso del programa Mi Hogar, y hasta S/. 15 000 en el caso del programa MiVivienda Estandarizado, lo que supone una inconsistencia debido a que los que acceden a una vivienda de mayor precio se benefician de un subsidio mayor. Ello implica que se debe realizar un análisis más exhaustivo de estos subsidios, con el fin de corregir los subsidios regresivos.

CUADRO 2 ■ Capacidad de pago de las familias

Decil	Ingreso medio S/.	Cuota mensual S/.	Préstamo máximo					
			14%	13%	12%	10%	7%	5%
1	59	12	992	1 048	1 109	1 254	1 540	1 796
2	194	39	3 274	3 458	3 662	4 139	5 084	5 929
3	361	90	7 621	8 050	8 524	9 634	11 836	13 802
4	545	136	11 514	12 162	12 878	14 555	17 880	20 850
5	759	190	16 023	16 925	17 921	20 256	24 883	29 017
6	1 017	254	21 477	22 685	24 021	27 149	33 352	38 892
7	1 337	401	33 875	35 781	37 888	42 822	52 605	61 344
8	1 781	534	45 117	47 656	50 462	57 034	70 065	81 703
9	2 570	771	65 109	68 773	72 823	82 307	101 111	117 907
10	5 950	1 785	150 755	159 238	168 615	190 575	234 115	273 004
% de la población en capacidad de comprar una vivienda de interés social			50%	50%	50%	60%	60%	60%

FUENTE: IPSOS APOYO. ELABORACIÓN: EL AUTOR.



De otro lado, con respecto al BANMAT, esta institución no es supervisada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), debiendo indicarse que su experiencia no ha sido positiva al registrarse problemas de gerencia, alta morosidad y casos de corrupción que han determinado que incurra en grandes pérdidas. Desde hace más de 15 años, el BID y el Banco Mundial han recomendado que se reestructure o se cierre esta entidad debido a que es una institución no necesaria. En este sentido, se considera que debe evaluarse la posibilidad de constituir un fondo estatal que apoye exclusivamente en el caso de desastres naturales.

Por su parte, las líneas de COFIDE, en particular COFICASA, no han tenido éxito porque las instituciones financieras acceden a fuentes de fondeo alternativas más baratas y con mejores condiciones, por lo que es mayormente utilizada por las microfinancieras.

RETOS DEL SECTOR VIVIENDA

El sector presenta los siguientes retos:

1. Enfrentar el desbalance entre oferta y demanda de viviendas, principalmente en los sectores de menores ingresos. La baja capacidad de pago de estos segmentos de población y la escasa oferta inmobiliaria dificultan el acceso a viviendas nuevas.
2. Promover una mayor competencia en el mercado de crédito hipotecario. Los cuatro bancos más grandes concentran más del 80 por ciento del stock del crédito hipotecario, porcentaje que es más alto si se considera la información sobre flujos. A este respecto, debe indicarse que no se cuenta con esta información: la diferencia del stock de crédito no refleja el flujo del crédito, debido entre otros factores al prepago de créditos. En este sentido, se considera que la SBS debe trabajar este tema. La Asociación de Bancos ha empezado a recibir esta información de sus bancos asociados pero no la ha hecho pública. Asimismo, se debe trabajar en recopilar y publicar información sobre los créditos hipotecarios segmentados por rango de precio de las viviendas y por rango de ingresos de los deudores, para poder realizar un mejor análisis del impacto de las políticas de vivienda.
3. Desarrollar el mercado de capitales, lo cual es indispensable para facilitar el acceso de las instituciones financieras a financiamiento de largo plazo, lo que permitiría incrementar el volumen de los créditos y sus condiciones.
4. Efectuar ajustes en los programas de subsidio directos

CUADRO 3 ■ Oferta inmobiliaria en Lima Metropolitana

Rango de precios (S./.)	No. Dptos	%
> 175 000	4 632	59,2
> 121 000 a 175 000	1 866	23,9
> 88 000 a 121 000	683	8,7
> 43 500 a 88 000	204	2,6
< 43 500	437	5,6
Total	7 822	100,0

FUENTE: GALERÍA INMOBILIARIA S.A.



Con el fin de implementar mejores políticas de vivienda se requiere contar con información, lo que constituye una tarea pendiente.



con el fin de evitar la regresividad de los mismos. Igualmente se debe mejorar la calidad de la información sobre los beneficiarios de los subsidios para tener una idea más clara del impacto de los programas y la efectividad en su focalización.

5. Generar programas de vivienda gubernamentales que brinden soluciones habitacionales para los deciles de menores ingresos. Por ejemplo, incluso considerando condiciones de 30 años y una tasa de interés de 5 por ciento, los tres deciles de menores ingresos no pueden acceder a un programa que contemple ahorro propio, subsidio por el Bono Habitacional Familiar y crédito hipotecario complementario, como el programa Techo Propio.

NECESIDAD DE DESARROLLAR INSTRUMENTOS DE LARGO PLAZO

Se plantean interrogantes y en algunos casos respuestas posibles sobre qué se debe hacer para promover instrumentos hipotecarios. Con respecto a los bonos hipotecarios, la oferta por parte de los bancos ha sido muy baja; de acuerdo al BCRP, en el período 2001-2008 ascendió a US\$ 85 millones. En este sentido, ¿se requiere incentivar la oferta? ¿se requiere cambios en la norma de calce de activos y pasivos? ¿los bancos tienen necesidad de emitir estos instrumentos? ¿es un problema de oferta o de demanda? El problema sería de oferta porque sí hay demanda de inversionistas institucionales como las administradoras de fondos de pensiones. Por ello, hay que tratar de entender por qué no existen bonos hipotecarios, para lo cual se puede revisar la experiencia de otros países y evaluar cambios normativos, si resultaran precedentes.

En el caso de la titulización de los créditos hipotecarios se requiere también revisar las razones detrás de las demoras en la emisión de estos instrumentos, que en otros países de la región han sido muy exitosos. En particular, habría que estudiar la experiencia colombiana que tiene una cartera enorme de titulizaciones de créditos hipotecarios. ¿Se debe esto a temas de mercado, a trabas

CUADRO 4 ■ Programas del Fondo MiVivienda

Programa	Características		Valor de la vivienda	Demanda efectiva (miles de hogares)
Techo Propio	Tasa aprox.	15,50%	Hasta 14 UIT	133
	Moneda	Soles		
	Plazo	Hasta 20 años		
	Bono	17 500		
Proyecto Mi Hogar	Tasa aprox.	13,40%	De 14 a 25 UIT	126
	Moneda	Soles		
	Plazo	De 10 a 30 años		
	Premio	PBP de S/. 10 mil		
Crédito Mivivienda Estandarizado	Tasa aprox.	14,45%	De 25 a 50 UIT	17
	Moneda	Soles		
	Plazo	Hasta 20 años		
	Premio	PBP 15% del total del préstamo con un máximo de S/. 15 mil		

FUENTE: FONDO MIVIVIENDA. ELABORACIÓN: EL AUTOR.

normativas o a la existencia de regulaciones que promueven este tipo de instrumentos? Se debe estudiar los costos y beneficios de distintas medidas para promover la oferta de estos instrumentos en el mercado. Esto debe incluir el análisis de las ventajas y desventajas de instrumentos ajustados por inflación o de instrumentos a largo plazo con tasa variable, para lo cual se requeriría desarrollar una tasa “benchmark” que sea confiable.

Otro tema particularmente importante se refiere a los Títulos de Crédito Hipotecarios Negociables (TCHN), los que no se han desarrollado en el mercado, no obstante presentar importantes ventajas como la ejecución extrajudicial en el caso de incumplimiento por parte de los prestatarios, entre otros aspectos favorables, lo que se debería a problemas con los registros públicos. Al respecto, si bien en el 2008 la SBS modificó el reglamento, lo que permite su utilización, la experiencia ha sido negativa: por ejemplo, desde octubre de 2008 un banco tiene problemas para emitir y registrar TCHN, habiendo tenido que recurrir al Tribunal Registral, órgano que se pronunció favorablemente respecto a su solicitud. Sin embargo, posteriormente se ha visto imposibilidad de emitir TCHN por observaciones formales por parte de diferentes registradores, las cuales no guardan relación con la naturaleza del tema. En tal sentido, una tarea pendiente es la modernización de los registros públicos para el desarrollo del mercado de capitales y la capacitación de los registradores sobre la naturaleza de este producto para así darle un tratamiento uniforme y facilitar su emisión a nivel nacional. Si no se permite el registro ágil de los TCHN no se podrán masificar. El TCHN es indispensable si se desea desarrollar las empresas administradoras hipotecarias cuya función principal es originar créditos y venderlos en el mercado, principalmente a las empresas de seguros.

Por último, es importante analizar el caso de las denominadas “hipotecas reversas”. Tal como se indicó, en el Perú hay 114 mil deudores por préstamos hipotecarios, aunque debe indicarse que, de acuerdo al Censo de Población y Vivienda 2008, el 76 por ciento de la población es propietario de sus viviendas, parte de las cuales son precarias. Independientemente de ello, existe

un stock de viviendas que no tiene hipotecas, a lo que suma que un grupo de propietarios son jubilados con ingresos bajos, ingresos que pueden mejorar si pudieran “vender a plazos” sus viviendas a cambio de una renta vitalicia mensual provista por entidades autorizadas y supervisadas a las cuales revertiría la propiedad en el caso de fallecimiento de la persona. Esta modalidad permite solucionar diferentes problemas, como por ejemplo los bajos ingresos de las personas jubiladas, y debería ser analizado a la luz de la experiencia de otros países que la utilizan, como España. ■

NECESIDAD. Se requiere desarrollar instrumentos de largo plazo.





M ECANISMOS alternativos para el financiamiento hipotecario EN EL PERÚ

RAFAEL ALCÁZAR*

En los últimos años, el sector inmobiliario peruano ha crecido de manera importante debido al incremento de los ingresos de las familias, a la mejora en las condiciones del crédito hipotecario y al impulso del Estado, con ocasión de la implementación de programas de financiamiento hipotecario para construcción de viviendas.

* Socio Principal del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas

No obstante el crecimiento ocurrido en los últimos años, aún se observa un descalce entre la oferta y la demanda de vivienda en el Perú. Efectivamente, la mayor oferta de viviendas en el Perú ha estado dirigida, principalmente, a familias de ingresos medios y altos, concentrándose una demanda insatisfecha de vivienda en los sectores de bajos recursos.

Con el propósito de reducir la brecha entre la oferta y la demanda de viviendas, las empresas del sistema financiero han incrementado la oferta de créditos hipotecarios de mediano plazo –fuente de financiamiento más utilizada para la compra de vivienda en el Perú– en casi todos los segmentos de la población. No obstante, el referido incremento no ha sido acompañado de mayores fuentes de financiamiento que permitan a las empresas del sistema financiero fondear de manera adecuada el otorgamiento de los referidos créditos. Ciertamente, una constante en el mercado hipotecario ha sido la ausencia de líneas de financiamiento a largo plazo que permitan a las empresas del sistema financiero efectuar colocaciones que tengan como sustento fondos de larga maduración, situación que genera, evidentemente, un riesgo de descalce. Dicho riesgo es, usualmente, incorporado en la tasa de interés a la que se coloca el crédito, encareciendo su acceso.

Ante tal escenario, y para preservar la estabilidad y crecimiento del mercado hipotecario, así como con el propósito de mitigar el riesgo de las empresas del sistema financiero, es necesario evaluar y utilizar modalidades alternativas de financiamiento de largo plazo que permitan fondear el otorgamiento de créditos hipotecarios. Dentro de estas alternativas, destaca el financiamiento a través del mercado de valores, el cual ha experimentado una situación de crecimiento en los últimos años, el mismo que se explica principalmente en el superávit de fondos en manos de las Administradoras Fondos de Pensiones, demandantes naturales de títulos de larga maduración.

A través del mercado de valores, las empresas del sistema financiero pueden desarrollar y negociar instrumentos y valores mobiliarios necesarios para fondear nuevas carteras de crédito hipotecario que ayuden a satisfacer la demanda de vivienda en el Perú. A continuación describiremos brevemente algunos de estos instrumentos y valores que se muestran en el diagrama 1 y que, negociados a través del mercado de valores, podrían facilitar la obtención de recursos para el financiamiento hipotecario.

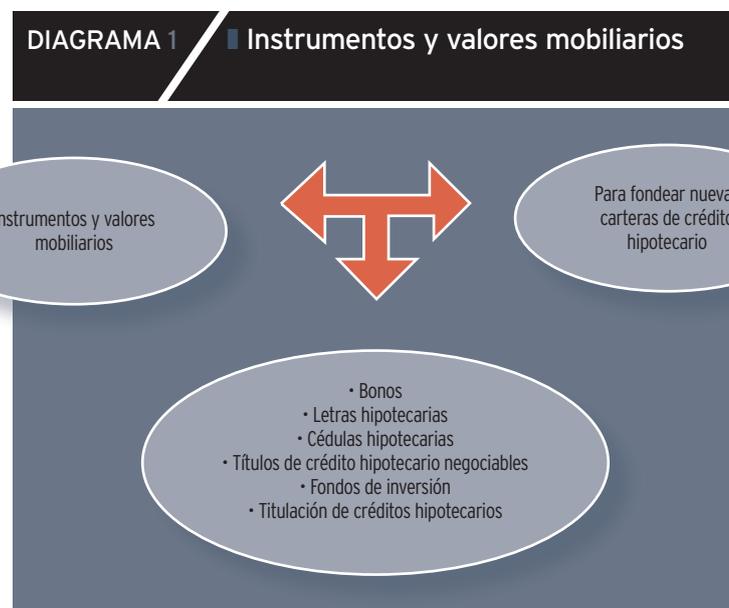
1. Instrumentos Hipotecarios (Bonos): Son instrumentos emitidos con el fin exclusivo de financiar operaciones hipotecarias y que, pagados con el flujo general de la empresa del sistema financiero que los emite, confieren a sus titulares derechos crediticios que se encuentran respaldados por créditos con garantía hipotecaria, existentes o futuros.

Estos instrumentos hipotecarios tienen, entre sus principales atractivos, la característica de excluir los activos que los respaldan así como sus correspondientes pasivos de la “masa de liquidación” de una empresa sometida al régimen de “intervención”. Es decir, en caso que la empresa del sistema financiero sea sometida al régimen de “intervención” (por suspensión de pagos de obligaciones o por liquidación), las obligaciones que sustentan los instrumentos hipotecarios, así como las correspondientes colocaciones y sus garantías hipotecarias, serán transferidas a otra empresa del sistema financiero, siendo excluidos de la masa. Esta característica constituye una garantía para los inversionistas de que estos instrumentos no quedarán descubiertos durante el plazo que dure la emisión, inclusive en un escenario de “intervención”.

No obstante lo anterior, esta alternativa de financiamiento no ha tenido mayor impacto. De acuerdo a la información mensual publicada en la página web de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV, a abril de 2009 el saldo de los bonos hipotecarios inscritos por emisión es de US \$ 200 MM, encontrándose en circulación únicamente US \$ 54 089 345,82.

Las razones por las cuales esta alternativa no ha tenido un mayor impacto, parecerían ser, principalmente, las siguientes: (i) los costos para la emisión de los instrumentos en el mercado de valores, en comparación con la utilización del ahorro del público, son relativamente altos; y, (ii) únicamente las empresas bancarias y financieras se encuentran autorizadas, per se, a emitir instrumentos hipotecarios en relación con los créditos hipotecarios que otorgan.

Al respecto, debemos señalar que, a partir del 1 de diciembre de 2008, se ampliaron los productos y operaciones financieras que las empresas del sector





microfinanciero no bancario (entiéndase Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, Cajas Rurales de Ahorro y Crédito y Edpymes), pueden desarrollar. No obstante, la emisión de instrumentos hipotecarios (artículo 221º, inciso 5 de la Ley General del Sistema Financiero) no fue incluida dentro las nuevas operaciones.

En ese sentido, las empresas del sector microfinanciero no bancarias deberán seguir, además del procedimiento de emisión y colocación regulado expresamente por las normas especiales de la materia, un procedimiento de autorización ante la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP -SBS a efecto de emitir instrumentos hipotecarios en relación con los créditos hipotecarios que otorguen; dificultando la utilización de este tipo instrumentos en dicho sector.

2. Letras Hipotecarias: Son instrumentos emitidos por una empresa del sistema financiero debidamente autorizada para hacerlo, con el propósito de respaldar un crédito hipotecario. Las letras hipotecarias se emiten por un monto inferior o igual al monto del crédito hipotecario respaldado, y otorgan a la sociedad emisora la calidad de obligado principal y único responsable de su pago.

Las letras hipotecarias se encuentran en desuso, debido a que el mercado no mostró un decidido interés por estos instrumentos.

3. Cédulas Hipotecarias: Son instrumentos representativos de deuda hipotecaria de largo plazo, no redimibles anticipadamente, que se encuentran respaldadas con la hipoteca constituida sobre el conjunto de inmuebles que queden afectos al régimen hipotecario vinculado a tales cédulas.

Estos instrumentos no han sido utilizados aún. Se podría incentivar su emisión mediante la constitución de Empresas de Capitalización Inmobiliaria, empresas cuya actividad consiste en comprar y/o edificar inmuebles, y, con relación a los mismos, celebrar contratos de capitalización inmobiliaria individual con terceros, entregando en depósito al inversionista la correspondiente unidad inmobiliaria.

4. Títulos de Crédito Hipotecario Negociables: Estos valores, regulados de manera expresa por la Ley de Títulos Valores, Ley No. 27287, constituyen instrumentos que incorporan el crédito y la garantía hipotecaria en un mismo título. Son expedidos por los Registros Públicos, a solicitud expresa del propietario de un bien susceptible de ser gravado con hipoteca, o por una empresa del sistema financiero expresamente autorizada por la SBS, en respaldo de créditos hipotecarios que sean señalados en el mismo título.

Entendemos que ha habido un importante proceso de coordinación con los Registros Públicos a efectos de implementar la emisión de Títulos de Crédito Hipotecarios Negociables en nuestro mercado, sobretudo con la creación de las Empre-

sas Administradoras Hipotecarias, empresas cuyo objeto consiste en otorgar y adquirir créditos inmobiliarios por cuenta propia y, en relación con ellos, emitir, entre otros instrumentos, dichos títulos que pueden jugar un importante rol en su emisión.

5. Fondos de Inversión: Son patrimonios autónomos integrados por aportes de personas naturales y/o jurídicas destinados a la inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos sujetos a la administración y gestión de una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.

Debido a que los recursos del Fondo de Inversión pueden ser invertidos en todo tipo de bienes y derechos, de forma diversificada o no, según lo establezca su Reglamento de Participación; hoy en día se han constituido Fondos de Inversión con el objeto de invertir sus recursos en el desarrollo del mercado inmobiliario, principalmente, a través del financiamiento de la construcción de inmuebles.

6. Titulización de Créditos Hipotecarios: Una de las alternativas más eficientes para proveer fondeo de largo plazo y promover el desarrollo del mercado de financiamiento hipotecario, es la titulización de cartera hipotecaria.

Mediante esta modalidad, las empresas del sistema financiero que otorgan créditos hipotecarios, participarán como “originadores” de un fideicomiso de titulización (o Sociedad de Propósito Especial) mediante la transferencia de su cartera de créditos hipotecarios para la constitución de un patrimonio autónomo administrado por una sociedad titulizadora.

Con cargo al patrimonio autónomo, la sociedad titulizadora emitirá y colocará valores por oferta pública o privada a diferentes inversionistas quienes, a cambio, pagarán el monto correspondiente por los valores adquiridos. Los fondos que se obtengan mediante esta operación servirán para fondear el otorgamiento de créditos hipotecarios.

Los valores emitidos con cargo al fideicomiso

CRECIMIENTO.
En los últimos años el sector inmobiliario ha tenido un importante desarrollo.





MECANISMOS ALTERNATIVOS.

Atención de demanda insatisfecha en los sectores de bajos ingresos.

de titulización, se encontrarán respaldados por la cartera de créditos hipotecarios que conforman el patrimonio autónomo; de manera que, a medida que los deudores de los créditos hipotecarios paguen el crédito otorgado, los fondos serán transferidos al patrimonio autónomo para el pago de los títulos emitidos y a favor de los inversionistas.

Esta modalidad de financiamiento no sólo contribuye con la liquidez de las empresas del sistema financiero, con la evidente mejora en sus indicadores financieros; sino que también reduce la exposición de las referidas empresas en lo que respecta a los riesgos de iliquidez y descalce.

Por tal motivo, con la finalidad de incentivar una mayor utilización de esta modalidad de financiamiento, resulta necesario revisar, entre otros aspectos reguladores, el régimen tributario aplicable a este tipo de operaciones a fin de eliminar o reducir, principalmente, costos financieros innecesarios. Entre los temas a revisar, tenemos principalmente, los siguientes:

- Aprobación de un procedimiento que permita suspender la retención del Impuesto a la Renta que deben realizar las sociedades tituladoras cuando el beneficiario del fideicomiso registre pérdidas tributarias compensables o pagos a cuenta en exceso. En la actualidad, el contribuyente (sujeto de la retención), luego de retenido el Impuesto a la Renta en los casos planteados, puede compensar o pedir la

devolución del impuesto retenido, generando costos financieros innecesarios derivados del tiempo que transcurre entre el momento de la retención y la compensación o devolución respectiva.

- Ampliación de la exoneración del Impuesto General a las Ventas (IGV) respecto de los intereses



Temas pendientes
de mejorar y resolver a efecto
de generar una mayor
competencia y utilización
de mecanismos alternativos
de financiamiento
hipotecario



provenientes de valores emitidos mediante oferta privada, en la medida que se cumplan con los requisitos establecidos por ley. Hoy en día, los referidos intereses se encuentran exonerados del Impuesto a la Renta, tanto para la oferta pública como para la oferta privada de valores, cuando se cumplan con los requisitos señalados en la norma.

- Exoneración del IGV respecto a los servicios que la sociedad tituladora respectiva y terceros prestan al fideicomiso, en la medida que los fideicomisos no generen suficientes actividades gravadas con el IGV que les permitan utilizar el crédito fiscal.

Teniendo todo ello en consideración, quedan aún temas pendientes de mejorar y resolver a efecto de generar una mayor competencia y utilización de mecanismos alternativos de financiamiento para el mercado hipotecario, tales como: (i) coordinaciones con los entes regulatorios (SBS y CONASEV) para agilizar los procedimientos relativos a la ampliación de operaciones de las empresas microfinancieras no bancarias, a efecto de facilitar la emisión de instrumentos y valores respecto de los créditos hipotecarios que otorguen; (ii) revisión del marco normativo actual para agilizar la ejecución de garantías hipotecarias con el propósito de mitigar riesgos de descalce a nivel de flujos generados por las carteras transferidas; y, (iii) adecuación del marco tributario actual a fin de generar una reducción de costos e incentivar una mayor competencia. ■

Choques externos, intervenciones cambiarias y POLÍTICA MONETARIA

CARLOS MONTORO* Y DAVID FLORIÁN**

Un análisis a partir del modelo MEGA-D.

El Perú, al ser una economía pequeña y abierta, se encuentra continuamente afectada por lo que sucede en el exterior. Así, los choques externos explican una parte significativa de las fluctuaciones que ésta presenta. Por ello es importante que el diseño de la política monetaria y fiscal ayude a atenuar el impacto de estos choques.

* Jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos.
Doctor en Economía.

** Especialista senior en Modelos Macroeconómicos.

El Perú al ser una economía pequeña y abierta se encuentra continuamente afectada por lo que sucede en el exterior. Por ejemplo, movimientos en la tasa de interés internacional determinan el flujo de capitales externos que entra o sale de la economía, lo que en última instancia afecta el tipo de cambio y gran parte de la oferta de crédito en el sistema financiero. Asimismo, variaciones en los precios de las materias primas y en el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales afectan el valor y el nivel de nuestras exportaciones, y por lo tanto la actividad económica en nuestro país.

De esta forma, los choques externos explican una parte importante de las fluctuaciones de la economía peruana. Estos choques establecen en gran medida la ocurrencia, amplitud y persistencia de las recesiones y expansiones de la actividad económica así como los co-movimientos que dichas fluctuaciones ocasionan en las demás variables macroeconómicas¹. Estas recesiones y expansiones determinan los ciclos económicos y ocurren alrededor del producto potencial o de largo plazo. Si la tasa de interés internacional y los precios de las materias primas cambian continuamente, la economía se alejará de su producto potencial y de la meta de inflación con mucha frecuencia, generando gran volatilidad en las variables macroeconómicas claves.

Asimismo, la volatilidad de la economía reduce el bienestar de la población ya que la aleja de su nivel potencial de producción y de la meta de inflación. En particular, una economía en la cual la inflación y la actividad económica fluctúan frecuentemente origina que los agentes económicos utilicen de manera ineficiente los recursos de la economía. Por esta razón es deseable que la política económica reduzca la volatilidad de las principales variables macroeconómicas como la inflación y el producto agregado, manteniéndolos cerca de su nivel objetivo y potencial, respectivamente. Es importante entonces que el diseño de la política fiscal y monetaria ayude a atenuar el impacto de los choques externos en el ciclo económico.

En este artículo analizamos diferentes esquemas de política monetaria que posee un banco central para enfrentar choques externos, tales como movimientos en la tasa de interés internacional y en el precio de las materias primas. Los diferentes esquemas de política monetaria se comparan en función de la volatilidad de la inflación y del producto que generan los choques externos. Esta comparación se realiza a partir de un modelo de equilibrio general dinámico que captura las principales regularidades

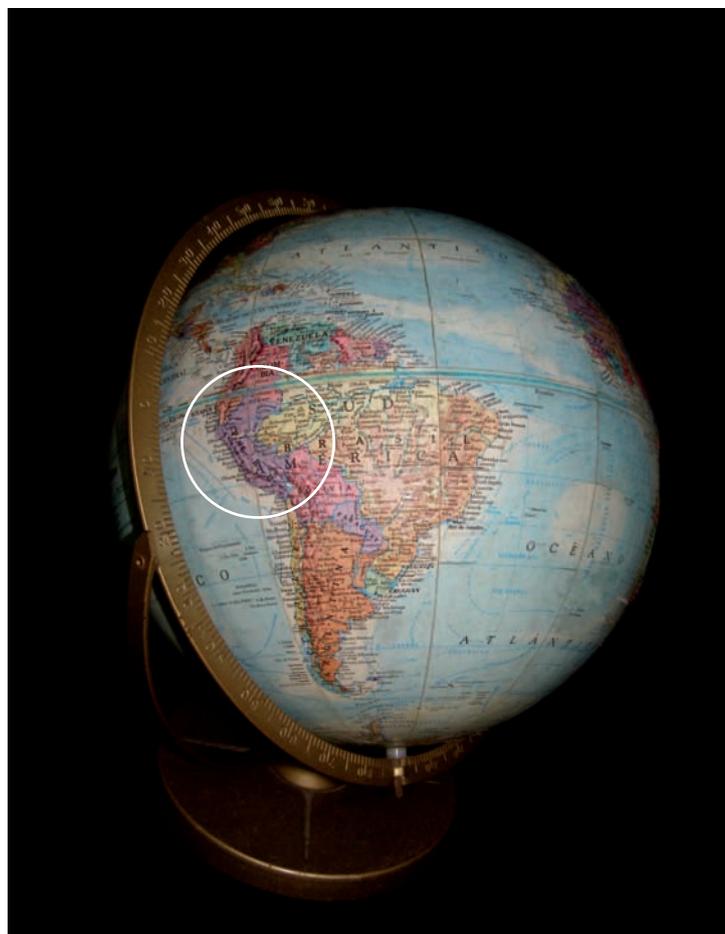
del ciclo económico de la economía peruana y que se describe brevemente en la siguiente sección.

1. EL MODELO DE EQUILIBRIO GENERAL

En este artículo se utiliza el modelo MEGA-D² desarrollado en el BCRP para hacer análisis de política monetaria. Este es un modelo macroeconómico cuyo análisis parte del comportamiento individual de los agentes económicos, es decir el análisis es microfundado. Por ejemplo, para entender la dinámica de variables importantes como el consumo y la inversión, se analizan las decisiones de las familias y las empresas. Asimismo, este modelo considera la existencia de dolarización parcial, una peculiaridad importante de la economía peruana.

Los modelos de equilibrio general microfundados surgen en la década de los 80s como respuesta a la crítica de Robert Lucas Jr.³, que invalidó el análisis económico utilizando modelos que no hacen explícito la formación de expectativas y el comportamiento de los agentes económicos. Es más, Finn

GLOBALIZACIÓN. las principales fuentes de las fluctuaciones económicas en el Perú son los choques externos.

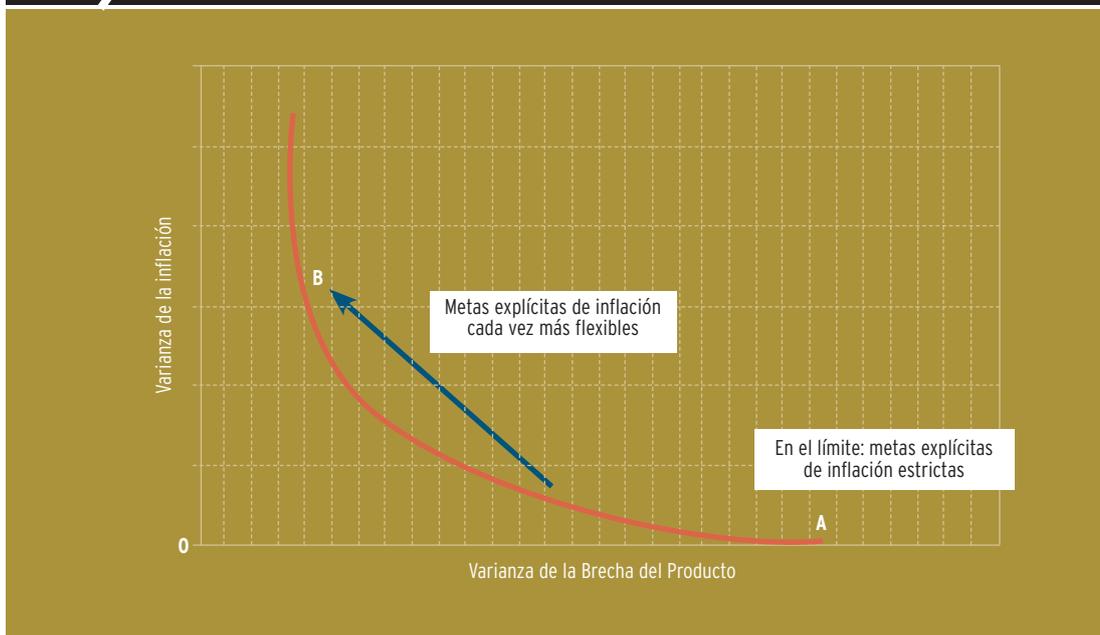


¹ Ver Castillo, P., Montoro, C. y Tuesta, V: "Hechos estilizados de la economía peruana" en Revista de Estudios Económicos No 14, año 2007.

² Las siglas MEGA-D significan Modelo de Equilibrio General Agregado con Dolarización. Para ver detalles de este modelo se puede consultar del Documento de Trabajo del BCRP N° 003-2009: "Un Modelo de Equilibrio General con Dolarización para la Economía Peruana"

³ Lucas en su trabajo "Econometric Policy Evaluation: A Critique" de 1976 (Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 1, pp. 19-46) presenta una crítica a los modelos que no consideran que la formación de expectativas de los agentes económicos es afectada también por el régimen de política económica. Bajo este análisis, los efectos de un cambio de política son distintos, dependiendo de si los agentes ajustan sus expectativas al nuevo régimen o si no lo hacen. Lucas recibió en 1995 el premio Nobel por la contribución de este trabajo.

GRÁFICO 1 ■ Frontera de Eficiencia de la Política Monetaria



Kydland y Edward Prescott recibieron el premio Nobel de economía de 2004 por postular el primer modelo de equilibrio general microfundado para estudiar las fluctuaciones macroeconómicas⁴.

Es importante desarrollar modelos de equilibrio general considerando las características particulares de cada economía, pues da un diagnóstico más certero que sirve para hacer mejores recomendaciones de política. Por esta razón, varios organismos internacionales y bancos centrales han empezado a desarrollar modelos de este tipo. Además, varios bancos centrales como los de Noruega, Canadá, Suecia, Suiza, Inglaterra y Chile, ya los están utilizando como herramienta para la toma de decisiones⁵.

2. ESQUEMAS DE POLÍTICA MONETARIA Y FRONTERAS DE EFICIENCIA

En muchos casos, los bancos centrales enfrentan un dilema de política monetaria al no poder estabilizar a la vez la brecha de producto y la inflación⁶, razón por la cual se cumplen parcialmente ambos objetivos. Para entender este dilema es útil definir la frontera de eficiencia de la política monetaria, la cual se define como la combinación de la volatilidad de la brecha del producto y la inflación, tal que no es posible disminuir la varianza de una sin aumentar la varianza de la otra variable. Cada esquema de

política monetaria genera un punto en la frontera de eficiencia. Por ejemplo, en el Gráfico 1 el punto A equivale a la volatilidad mínima de la inflación y la brecha del producto de un esquema de metas explícitas de inflación estricto. Bajo este régimen la volatilidad de la inflación es nula y la de la brecha del producto es bastante alta. A diferencia, en el punto B con una meta explícita de inflación más flexible la volatilidad de la inflación aumenta, pero la de la brecha del producto disminuye. Es decir, en un régimen de metas de inflación estricto, ésta es igual a su meta en cada periodo, mientras que en un régimen flexible la inflación converge con su meta en un horizonte mayor. Cabe mencionar que cualquier combinación de volatilidades por encima de la frontera no es eficiente.

Con el fin de caracterizar la frontera de eficiencia de la política monetaria se utiliza el MEGA-D para simular la varianza de la inflación y la brecha del producto para distintas funciones de reacción del banco central. En particular, se consideran esquemas en los que la autoridad monetaria fija la tasa de interés de referencia en función de los desvíos de la inflación futura respecto al objetivo inflación y de la brecha del producto (Regla de Taylor)⁷. Los distintos puntos en la frontera de eficiencia consideran diversas combinaciones en los pesos de ambos objetivos en la Regla de Taylor. Cabe mencionar que

⁴ Kydland y Prescott en su trabajo: "Time to Build and Aggregate Fluctuations" de 1982 (Econometrica, 50, pp. 1345-1371) responden al llamado de Lucas por modelos alternativos al paradigma Keynesiano, en el cual los mercados no se equilibran.

⁵ Camilo Tovar en su artículo "DSGE Models for Policy Analysis at Central Banks: an Overview of Issues and Challenges" de 2007 (BIS working paper N° 258) hace un recuento de los avances en el uso de modelos de equilibrio general para el análisis de política monetaria por los bancos centrales.

⁶ La brecha del producto es la diferencia entre el Producto Bruto Interno y su nivel potencial.

⁷ No se toma en consideración las distintas opciones fiscales que posee la política fiscal. Se asume que la política fiscal es completamente exógena.

a lo largo de la frontera de eficiencia se cumple el Principio de Taylor.⁸ Adicionalmente, se consideran dos regímenes de respuesta a los choques externos. En el primero se deja flotar libremente el tipo de cambio y, en el segundo, se realizan intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario (flotación administrada) con el fin de morigerar la volatilidad del tipo de cambio⁹.

3. RESULTADOS

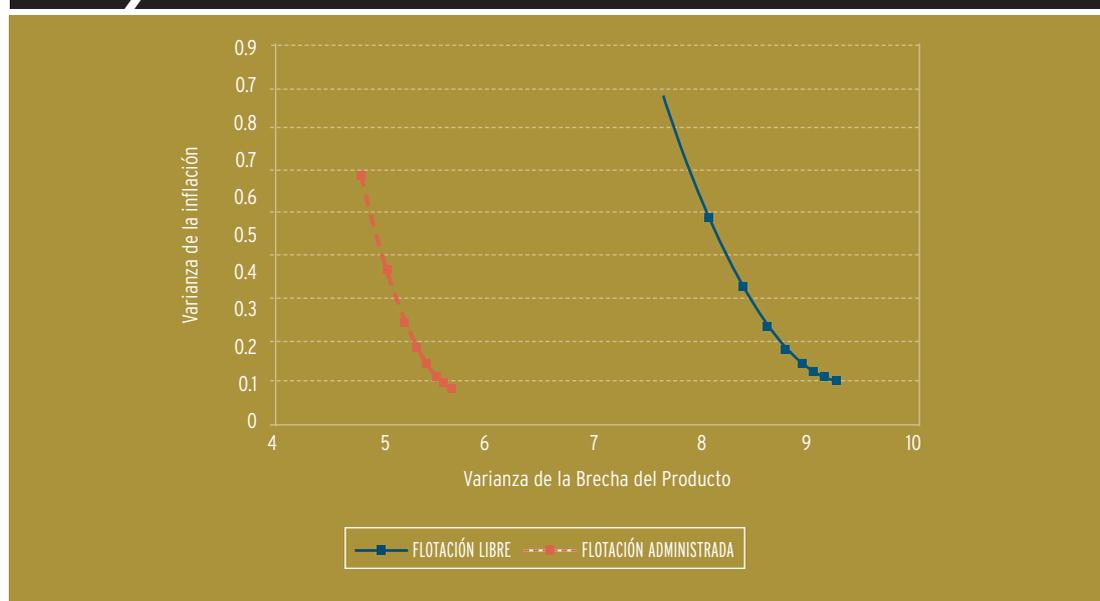
En el Gráfico 2 se muestran las fronteras de eficiencia considerando únicamente los choques a la tasa de interés internacional. Como se observa en esta figura, la frontera de eficiencia asociada al esquema de flotación administrada se encuentra por debajo de la frontera correspondiente a la de flotación libre. Este resultado sugiere que un esquema de flotación administrada es más eficiente que un esquema de flotación libre como respuesta a movimientos en la tasa de interés internacional debido a que genera menor volatilidad en la inflación y la brecha del producto. Asimismo, se puede observar que la ganancia que se obtiene bajo el esquema de flotación administrada por la menor volatilidad de la brecha del producto es mayor que la ganancia que se obtiene por la menor volatilidad de la inflación.

Este resultado se explica debido a que el principal efecto de un alza en la tasa de interés internacional

es una salida de capitales que presiona el tipo de cambio al alza. El mayor tipo de cambio afecta directamente a la demanda agregada mediante el impacto sobre las exportaciones y a la oferta agregada mediante el impacto del tipo de cambio sobre la inflación. A su vez, en una economía con dolarización parcial, este choque externo posee efectos directos sobre la inversión privada por el efecto de hoja de balance. Al estar las deudas de las empresas parcialmente denominadas en dólares, aumentos en el tipo de cambio encarecen el endeudamiento y, por ende, se reduce la inversión. En este contexto, el esquema de flotación administrada, al suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio, atenúa este mecanismo de propagación de los movimientos de la tasa de interés externa en la oferta y demanda agregada.

En el Gráfico 3 se muestran fronteras de eficiencia de política monetaria considerando choques en el precio internacional de las materias primas. A diferencia del caso anterior, se observa que la flotación administrada reduce significativamente la volatilidad de la brecha del producto pero incrementa la volatilidad de la inflación. En otras palabras, la frontera de eficiencia asociada al esquema de flotación administrada no se encuentra en su totalidad por debajo de la frontera asociada al esquema de flotación libre. Si se compara punto por punto cada una de las dos fronteras, se

GRÁFICO 2 ■ Fronteras de eficiencia condicionadas a choques en la tasa de Interés Internacional



⁸ Se conoce como el Principio de Taylor a la restricción de que el coeficiente de la inflación en el Regla de Taylor debe ser mayor a uno. Esta restricción asegura que, ante presiones inflacionarias, la tasa de interés nominal aumenta en mayor proporción que la inflación. De esta forma la tasa de interés real aumenta y contrae la demanda agregada, lo que genera que la inflación regrese a su nivel meta.

⁹ Ver el artículo de F. Gripa y R Gondo "Las Intervenciones cambiarias: ¿Son consistentes con un esquema de metas explícitas de inflación?, en Revista Moneda No. 133. A manera de ilustración, en el modelo si el banco central detecta una presión al alza en el tipo de cambio, expande la liquidez de activos en moneda extranjera para atenuar la presión cambiaria. Ver Florián, Salas y Vega (2008): "Política monetaria con intervenciones cambiarias: Redux del miedo a flotar", mimeo, BCRP. Para una explicación más detallada de la incorporación y los efectos de las intervenciones cambiarias en un modelo semi-estructural para una pequeña economía abierta.

observa que cada punto de la frontera correspondiente al esquema de flotación administrada se encuentra ubicado a la izquierda pero hacia arriba del punto de la frontera asociada al esquema de flotación libre¹⁰.

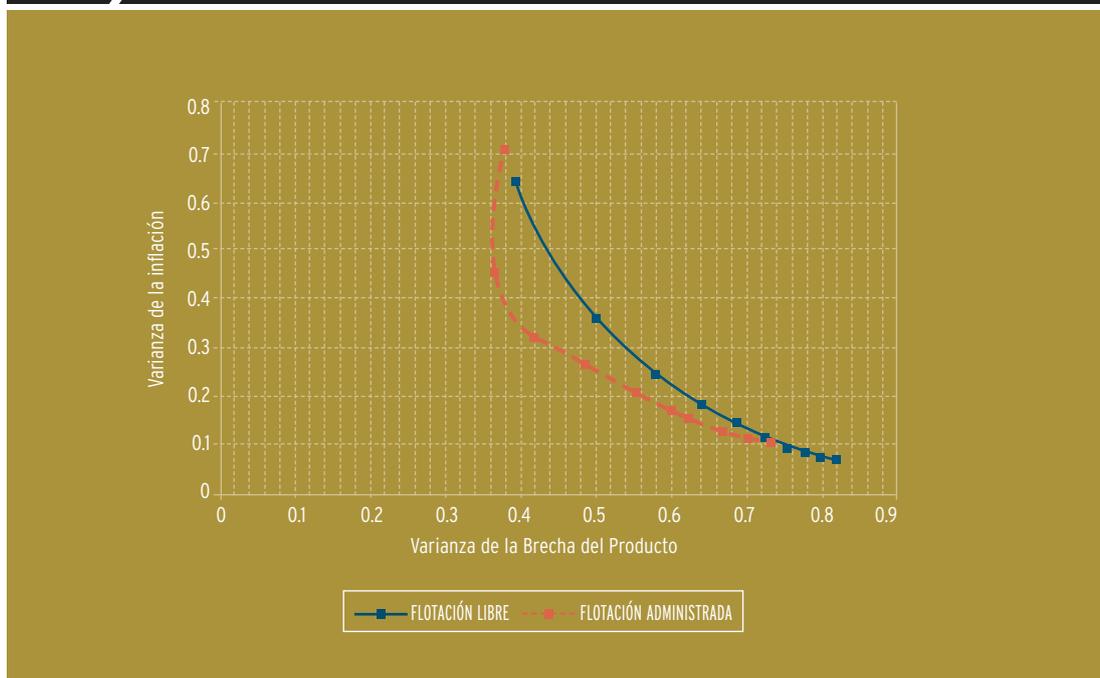
El mecanismo de propagación de un incremento en los precios de las materias primas posee tres elementos importantes: i) un efecto riqueza que aumenta directamente el nivel de actividad mediante su impacto sobre las exportaciones y el PBI primario; ii) la apreciación del tipo de cambio que este choque trae consigo; y iii) la forma como responde el gasto público, el cual se asume constante en las simulaciones por simplicidad. En este contexto, el esquema de flotación administrada tan solo atenúa el impacto que poseen los precios de las materias primas sobre el tipo de cambio más no sobre los demás mecanismos de propagación. Con esto se logra reducir la volatilidad de la brecha del producto, pero no necesariamente la volatilidad de la inflación. Esto se debe a que ante choques en los precios de las materias primas es necesario una política fiscal contracíclica que complemente a la política monetaria, con la que se podría reducir la volatilidad de ambas variables a la vez¹¹.

4. CONCLUSIONES.

Los choques externos son la principal fuente de fluctuaciones económicas en el Perú, pero el impacto final sobre la economía depende de las políticas macroeconómicas que se implementen. Para analizar la política monetaria en este contexto, hemos utilizado el MEGA-D para evaluar las ganancias en función de la volatilidad macroeconómica de dos regímenes de flotación cambiaria.

En general, los resultados sugieren que la intervención cambiaria en una economía dolarizada como la peruana, reduce la volatilidad macroeconómica ante choques externos. En el caso de choques a la tasa de interés externa, la intervención esterilizada elimina directamente el mecanismo de propagación al reducir la variabilidad del tipo de cambio, lo cual reduce la volatilidad de la brecha del producto y la inflación. Por otro lado, en el caso del precio de las materias primas, la flotación administrada no puede eliminar completamente el mecanismo de propagación de este choque por lo que reduce la volatilidad de la brecha del producto más no la de la inflación. En este caso, las intervenciones cambiarias deberían estar acompañadas de una política fiscal contra cíclica que ayude a reducir la volatilidad de ambas variables. ■

GRÁFICO 3 ■ Fronteras de eficiencia condicionadas a choque de precios de materias primas



¹⁰ Los puntos que conforman cada una de las fronteras de eficiencia corresponden a una combinación particular de los pesos relativos que la autoridad monetaria asigna entre inflación y brecha del producto en la regla de Taylor. A medida que la economía se mueve de derecha a izquierda a lo largo de una frontera de eficiencia, la autoridad monetaria incrementa el peso correspondiente a la brecha del producto en detrimento del peso correspondiente a la inflación en la regla de Taylor. Esto genera que la volatilidad de la brecha del producto se reduzca a expensas de una mayor volatilidad de la inflación.

¹¹ La mejora en los precios de las materias primas aumenta el valor de las exportaciones y por ende la demanda agregada. La flotación administrada ayuda a reducir los efectos de este choque externo sobre el tipo de cambio, pero se mantienen los efectos del crecimiento de la demanda agregada sobre la inflación. En este caso, una política fiscal contracíclica ayuda a reducir el impacto de la actividad económica sobre la inflación.

L a POLÍTICA de salarios mínimos

MARIELLE DEL VALLE *

Los debates sobre posibles ajustes del salario mínimo siempre generan discusión por su efecto sobre el empleo y la informalidad.

* Especialista Senior en Política Fiscal

En las últimas semanas las discusiones sobre posibles reajustes del salario mínimo han ocupado la atención de la opinión pública. Al respecto, las micro y pequeñas empresas (MYPES) sostienen que en la coyuntura actual de crisis financiera externa, no serían capaces de afrontar los costos adicionales asociados al aumento de sueldos de sus trabajadores, viéndose obligados al despido de una parte de ellos. Adicionalmente, esto les sería desfavorable en la medida que las MYPES contratan trabajadores poco calificados, a los cuales capacitan, por lo que el despido de sus trabajadores no sólo se traduciría en un mayor desempleo, sino en la pérdida de la inversión en capacitación realizada, lo cual complicaría aún más su situación.

Esto sugiere que la política de salarios mínimos debe ser determinada tomando en cuenta su efecto sobre el empleo y no sólo considerando el efecto esperado sobre los ingresos de la población objetivo. Para ello se debe considerar que las MYPES emplean alrededor del 70 por ciento de los trabajadores del país, y que sólo 25 por ciento de las mismas son formales y estarían obligadas a ajustar los salarios al nuevo nivel de la remuneración mínima vital (RMV), hecho que atenuaría el efecto negativo sobre el empleo¹. La concentración del empleo en empresas pequeñas, poco productivas y mayoritariamente informales, hace necesario reconsiderar los impactos de cambios en la RMV sobre el empleo y los ingresos de los trabajadores. Este artículo contribuye al debate al presentar evidencia empírica de los efectos de corto plazo de ajustes en la RMV en los niveles de empleo e informalidad. Sobre la base de estos resultados, se proponen algunos lineamientos sobre los cuales se podría formular una política de salarios mínimos.

1. EL SALARIO MÍNIMO Y SUS EFECTOS ESPERADOS

Una Ley de Salarios Mínimos tiene por objetivo establecer límites inferiores a los niveles de ingresos de los trabajadores formales del sector privado, lo cual debería mejorar las condiciones de vida de los mismos y reducir los niveles de pobreza.

Otra interpretación plausible se basa en que el impacto de estos ajustes depende de la fiscalización sobre el cumplimiento de la norma y del tamaño del sector informal. En el caso peruano, existe un considerable nivel de incumplimiento de la Ley (38 por ciento de los empleados tienen ingresos menores que el salario mínimo) y un alto nivel de informalidad (65 por ciento de los empleados son

informales), lo que contribuye a reducir el efecto sobre los ingresos. Estas características del mercado laboral estarían impidiendo que la Ley de Salarios Mínimos cumpla con el objetivo de mejorar los niveles de ingresos de los más desfavorecidos.

En países como el Perú, se esperaría que un salario mínimo por encima del equilibrio implique un costo laboral más alto para las empresas que no sólo se traduciría en mayores tasas de desempleo formal sino también en la movilidad parcial de la fuerza laboral del sector formal al informal. Por tanto, cambios en el salario mínimo peruano afectarían los niveles de empleo mediante dos canales opuestos. Por un lado aumentando los costos de producción del sector formal, lo que se traduciría en despidos principalmente en las MYPES que son las más afectadas, y en una menor tasa de empleo. Por otro lado, aumentando los niveles de informalidad lo que atenuaría el efecto negativo sobre el empleo formal.

Estudios empíricos recientes han mostrado que el salario mínimo tiene efectos diversos y muchas veces contrapuestos sobre los niveles de empleo². En este artículo se muestra evidencia empírica de los efectos de corto plazo de ajustes en el salario mínimo sobre el empleo y la informalidad. Se evaluaron los ajustes de enero de 2003 y setiembre de 2006. Los resultados muestran que existe un “efecto empleo” y un “efecto



Cambios en la RMV no sólo afectan a los salarios con ingresos alrededor de la RMV, sino también a aquellos con ingresos menores y mayores a ésta



¹ Ministerio de Trabajo (2007).

² Por ejemplo, Card y Krueger (2000) muestran que contrario a lo que predice la teoría neoclásica, no existe un impacto negativo sobre el empleo en restaurantes de comida rápida ante un aumento del salario mínimo en New Jersey. Asimismo, Stewart, (2003) no encuentra efecto significativo para el caso de Reino Unido. Por otro lado, una revisión de estudios empíricos en Latinoamérica donde las tasas de informalidad son mayores, muestra el efecto teórico esperado. Así, Maloney y Núñez (2001) encontraron efectos negativos sobre el empleo en Colombia, mientras que para el caso Brasil, Carneiro (2004) encuentra una reducción en el número de trabajos formales y un aumento de la fuerza laboral informal. Para el caso peruano, Jaramillo y López (2005) muestran un impacto negativo sobre la probabilidad de retener el empleo en el sector formal para aquellos con un salario menor a dos veces la remuneración mínima vital. Dicho efecto no sólo se limita al sector privado formal, objetivo de la Ley de Salarios Mínimos, sino que se proyecta sobre el sector informal.

GRÁFICO 1 ■ Evolución de la remuneración mínima vital
(Nuevos Soles de 1994)



FUENTE: INEI

informalidad” debido a su impacto sobre dichas variables reales. Estos efectos actuarían de forma opuesta sobre el nivel total de empleo. En primer lugar, el efecto empleo muestra que incrementos en la RMV tendrían un efecto negativo sobre los niveles de empleo del sector formal que percibe salarios iguales a la RMV y a la vez afectarían a aquellos trabajadores con rangos remunerativos distintos pero cercanos a la misma. En segundo lugar, el efecto informalidad conduciría a que el alza de la RMV se traduzca en un traspaso parcial de la fuerza laboral del sector formal al informal, atenuando el efecto negativo sobre el empleo total. Por tanto, si bien el efecto neto es negativo, existe algún grado de movilidad del sector formal al informal, que muestra la presencia de cierto nivel de sustitución entre ambos segmentos del mercado laboral y que atenuaría el efecto sobre los niveles totales de empleo.

2. EL SALARIO MÍNIMO EN EL PERÚ

En el Perú, el salario mínimo se denomina “Remuneración Mínima Vital” desde agosto de 1990. Anteriormente, tuvo otras denominaciones: Salario Mínimo (1962-1982), Unidad de Referencia (1982-1984), Ingreso Mínimo (1984-1985) e Ingreso Mínimo Legal (1985-1990). Desde el año 2001, el Consejo Nacional del Trabajo, conformado por organizaciones sindicales, gremios empresariales y representantes del Ministerio de Trabajo, ha sido el órgano encargado de la política de salarios mínimos, cuya población objetivo está constituida por

los asalariados formales del sector privado.

En la presente década, la RMV ha sido reajustada en 4 oportunidades: marzo de 2000 (S/. 410 nuevos soles), setiembre de 2003 (S/. 460 nuevos soles), enero de 2006 (S/. 500 nuevos soles) y octubre de 2007 (S/. 550 nuevos soles)³. Medidos en soles constantes, estos ajustes no han generado variaciones considerables en el salario mínimo de largo plazo. Así, el Gráfico 1 muestra cómo el nivel de mediados de 2000 es similar al de inicios de 2006. Por tanto, resulta razonable esperar que el efecto de largo plazo sea menor en la medida que estos ajustes se han diluido parcialmente con la inflación.

El mercado laboral peruano presenta una proporción importante de la población empleada con salarios debajo del mínimo, tanto en los sectores formal e informal⁴. Esto implica un nivel de incumplimiento considerable que alcanza 38 por ciento. Esto explicaría en parte el limitado impacto de los ajustes sobre los niveles de ingreso, dado que una parte de la fuerza laboral no se vería afectada por cambios en el salario mínimo.

En cuanto a la informalidad, la proporción de individuos ocupados considerados informales es de alrededor del 65 por ciento, habiendo mostrado una caída de 65 a 64 por ciento luego del ajuste de la RMV de 2003. Sin embargo esta proporción se mantuvo prácticamente constante en 65 por ciento luego del ajuste de enero de 2006. Estos resultados indicarían un efecto prácticamente nulo de ajuste de la RMV sobre la informalidad.

Respecto a los niveles de desempleo, el Cuadro 1

³ Este último ajuste se llevó a cabo en dos partes (S/. 30 nuevos soles a partir de octubre de 2007 y S/. 20 nuevos soles a partir de enero de 2008).

⁴ Debido a las limitaciones de los datos provistos por la Encuesta Permanente de Empleo, se define como informal a aquel individuo, que estando ocupado, no posee ningún tipo de seguro de salud.

muestra una ligera subida después del ajuste del año 2003, pero no en 2006. Específicamente, en la etapa previa a los ajustes de la RMV, de cada 100 personas que integraban la fuerza laboral (PEA) en Lima Metropolitana, 86 y 87 en promedio estaban ocupados, mientras que en la etapa posterior a los ajustes el número promedio de ocupados se reduce a 85 en 2003 y permanece prácticamente igual en 2006. De cada 100 personas que se encuentran ocupadas, 60 y 61 se encuentran adecuadamente empleadas⁵ antes de los aumentos de la RMV, sin ninguna variación significativa luego de los mismos.

De esta forma, se observa una reducción del empleo en 1 punto porcentual luego del ajuste de 12,2 por ciento de la RMV en setiembre de 2003 y prácticamente ningún cambio luego del ajuste de 8,7 por ciento en enero de 2006.

Estos indicadores mostrarían un efecto aparentemente nulo sobre los niveles de empleo e informalidad. Sin embargo, un análisis de comparación de promedios no distingue los efectos de los ajustes en la RMV de las características propias de cada individuo, del tipo de trabajo y sector en el que desempeñan, de sus niveles de ingreso y de los shocks macroeconómicos a los que el mercado laboral está afecto y que impactarían los niveles de empleo e informalidad. Por tanto, se necesita de un análisis que tome en cuenta dichas características, además del nivel individual de ingresos durante el periodo previo al ajuste. Específicamente, es de esperar que el ajuste

de la RMV tenga un mayor efecto sobre los niveles de empleo y condición de informalidad de aquellos trabajadores cuyo salario se aproxima a la RMV.

3. EFECTOS ESTIMADOS

Utilizando la Encuesta Permanente de Empleo (EPE) del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) para el área Metropolitana de Lima y Callao, se evaluaron los ajustes de setiembre de 2003 y enero de 2006. El análisis se desarrolló en dos partes. En la primera, se estima un modelo de diferencias en diferencias que mide los cambios en la probabilidad de retener el empleo y mantenerse en el sector informal. En la segunda parte, se obtuvieron elasticidades para medir el efecto de la RMV sobre el empleo y la informalidad, los que se construyeron sobre la base de las probabilidades predichas por el modelo.

3.1 Probabilidades

Los resultados muestran que si bien evaluando directamente las cifras globales no hay efecto significativo, cuando se calcula el efecto por rangos de ingresos, el modelo predice un impacto negativo sobre la probabilidad de retener el empleo de aquellos trabajadores con salario de hasta dos veces la RMV; y un impacto positivo sobre la probabilidad de mantenerse en el sector informal para trabajadores con salarios de hasta 1,2 veces la RMV; ambos impactos de corto plazo. De esta forma, cambios en

EFECTOS. Luego de ajustes en el salario mínimo, aumenta el número de trabajadores informales.



⁵ Se define como adecuadamente empleados a aquellos que laboran 35 o más horas a la semana y reciben ingresos por encima de la canasta mínima de consumo (líneas de pobreza para Lima Metropolitana de los años 2003 y 2005), y aquellos que trabajan menos de 35 horas semanales y no desean trabajar más horas.



CONSECUENCIAS.
El salario mínimo tiene muchos veces efectos contrapuestos sobre los niveles de empleo.

la RMV no sólo afectan a los asalariados con ingresos alrededor de la RMV, sino también a aquellos con ingresos menores y mayores a esta.

Por tanto, si el nuevo salario es superior a la productividad marginal del trabajo, los costos de las firmas se elevarían por encima del valor de su producto, obligándolas a reducir costos en el corto plazo a través de despidos. Esto afectaría particularmente a las MYPES ya que estas cuentan con capital de trabajo limitado. De igual manera, un alza en la RMV reduciría los incentivos de las empresas a formalizar a sus trabajadores, pues ello implicaría pagarles un salario más alto, además de beneficios, lo cual para muchas es imposible de afrontar, especialmente en el contexto actual. Finalmente, la salida de trabajadores dependientes del sector formal conduciría a que una parte de estos se traslade al sector informal con el fin de reinsertarse rápidamente al mercado laboral en vez de permanecer en desempleo.

3.2 Elasticidades

Los resultados globales muestran una elasticidad empleo/RMV de -0,74 y una elasticidad informalidad/RMV de 0,19. De esta forma, cambios en la RMV afectan de manera significativa el empleo de aquellos asalariados en rangos de ingresos distintos al salario mínimo, mostrando la existencia de un efecto empleo que se refleja en repercusiones no esperadas de la RMV sobre rangos de ingresos más amplios, que se originarían principalmente por el lado de la demanda, pues serían las empresas formales las que

modificarían sus decisiones de demanda de mano de obra ante cambios en la RMV.

Como se ha sugerido anteriormente, este impacto afectaría principalmente a las empresas de menor tamaño, ya que éstas cuentan con menor capital de trabajo para hacer frente a un cambio discreto en la RMV. Adicionalmente, se espera que para las empresas pequeñas la proporción de personal operativo que recibe salarios mínimos sea mayor que en empresas grandes, por lo que un ajuste al salario mínimo afectaría de mayor manera los costos de la pequeña empresa, que optaría por reducir su personal con el fin de sobrevivir.

Por otro lado, el efecto informalidad sería relevante para aquellos que estando empleados antes del ajuste, reciben un salario muy parecido o por debajo de la RMV, ya que una fracción de aquellos trabajadores que dejan el sector formal permanecería ocupado luego del mismo, optando por la actividad informal con tal de no estar desempleado.

Este efecto informalidad se sustenta principalmente por el lado de demanda ya que ante un aumento de la RMV, las empresas informales tendrían menores incentivos para formalizarse y serían ellas las que absorberían una parte de la fuerza laboral despedida del sector formal.

4. COMENTARIOS Y RECOMENDACIONES

Es ideal que todo ajuste a la RMV traslade su efecto a los salarios del sector informal y a otros rangos de la escala salarial. Sin embargo, existen efectos no

CUADRO 1 ■ Tasas de Ocupación y Desempleo (porcentajes)

	2003		2006	
	Antes	Después	Antes	Después
Desocupados/PET	9,8	10,4	9,3	9,4
Ocupados/PET	61,0	59,7	60,2	60,4
Ocupados/PEA	86,2	85,1	86,7	86,5
- Adecuadamente ocupados	60,1	59,5	61,0	61,8
- Subempleados	26,1	25,6	25,7	24,7

FUENTE: ENCUESTA PERMANENTE DE EMPLEO.

deseables en la medida que un mayor salario implica un mayor costo para las empresas formales, especialmente las pequeñas que son las más dependientes de personal operativo con salarios alrededor de la RMV. Este impacto sobre los costos se convertiría, en el corto plazo, en despidos del sector formal, concentrados especialmente en aquella fracción de la fuerza laboral que se pretende favorecer. También se ha visto que parte de estos despidos serían absorbidos por el sector informal.

Sobre esta base, y dada la reciente propuesta de incrementar el salario mínimo, surgen preguntas sobre la conveniencia de este aumento y sus efectos en el corto plazo sobre el empleo; así como los criterios para determinar el monto del ajuste y el momento en que se debe llevar a cabo.

Dado el efecto negativo sobre el empleo, resulta conveniente evitar cambios discretos importantes en la RMV con la finalidad de no generar efectos considerables sobre el empleo y la informalidad. Puesto que los efectos tenderán a atenuarse en el largo plazo, es recomendable que cada ajuste se realice en montos pequeños y en intervalos de tiempo espaciados, lo que permitirá no sólo atenuar el efecto negativo de corto plazo sobre el empleo, sino a que la atenuación de este efecto se produzca antes del siguiente ajuste.

Asimismo se debe hacer una elección cuidadosa del periodo en que resulte más oportuno realizar ajustes en la RMV. Dado que estos han mostrado tener efectos negativos de corto plazo reduciendo el empleo y aumentando la informalidad, los ajustes deben ser llevados a cabo en periodos cíclicamente altos (fase expansiva del ciclo económico) en términos de actividad económica. En el contexto actual de crisis financiera internacional, resulta evidente que un ajuste en la RMV profundizaría los efectos negativos sobre el empleo, y que no necesariamente se atenuarían con un traspaso al sector informal, ya que este también se vería afectado por la menor actividad económica, reduciendo su capacidad de absorción de la fuerza laboral.

Resulta también necesario establecer cambios en la Ley Laboral que estén orientados a reducir la alta

Se debe tener en cuenta la posición de desventaja de la MYPE para hacer frente a ajustes en el salario mínimo

rotación de la mano de obra menos calificada, lo que atenuaría los efectos negativos de corto plazo de la RMV sobre el empleo. Los esfuerzos también deben enfocarse en generar programas de capacitación que eleven la productividad de los trabajadores, de manera que los ajustes de la RMV puedan sustentarse en incrementos de la productividad; y reduzcan la proporción de la fuerza laboral que recibe ingresos mensuales menores a la RMV, que resulta ser la más afectada por los efectos negativos de la política de salarios mínimos.

Finalmente, se debe tener en cuenta la posición de desventaja de la MYPE para hacer frente a ajustes en el salario mínimo. Específicamente, un ajuste en la RMV elevaría los costos laborales de estas empresas que absorben a cerca del 70 por ciento de la población empleada, por lo que muchas de ellas reducirían su tamaño o cerrarían. En cualquiera de los dos casos, el efecto negativo sobre el empleo es evidente, y por tanto se debe contar con medidas complementarias que permitan aliviar los costos de estas empresas ante ajustes de la RMV. ■

E

Encuestas como

INSTRUMENTO

de gestión del

circulante

JOSÉ LUIS PEREYRA*
JORGE NEGRÓN Y JUAN MEDINA**

La percepción del cliente sobre los billetes y monedas en circulación es fundamental en la toma de decisiones de un Banco Central.

* Jefe del Departamento de Programación del Circulante.

** Especialistas en Programación del Circulante.

¿Cómo saber si los principales productos que se ofrecen al público, billetes y monedas, está siendo recibidos en cantidad, calidad y denominaciones adecuadas? ¿qué acción se debe tomar al respecto? Estas son algunas de las interrogantes que giran en el día a día de los responsables de la gestión del circulante de los bancos centrales.

A lo largo de los años, el Banco Central de Reserva (BCRP) ha atendido la demanda por circulante de manera adecuada; sin embargo, el aumento de la actividad económica, el incremento de los instrumentos de pago alternativos al efectivo, la creciente complejidad en la distribución del numerario, hace necesario conocer directamente la percepción del público sobre la calidad y el abastecimiento de numerario.

Las encuestas se convierten en una herramienta estadística adicional importante al conjunto de normas sobre efectivo, el monitoreo diario y la programación de la circulación del mismo. A lo largo de los últimos años, las encuestas han sido de gran utilidad en la toma de decisiones sea para dirigir acciones, confirmar hipótesis o innovar disposiciones a fin de mejorar los servicios de numerario.

Gracias a ello, se puede conocer cómo utiliza el público el numerario, qué problemas tiene en sus transacciones diarias, tales como la escasez del cambio, la falta de alguna denominación o el poco uso de otras y la percepción sobre la falsificación de billetes y monedas.

ENCUESTAS Y GESTIÓN DE CIRCULANTE

Desde 2005, el BCRP viene realizando encuestas a

nivel nacional con la finalidad de conocer y profundizar la percepción del público acerca del uso y calidad del efectivo, así como de la falsificación y difusión de las características de seguridad del numerario¹.

En ese año, se realizó una encuesta a nivel nacional² sobre falsificación de billetes y monedas y la aparente falta de sencillo. Los resultados mostraron que la mayoría de los encuestados (75 por ciento) creía que la falsificación era un problema grave, siendo los taxis y micros los lugares más frecuentes donde el público fue sorprendido con una falsificación. Más del 58 por ciento de los encuestados consideró que las medidas de seguridad eran adecuadas y más de las dos terceras partes opinaron que el abastecimiento de numerario era apropiado y que el estado de conservación de los billetes era regular.

Las acciones tomadas se dirigieron a intensificar las campañas de difusión, promover mayores penas a los falsificadores, mantener una aceptable calidad de numerario en circulación y evaluar el cambio de los diseños de la familia de billetes y monedas.

En 2006, se realizó un *focus group* sobre la "Actitud de las personas ante la moneda nacional y extranjera y las posibilidades de solarización"³. Los resultados mostraron que el público tiene una mayor preferencia por monedas y billetes de bajo valor y que existe en el mercado una adecuada cantidad de billetes y monedas. Asimismo, el público indicó que reconocen al menos tres medidas de seguridad en los billetes y que la calidad en circulación es buena.

ENCUESTAS.
Instrumento de gestión del circulante.



¹ El Banco de México utiliza las encuestas como herramienta de gestión para abordar temas como la calidad del billete, el cambio de efectivo y la falsificación, utilizando para ello encuestas telefónicas, cuantitativas, cualitativas (focus group); así como estudios anuales. Igualmente, el Banco de España realiza una encuesta anual sobre el efectivo con la finalidad de conocer la opinión de los ciudadanos sobre los billetes y monedas en circulación.

² La encuesta abarcó 13 departamentos. La muestra para personas naturales fue de 2 362, y para pequeños comercios fue de 1 404 entrevistados, pertenecientes a los niveles socioeconómicos A, B, C y D. El nivel de confianza fue de 95,5 por ciento.

³ El público objetivo estuvo compuesto por hombres y mujeres entre 20 y 60 años, que integraron cinco grupos de ocho personas cada uno y pertenecientes a los niveles socioeconómicos A, B, C y D.

Por otro lado, el público opinó que los medios de comunicación son los que advierten la presencia de numerario falsificado y no el BCRP ni los bancos, y el lugar en donde recibieron billetes falsos con mayor frecuencia fue en el transporte público.

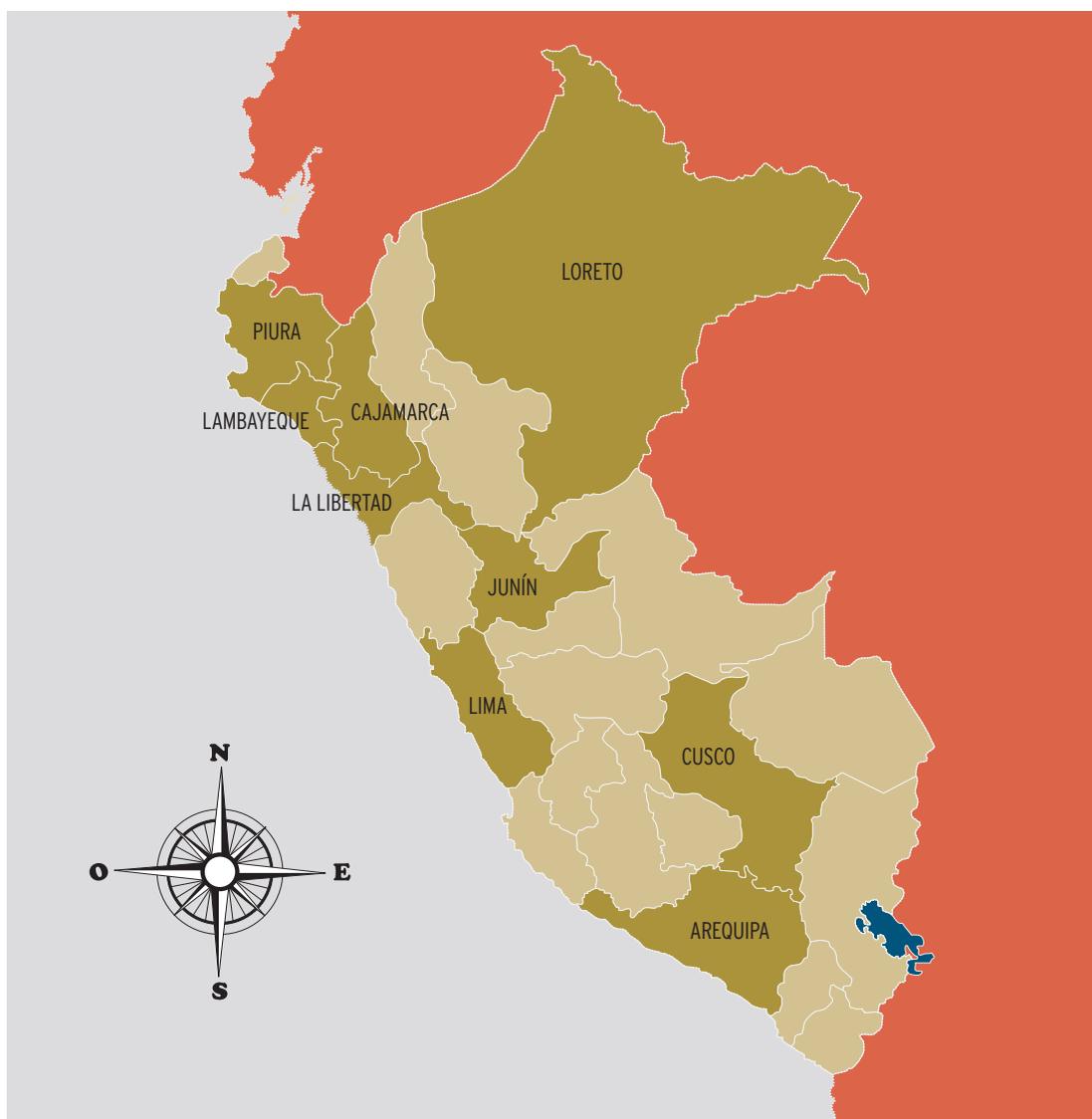
Las acciones que se tomaron fueron brindar más información al público sobre las medidas de seguridad de billetes y monedas en aquellos lugares de mayor incidencia de falsificación y evaluar la posibilidad de una campaña radial en los programas de mayor sintonía.

UN EJEMPLO CONCRETO: ENCUESTA SOBRE LA PERCEPCIÓN DEL CIRCULANTE 2008

Realizada en abril de 2008, esta encuesta estuvo dirigida a obtener información de las personas natura-

les y pequeños comercios sobre la preferencia de la moneda nacional frente a la moneda extranjera, el uso de billetes y monedas versus medios de pago alternativos⁴ y el reconocimiento de los elementos de seguridad del numerario y las falsificaciones.

El cuestionario de la encuesta fue elaborado considerando anteriores encuestas realizadas por el Banco y por otros bancos centrales⁵. Se utilizaron 52 preguntas, la mayoría de ellas abiertas. Se realizó un total de 3 766 entrevistas tanto en el ámbito urbano como rural, encuestando a 2 362 personas con edades entre los 18 y 70 años, de los niveles socio económicos A, B, C y D, residentes en los departamentos de Arequipa, Cajamarca, Cusco, La Libertad, Lambayeque, Loreto, Junín, Piura, Lima y Callao. De igual modo, se entrevistó a 1 404 propietarios de pequeños comercios (bodegas, farmacias, restaurantes, mercados, entre otros).



ÁMBITO. Urbano y rural de los departamentos nombrados. Más de 3 700 entrevistados.

⁴ En el 2000, el BCRP emprendió una reforma integral del sistema de pagos, que incluyó los pagos de alto valor y los pagos de bajo valor. Esto último consistió en el desarrollo de la Cámara de Compensación Electrónica por parte de las entidades bancarias, que involucra los pagos con cheques y las transferencias de crédito, entre otros.

⁵ Encuesta Periódica sobre Billetes y Monedas. Banco Central de la República Dominicana.

Encuesta Telefónica sobre Falsificación 2002-2006. Banco Central de México, 2006

The Eurozone, Five Years after the Introduction of Euro Coins and Banknotes. EUROBAROMETER. Analytical Report.

The Role of Central Bank Money in Payment Systems. The Bank for International Settlements, BIS. Publicación No. 55.08-2003.

CUADRO 1 ■ **Personas naturales**

TOTAL	NSE			SEXO		EDAD			ÁMBITO	
	A-B	C	D	MASC.	FEM	18-35	36-60	61-70	URBANO	RURAL
2 362	333	745	1 284	1 181	1 181	1 167	977	218	1 967	395

■ **Pequeños negocios**

TOTAL	ÁMBITO	
	URBANO	RURAL
1 404	1 084	320

FUENTE: PROPIA.

RESULTADOS

La Encuesta abarcó cuatro áreas importantes para la gestión del circulante: el conocimiento de los servicios de efectivo, el uso de billetes y monedas frente a medios de pago alternativos, la percepción de la calidad del numerario y la falsificación.

Conocimiento de los servicios de efectivo. Las personas naturales y los pequeños comercios no tienen dificultad para cambiar sus monedas y billetes. Aproximadamente las dos terceras partes de los encuestados saben que el Banco Central y los bancos realizan el cambio de billetes y monedas. Sin embargo, sólo la mitad de ellos conocen que los bancos están obligados a cambiar billetes deteriorados sin costo alguno.

La mayoría de las personas acostumbra cambiar sus monedas y billetes principalmente en bodegas y bancos.

Uso de monedas, billetes y otros medios de pago. Más del 90 por ciento de las personas naturales y pequeños comercios reciben sus pagos y realizan sus gastos en efectivo y en moneda nacional⁶. Además, más de la mitad de los entrevistados ahorran preferentemente en efectivo. Las monedas más usadas en las transacciones son las denominaciones de S/. 1,00, S/. 0,50, S/. 0,10 y S/. 5,00. Mientras que las monedas de S/. 0,01 y S/. 0,05 no son utilizadas con frecuencia debido a su poca demanda. Alrededor de las dos terceras partes de las personas naturales y pequeños comercios manifiesta que en su ciudad existe cantidad suficiente de monedas y que las denominaciones de S/. 1,00 y S/. 0,50 son las que deberían ser producidas en mayor cantidad.

Calidad de los billetes y monedas. La percepción sobre el estado de conservación de las monedas y billetes es regular, fundamentalmente fuera de Lima y en las áreas rurales. Aproximadamente, las dos terceras partes de las monedas solicitadas a los entrevistados han sido emitidas en el periodo 2000-2008 y la tercera parte restante fue acuñada en la década anterior. De manera similar, el 75 por ciento de los billetes solicitados pertenecieron a emisiones posteriores a 2005.

Falsificación y difusión. Las falsificaciones más frecuentes se presentan en las monedas de S/. 1,00 y S/. 5,00 y en los billetes de S/. 10,00 y S/. 20,00.

Las medidas de seguridad de los billetes más revisadas por los encuestados son la tinta que cambia de color, textura, hilo de seguridad y marca de agua. Para el caso de monedas, son los bordes, detalles del escudo nacional, diseño de las letras y calidad de acuñación⁷.

ACCIONES TOMADAS

A fin de determinar los niveles de deterioro de los billetes en circulación se realizó muestreos en Lima y en las áreas de influencia de las sucursales del Banco. Se encontró que alrededor del 30 por ciento no tenía la calidad adecuada para circular. En respuesta a estos resultados, el Banco dispuso la implementación de medidas para mejorar el canje de billetes deteriorados, lograr una mejor identificación del billete apto de referencia (patrón de calidad⁸), y ampliar la capacitación al personal que atiende en las ventanillas del sistema bancario, entre otras.

Se está mejorando la gestión del circulante promoviendo una mayor rotación de las monedas que están almacenadas en las bóvedas propias de los bancos, en particular, de las denominaciones de mayor preferencia S/. 0,50 y S/. 1,00. Su producción, en la Casa Nacional de Moneda, se ha aumentado con respecto a lo acuñado en 2008.

Se está enfatizando, en charlas de difusión dirigidas al público, las características de más fácil reconocimiento con la finalidad de reducir el nivel de sorpresa en la recepción de billetes. En el caso de las monedas, se está mejorando la calidad de acuñación con la finalidad de reducir el nivel de falsificación. Además, se encuentra en marcha un plan para brindar capacitación y certificación a funcionarios de los bancos para que transmitan el reconocimiento de las medidas de seguridad de los billetes y monedas al resto de su personal que atiende en ventanillas.

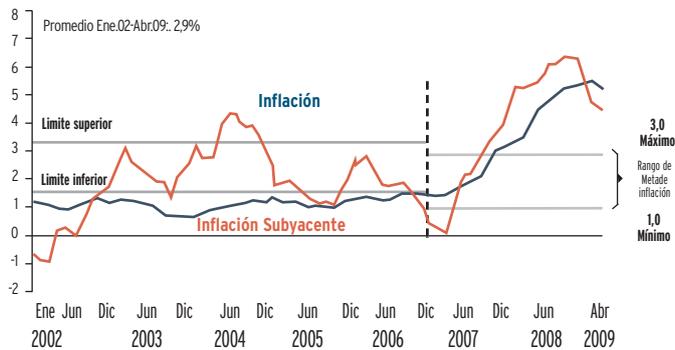
Finalmente, se está poniendo especial énfasis en el cuidado que debe brindar el público a los billetes y monedas, pues ello constituye un elemento importante en la lucha contra la falsificación. Mejorando la calidad de circulación del numerario se reduce la posibilidad de ser sorprendidos por los falsificadores. ■

⁶ Esto refleja el bajo grado de bancarización de nuestra economía. Asimismo, se debe recalcar que los pagos por medios alternativos al efectivo, en moneda nacional, representan más del 60 por ciento del total.
⁷ Es probable que algunas personas hayan asistido a las charlas que se dictan en el BCRP a nivel nacional. En 2008 se intensificaron las charlas de capacitación, habiéndose impartido 705 charlas a 41 351 asistentes (un promedio mensual de 3 446 personas) y en el periodo enero-abril de 2009 se dictaron 257 charlas a 21 565 personas (un promedio mensual de 5 391 capacitados). Además, el BCRP continuamente realiza campañas de difusión a través de entrevistas radiales a nivel nacional y se visitan las regiones que presentan mayores problemas de falsificación para capacitar directamente al sistema financiero y comercial, todo ello con el apoyo de la OCN.
⁸ Es la calidad mínima que debe reunir un billete para continuar en circulación, tomando en cuenta su textura.

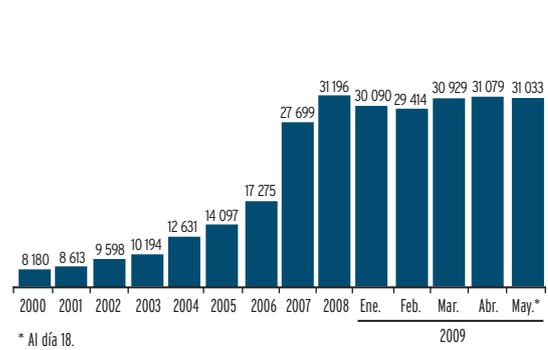


Indicadores económicos

Inflación e Inflación subyacente
(Variación porcentual últimos 12 meses)



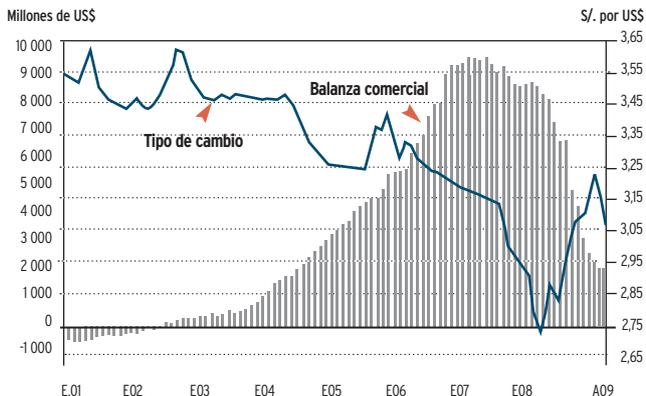
Acumulación de reservas internacionales netas
(Millones de US\$)



► En el año 2008 la inflación se ubicó por encima del límite superior del rango de la Meta de Inflación anual establecido por el Banco Central de Reserva del Perú, debido principalmente a la inflación de origen externo.

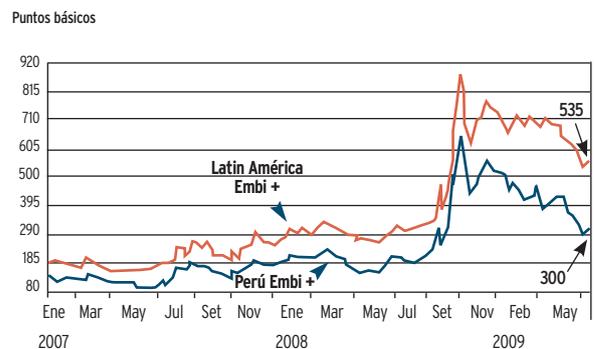
► El nivel actual de las RIN es equivalente a 4,8 veces la emisión primaria, 14 meses de importaciones y 1,6 veces al saldo total de la deuda pública externa, lo cual refleja la fortaleza del país en sus finanzas internacionales.

Balanza comercial anual y tipo de cambio promedio mensual



► El país mantiene un superávit en su balanza comercial anual que se ha reducido por la actual crisis internacional que ha afectado los precios de nuestros principales productos de exportación, así como por una mayor volatilidad de nuestra moneda.

Indicadores de riesgo país
(Enero 2007 - Mayo 2009)



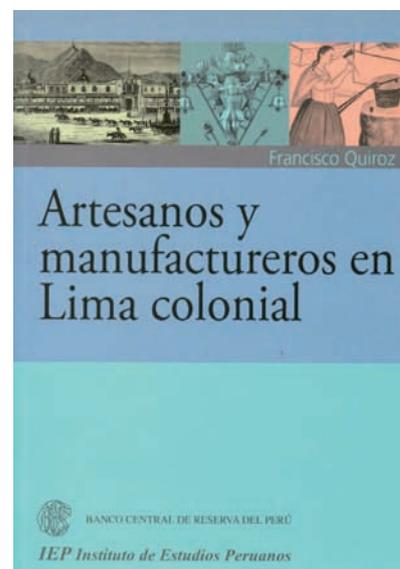
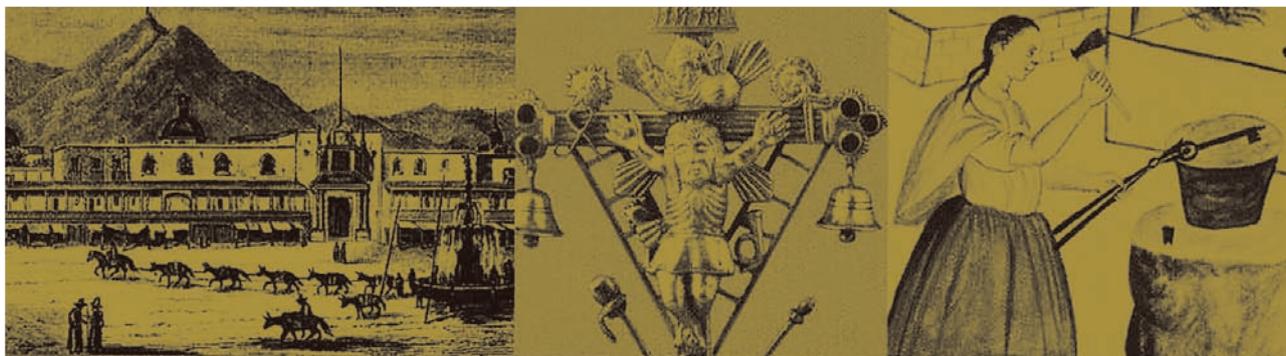
► El desempeño macroeconómico del Perú es reconocido por diversos analistas financieros, calificadoras de riesgo y consultoras internacionales. Consensus Forecast, que recopila proyecciones de los principales especialistas y banqueros de inversión nacionales e internacionales, considera que Perú liderará el dinamismo económico de la región de América Latina y registrará una tasa de inflación dentro de su rango meta, la que sería la segunda más baja de la región.

Indicadores Mensuales

	Oct.08	Nov.08	Dic.08	Ene.09	Feb.09	Mar.09	Abr.09
PBI (Var. %)	9,2	5,8	4,7	2,9	0,1	2,5	n.d.
Inflación mensual (%)	0,61	0,31	0,36	0,11	-0,07	0,36	0,02
Inflación 12 meses (%)	6,54	6,75	6,65	6,53	5,49	4,78	4,64
Tipo de cambio venta (S/. por US\$)	3,082	3,093	3,115	3,153	3,238	3,176	3,085
Tipo de cambio real (Dic 2001=100)	101,1	99,1	99,5	100,9	102,6	100,6	99,5
Tasa de ahorros (% en S/.)	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
Tasa de préstamo hasta 360 d. (% en S/.)	14,8	15,3	15,2	15,5	15,4	14,2	13,8
Tasa de ahorros (% en US\$)	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Tasa de préstamos hasta 360 d. (% en US\$)	10,2	10,1	9,9	9,6	9,3	9,2	9,0
Balanza comercial (mill. US\$)	-259	48	37	-159	260	344	n.d.
Exportaciones (mill. US\$)	2.443	2.083	1.948	1.613	1.791	1.909	n.d.
Importaciones (mill. US\$)	2.702	2.035	1.911	1.772	1.531	1.565	n.d.

Indicadores trimestrales

	2007			2008			2009	
	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.	
PBI (Var.%)	8,9	10,3	11,8	10,9	6,5	9,8	1,8	
Consumo privado	8,3	8,4	9,3	9,2	8,0	8,7	3,7	
Inversión privada	23,4	19,7	34,0	28,0	21,0	25,6	1,8	
PBI de los sectores primarios	2,7	6,3	8,0	7,8	7,2	7,4	2,6	
PBI de los sectores no primarios	10,2	11,2	12,7	11,5	6,4	10,3	1,6	
Manufactura	10,8	10,6	11,1	10,0	3,4	8,7	5,1	
BALANZA CUENTA CORRIENTE (%PBI)	1,1	-2,8	-4,5	-3,1	-2,5	-3,3	-1,7	
SECTOR PÚBLICO (%PBI)								
Resultado económico del Sector Público no Financiero	3,1	4,3	5,4	1,4	-2,7	2,1	2,2	
Ingresos corrientes del gobierno central	18,1	18,0	19,5	18,4	17,0	18,2	16,4	
Gastos no financieros del gobierno central	14,7	11,4	12,3	18,7	16,5	14,7	13,8	
Deuda pública total	29,6	27,5	25,2	23,8	24,0	24,0	24,4	
Deuda pública externa	18,7	16,7	15,5	14,6	15,1	15,1	15,9	
Deuda pública interna	11,0	10,8	9,7	9,2	8,9	8,9	8,6	



"A" RTESANOS Y manufactureros en Lima colonial"

Una visión de la
evolución urbana
de Lima

JESÚS A. COSAMALÓN AGUILAR *
Departamento de Humanidades Pontificia Universidad Católica del Perú

En contra de la tendencia de los trabajos históricos que va por la senda más bien monográfica, de menor temporalidad y con la intención de profundizar un tema, en este trabajo, Quiroz¹ intenta establecer una síntesis documentada y académica acerca de la importancia que la producción artesanal y el sector social que lo componía tuvieron en la sociedad colonial.

El trabajo de Quiroz se centra en un escenario concreto: la ciudad de Lima y aborda el tema proponiendo una periodización: la formación (siglos XVI-XVII), la industria criolla (fines del siglo XVII a mediados del s. XVIII) y las Reformas y la crisis (fines del siglo XVIII).

Una de las principales propuestas del autor es contextualizar la producción artesanal e industrial en el marco de las variables demográficas y sociales de la ciudad de Lima. Así, en las páginas del libro se pasa revista a la evolución urbana, la ubicación de los talleres e industrias, la conformación de la familia limeña, el patrón de propiedades urbanas, etcétera. La razón que sustenta esta excursión por temas conexos es que es imposible comprender cabalmente las labores productivas sin el conocimiento de la ciudad misma y de los mecanismos de trabajo que se apoyaban en la estructura familiar.

La distinción entre la producción artesanal y manufacturera es una de las claves del texto. Al principio del período colonial, el productor artesanal está representado por el típico maestro de taller, acompañado de un pequeño número de trabajadores. Esta unidad productiva funcionaba de manera doméstica, a pedido y con relaciones de trabajo generalmente no salariales o serviles. Para demostrar este aspecto, el autor recurre a numerosas evidencias documentales sustentadas en un amplísimo trabajo de archivo. En cambio, los manufactureros sí vendían anticipadamente su producción, generalmente por medio de un comerciante que se encargaba de la distribución. Incluso algunos de ellos lograban expandir sus negocios por medio de una integración vertical (incorporar actividades previas o posteriores a la fabricación) u horizontal (abrir más talleres).

En la etapa madura del orden colonial, siglos XVII-XVIII, se observa una evolución en las manufacturas hacia el tipo de industria doméstica, consistente en la entrega de materia prima a los productores por parte de comerciantes o personas no vinculadas a la producción, las cuales generalmente tenían contratos con el gobierno u otras instituciones. Esta modalidad convivió con el gran taller y los artesanos. Por esa razón, según Quiroz, la actividad de los gremios se concentró en tratar de evitar de que aquellas personas no relacionadas a la producción y los gremios participen del proceso productivo.

Hacia finales del período colonial el gran taller declina, consolidándose el artesano y el trabajo domiciliario como las modalidades productivas más importantes. La propuesta del autor es que la progresiva apertura comercial afectó principalmente al gran taller que abastecía a los

sectores más acomodados, quienes no pudieron resistir la llegada de los productos importados.

También se debe considerar – según el autor – que la eliminación de los repartos o su limitación, dejó sin mercado a una parte de la producción de los talleres. Mientras el artesano se encargaba de abastecer a la población de menores recursos, los cuales no se vieron afectados por la llegada de las importaciones.

Las características generales de la producción artesanal mencionadas, son discutidas en detalle en los capítulos 2, 3 y 4 del libro. Por ejemplo, se intenta establecer – con las limitaciones del caso – los volúmenes de producción artesanal, para lo cual se recurre a los impuestos como una manera de recomponer el total, considerando adicionalmente la evasión fiscal. Así, se logra dar un panorama de los talleres y artesanos existentes a fines del siglo XVI. También se establece las diversas formas por las cuales los artesanos y agentes dedicados a la producción se agenciaban del capital necesario. Tal tema es poco frecuente en la historiografía por lo que los hallazgos del autor son muy importantes para establecer los diversos mecanismos financieros a disposición de los productores: dotes, préstamos, habilitaciones, etcétera.

Considero que el principal aporte del libro consiste en la cuidadosa reconstrucción de las relaciones laborales establecidas en el proceso productivo, para cada uno de los períodos mencionados. Por medio de abundantes registros notariales, el autor pudo reconstruir, coherentemente, el universo de las relaciones sociales.

Tales consideraciones previas son más que suficientes para afirmar que el libro de Francisco Quiroz es muy importante para la historiografía dedicada a la historia colonial. Vale la pena añadir que aunque el texto es editado bajo la serie ‘historia económica’, este dista de ser sólo un trabajo de esta índole. Por el contrario, los temas que aborda el libro son varios y pueden ser considerados parte de la historia social y demográfica.

A pesar de los méritos del trabajo, hay aspectos que no están suficientemente bien explorados, probablemente por la falta de fuentes disponibles, pero que son necesarios de puntualizar. Ese es el caso de los precios y salarios, cuya ausencia no permite aquilatar más profundamente el peso de la producción y el valor de ella. Pero a contrapeso de estos vacíos – explicables por cierto – el texto se cierra con comentarios muy útiles acerca de las fuentes utilizadas y un glosario de términos que tanto a los especialistas como a los estudiantes le será de gran utilidad. ■

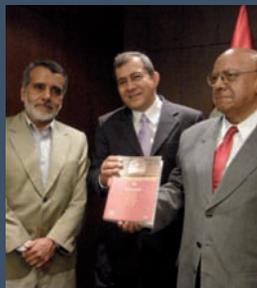
¹ Francisco Quiroz. 2008. Artesanos y manufactureros en Lima colonial. Lima: Banco Central de Reserva, Instituto de Estudios Peruanos, 267 pp.



libros y certámenes

► HISTORIA ECONÓMICA PREHISPÁNICA

Esta publicación reúne los hechos más sobresalientes del Perú antiguo explicados por especialistas con gran rigor analítico. La obra se enmarca dentro del programa editorial Compendio de Historia Económica del Perú, formado por cinco tomos cronológicamente ordenados. Con esta coedición, el Banco Central de Reserva y el Instituto de Estudios Peruanos, buscan contribuir al enriquecimiento de la comprensión de nuestra historia económica desde la antigüedad hasta la era moderna.



► LA CRISIS SUBPRIME DE ESTADOS UNIDOS: SUS EFECTOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

El Banco Central, por segundo año consecutivo, invitó a administradores de fondos de inversión de Morgan Stanley, Principal Global Investors, State Street y el HSBC, a exponer sus experiencias en el tema.



► LA CRISIS GLOBAL Y LAS RESPUESTAS DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA Y NOROCCIDENTE

El impacto de la crisis financiera internacional y los nuevos instrumentos de política monetaria utilizados para hacerle frente, fueron analizados por funcionarios de los bancos centrales del continente americano, del Banco Central Europeo y de instituciones financieras internacionales, en este evento organizado por el BCRP y el FMI.

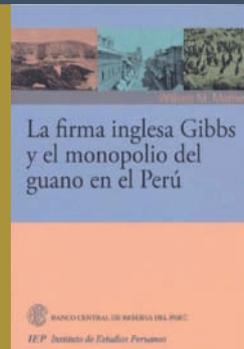
► IMPULSANDO EL FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO

En este seminario se exploró la experiencia internacional en el sistema financiero para expandir la base de créditos hipotecarios y se evaluaron las propuestas conducentes a impulsar el mercado de viviendas y su financiamiento a largo plazo en moneda nacional. Participaron en este evento expertos del país; así como especialistas de organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.



► ENCUENTRO ECONÓMICO DE LA REGIÓN CUSCO

Entre los temas tratados en este evento organizado por el Banco Central, se encuentran el de la articulación productiva y competitividad, así como la educación en alternancia y la superación de la pobreza, de vital importancia para elevar el bienestar de la población y lograr su mayor inclusión en los logros del crecimiento. Por el dinamismo que el turismo confiere a la región, fue un tema insoslayable. Los grandes proyectos de inversión fueron vistos por su aporte al desarrollo regional; así como la agricultura y la agroindustria y sus perspectivas, por las implicancias económicas y sociales que tienen.



► “LA FIRMA INGLESA GIBBS Y EL MONOPOLIO DEL HUANO EN EL PERÚ”

KENDALL BROWN WILLIAM MATHEW

William M. Mathew presenta una prolija reconstrucción de las negociaciones que debió realizar la firma inglesa Gibbs para mantenerse como principal concesionaria del monopolio del guano durante su primera época (1840-1860). Las relaciones entre las empresas provenientes de poderosas economías, como era la británica de entonces, y los gobiernos de países más débiles, como el peruano, han dado pie a una abundante y polémica reflexión, en la que palabras fuertes como imperialismo, dependencia, corrupción y chantaje, han estado presentes. Con un lenguaje alturado y una reflexión serena, William Mathew discute qué conclusiones podemos sacar de la experiencia peruana del guano respecto a las relaciones entre dos países tan diferentes en el siglo diecinueve como lo eran Perú y Gran Bretaña.



► LAS JOYAS DE LA BIBLIOTECA NACIONAL DEL PERÚ

El Banco Central de Reserva del Perú y la Biblioteca Nacional del Perú unieron esfuerzos para la publicación de este volumen que presenta los documentos más valiosos custodiados por la Biblioteca. Incluye fotografías de gran calidad, que muestran la encuadernación, diseño e ilustraciones de dichas obras. Entre los ejemplares más raros y antiguos destaca el primer libro impreso en el Perú y América del Sur: “Doctrina Cristiana y Catecismo para Instrucción de Indios”.

IV Concurso Escolar BCRP 2009

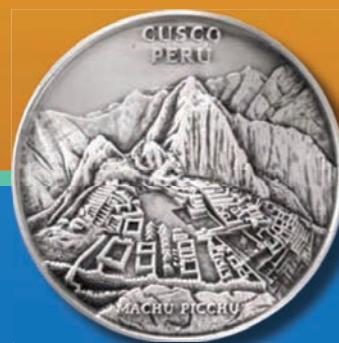
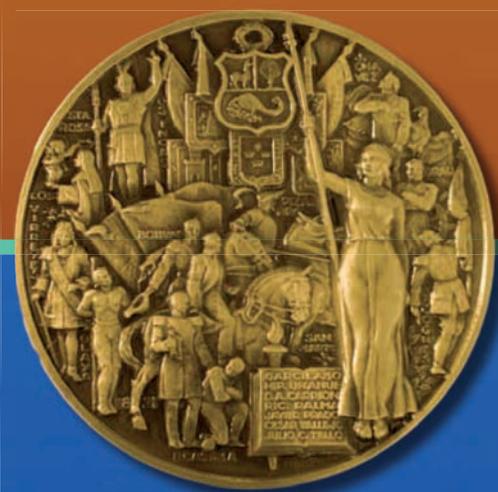


Para estudiantes de
Tercero, Cuarto y Quinto
de Secundaria

TEMAS DEL CONCURSO

Cada trabajo debe responder a uno de los siguientes temas:

- Importancia de facilitar el acceso al crédito a la pequeña y microempresa.
- Uso responsable del crédito de consumo.



PREMIOS

Primer lugar:

- A cada alumno, S/. 2 000
- Al profesor asesor, S/. 2 000
- Al colegio, una laptop y un proyector

Segundo lugar:

- A cada alumno, S/. 1 500
- Al profesor asesor, S/. 1 500
- Al colegio, una computadora (PC) y una impresora láser

Tercer lugar:

- A cada alumno, S/. 1 000
- Al profesor asesor, S/. 1 000
- Al colegio, una computadora (PC)

INSCRIPCIÓN Y ENTREGA DE TRABAJOS

Entre el 26 de mayo y 11 de agosto de 2009

- Página web del BCRP: www.bcrp.gob.pe
- Sitio: IV Concurso Escolar BCRP 2009
- Jr. A. Miró Quesada 441, Cercado, Lima

INFORMACIÓN ADICIONAL

Correo electrónico:

concurso.escolar@bcrp.gob.pe

Teléfono: 613 2471



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



Moneda de la Libertad sentada

El 14 de febrero de 1863, el presidente Miguel de San Román (1862-1863) dictó la ley que creó el "Sol". Esta nueva moneda fue acuñada con un diámetro de 37 milímetros y un peso de 25 gramos de plata de nueve décimos.

En el anverso lleva el Escudo Nacional con una corona de laureles rodeada de ramas de palma y laurel, circundado con la leyenda "REPUBLICA PERUANA. LIMA.9 DECIMOS FINO" y el año de acuñación. En el reverso muestra una alegoría de la Patria representada por una mujer sentada, vestida con una túnica larga. Sostiene en la mano izquierda una vara con el gorro frigio y en la derecha un escudo con un sol radiante. La leyenda dice: "FIRME Y FELIZ POR LA UNION". Además, se menciona el valor, "UN SOL". Esta moneda es conocida como "La Libertad Sentada."

MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ

Jirón Junín 781, Lima