

Gustavo A.
Salas Rada¹
Universidad Católica
de Colombia

El mercado hipotecario y el financiamiento de la vivienda

RESUMEN

El financiamiento a la vivienda en Colombia ha alcanzado en los últimos años un significativo desarrollo. Para ello ha sido fundamental la configuración de tres elementos complementarios: 1) la eliminación del efecto de la inflación sobre el valor de las deudas de largo plazo, primero por la vía de desarrollar una unidad de cuenta indexada a la inflación, que sea creíble y transparente (la UVR) y, posteriormente, con el abatimiento de la inflación como fenómeno macroeconómico; 2) la reforma al régimen de financiación con la expedición de la Ley 546/99, que fue clave para el nacimiento y progreso de un mercado de títulos hipotecarios, y 3) la política social de vivienda, según la cual el Estado se ha ido moviendo progresivamente, aunque tal vez con lentitud, hacia el subsidio de la demanda de vivienda de los grupos con más dificultades de acceso a los mercados privados de financiamiento. Los cambios en el entorno macroeconómico, en la legislación de la construcción y la categórica definición de un derecho a la vivienda digna comprometen al Estado colombiano a diseñar estrategias para responder al mandato constitucional, pues los esfuerzos no han sido de impactos significativos, y la política de financiamiento ha presentado fluctuaciones que han afectado su efectividad.

Palabras clave: financiamiento, vivienda, mercado hipotecario, políticas.

Mortgage market and the financing of the housing

ABSTRACT

Funding for housing in Colombia has made in recent years a significant development. It has been instrumental in fashioning three complementary elements: 1) elimination of the effect of inflation on the value of the debts of long-term, the first by way of developing a unit of account indexed to inflation, which is credible and transparent (the UVR), and subsequently with the abatement of inflation as a macroeconomic phenomenon, 2) reform the system of financing involving the issuance of the Law 546/99, which was key to the birth and achievement of a market mortgage securities, and 3) the social housing policy, under which the State has been moving gradually, though perhaps slowly, toward the allowance of demand for housing groups with more difficult access to private markets funding. The changes in the macroeconomic environment, the legislation of the construction and categorical definition of a right to decent housing to undertake Colombian state to devise strategies to respond to the constitutional mandate because the efforts have not been of significant impacts and policy Funding has presented fluctuations which have affected its effectiveness.

Key words: Funding, housing, mortgage market, policy.

Recibido: 9 de febrero de 2010
Concepto de evaluación: 31 de marzo de 2010
Aceptado: 20 de mayo de 2010

¹ Magíster en Ciencias Económicas con énfasis en Política Económica. Docente universitario de pregrado y posgrado. Investigador de la Universidad Católica de Colombia. Auxiliares de investigación: Évelin Valencia Romero, Nidya Rojas Rodríguez, Uriel Gerena Avellaneda.

1972, una estrategia del gobierno del expresidente Misael Pastrana para promover el desarrollo económico del país, a través del crecimiento de la construcción¹, permitió crear un novedoso sistema de financiamiento de vivienda utilizando una unidad de cuenta llamada unidad de poder adquisitivo constante (UPAC), que se ajustaba con la inflación (corrección monetaria) para mantener el poder adquisitivo de los ahorradores en el sistema a través de la modalidad de cuentas de ahorro en UPAC, cuyos recursos se utilizaban para financiar vivienda². Para hacer operativo dicho sistema se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV). Si en la política de financiamiento parecían estar considerados los intereses de los involucrados, entonces, ¿por qué no fue efectiva la política de vivienda?

La política de vivienda en Colombia aún está lejos de alcanzar el objetivo de aumentar el número de propietarios, reducir el déficit habitacional y garantizar soluciones de vivienda³ con planes de amortización apropiados para cada rango de ingresos. La problemática de la adquisición de vivienda⁴ se puede resumir de la siguiente manera: existen 11,2 millones de hogares, de los cuales el 73% (8,1) dispone de ingresos inferiores a 4 smlv, son mayoritariamente informales (6,6 millones) y sólo el 53% dispone capacidad de ahorro —definida

esta como la diferencia positiva entre sus ingresos y sus gastos mensuales—, porcentaje que se reduce aún más (a 30%) en el caso de los hogares arrendatarios que representan la tercera parte de la población colombiana. De ahí que el subsidio directo otorgado por el Gobierno a la adquisición de vivienda constituya la única opción disponible para los hogares con ingresos inferiores a 4 smlv y, por tanto, que la construcción de ese plan de vivienda⁵ esté en función del monto y número de subsidios asignados y desembolsados, que aún es insuficiente para atender la demanda potencial. Las acciones en materia de provisión de tierra urbanizable accesible a los más pobres se limitan a la compra aislada de tierra a altos costos, mientras los contribuyentes municipales deben financiar los costos de la urbanización, valorizando los suelos vecinos y congelando recursos en la compra de suelo; así las cosas, cabe preguntarse: ¿es viable la actividad constructora sin el apoyo al crédito? ¿Qué tan viable es la reducción del índice de precios⁶ en el sector constructor?

Existen restricciones en la política de vivienda de interés social (VIS) debido a la escasez y disparidad de producción de tierras urbanizables, lo cual se estimula con la reducción de estándares urbanísticos, con el argumento de que un mayor aprovechamiento del suelo estimula la producción de vivienda nueva⁷. De lo anterior se deduce que

1 La financiación estuvo en cabeza de cuatro entidades estatales: el Instituto de Crédito Territorial (ICT), la Caja de Crédito Agrario, el Banco Central Hipotecario y el Fondo Nacional del Ahorro.

2 "Artículo 51, CPC. Todos los colombianos tienen derecho a vivienda digna. El Estado fijará las condiciones necesarias para hacer efectivo este derecho y promoverá planes de vivienda de interés social, sistemas adecuados de financiación a largo plazo y formas asociativas de ejecución de estos programas de vivienda".

3 Se entiende por solución de vivienda el conjunto de operaciones que permite a un hogar disponer de habitación en condiciones sanitarias satisfactorias de espacio, servicios públicos y calidad de estructura, o iniciar el proceso para obtenerlas en el futuro. El subsidio familiar de vivienda de interés social se podrá aplicar a planes de vivienda nueva, construcción en sitio propio y mejoramiento.

4 La adquisición de vivienda es el proceso mediante el cual el beneficiario (de un subsidio familiar) adquiere su solución de vivienda en el mercado dentro de los planes elegibles conforme a los requisitos y procedimientos establecidos, mediante la celebración de un contrato traslativo del dominio y su posterior inscripción en la oficina de registro de instrumentos públicos competente.

5 Este plan es el conjunto de cinco o más soluciones de vivienda de interés social subsidiable, dentro de las modalidades de vivienda nueva, construcción en sitio propio o mejoramiento, desarrollado por oferentes que cumplan con las normas legales vigentes para la construcción y enajenación de la misma. En los casos de construcción en sitio propio y mejoramiento de vivienda, las soluciones pueden ser nucleadas o dispersas, objeto de una o varias licencias de construcción. Cuando la disponibilidad de recursos del presupuesto nacional para la asignación en cada departamento o los recursos del Fovis de la caja de compensación familiar sean menores al equivalente a cinco subsidios familiares de vivienda, no se tendrá en cuenta el límite en el número de viviendas aquí establecido.

6 Banco de la República. *Comportamiento del índice de precios de la vivienda usada IPVU. 2005*. Índice ajustado. Bogotá: Subgerencia de Estudios Económicos, 2006.

7 Las soluciones de adquisición de vivienda nueva a las que podrá aplicarse el subsidio familiar de vivienda de interés social deberán contemplar como mínimo, además del lote urbanizado, una edificación conformada por un espacio múltiple, cocina, lavadero o acceso a este, baño con sanitario, lavamanos y ducha; adicionalmente, deberán posibilitar el desarrollo posterior de la vivienda para incorporar dos espacios independientes para alcobas.

la urbanización informal continuará creciendo así como la localización de población en zonas de riesgo mitigable o no a altísimos costos, pues el regulador tendrá problemas de asignación óptima y de focalización para atender a las familias más vulnerables. Es natural preguntarse: ¿el sistema de financiamiento de vivienda, tal como está estructurado, es viable a largo plazo?

Este artículo tiene como objetivo analizar el mercado hipotecario y la política de financiamiento de vivienda en Colombia en el periodo 1990-2008, iniciando con una visión retrospectiva del mercado hipotecario para luego seguir con el análisis de la cartera hipotecaria y las tasas de interés. Asimismo, se describen los factores que inciden en el sector constructor y la demanda de vivienda en un contexto caracterizado por una creciente aversión al riesgo de crédito para el 2009. Por último, se pretende analizar la política de financiamiento y las reformas de políticas económicas orientadas a dinamizar el mercado inmobiliario e hipotecario que se implementan en Colombia.

El ordenamiento institucional y jurídico⁸, aunque siempre perfectible, contiene en Colombia un balance entre los derechos de deudores y acreedores, incluyendo los procedimientos para ejecutar las garantías reales que acompañan a los créditos⁹ hipotecarios. Esto, unido a políticas comerciales de parte de los emisores de los créditos, y a un estricto sistema de gestión del riesgo financiero, ha permitido que en la última década los mercados de financiamiento hipotecario se desarrollen. Si el Estado es aún un agente relevante en la provisión de financiamiento para la vivienda, es porque quedan rezagos de una política de intervención directa en apoyo de los grupos vulnerables de la población colombiana. Sin embargo, en la medida que el ingreso per cápita del país ha ido subiendo, y que las prácticas comerciales de respeto a los derechos de propiedad se han ido consolidando,

el Estado ha ido retirándose de la provisión directa de financiamiento y abriendo nuevos espacios al sistema financiero privado para abarcar operaciones de menor monto.

Con todo, queda aún camino por recorrer hacia la reducción de las tasas de interés¹⁰; el abaratamiento de los costos de transacción¹¹, especialmente en la etapa de emisión de los créditos¹², la estimación de los riesgos financieros no cubiertos en la actualidad, y la mejora de las posibilidades de acceso al financiamiento a diferentes sectores de la sociedad¹³ ha ido retirándose de la provisión directa de financiamiento y abriendo nuevos espacios e incentivos¹⁴ al sistema financiero privado para abarcar operaciones de menor monto.

INVESTIGACIONES ANTERIORES

El financiamiento a la vivienda¹⁵ en Colombia ha alcanzado en los últimos años un significativo desarrollo, según encuestas de percepción ciudadana¹⁶. Para ello ha sido fundamental¹⁷ la configuración de tres elementos complementarios: 1) la eliminación del efecto de la inflación sobre el valor de las deudas de largo plazo, primero por la vía de desarrollar una unidad de cuenta indexada a la inflación, que sea creíble y transparente (la UVR),

8 Montealegre, Eduardo. *Constitución y vivienda. Estudios sobre la liquidación y reliquidación de los créditos de vivienda en los sistemas UPAC y UVR*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2006.

9 Cuéllar, María Mercedes. El crédito hipotecario en Colombia. *Revista Coyuntura Económica*, ed. especial 35 años. Bogotá: Fedesarrollo, 2005.

10 Galindo, Arturo y Hofstetter, Marc. *Determinantes de la tasa de interés de los créditos hipotecarios en Colombia*. Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes, agosto de 2006.

11 Jaramillo, Samuel. *Precios inmobiliarios en el mercado de vivienda en Bogotá 1970-2004*. Bogotá: Universidad de los Andes, 2005.

12 Ramírez, Manuel y Otero, Jesús. *Determinantes de los desembolsos de crédito hipotecario*. Documento elaborado para la ICAV, Bogotá, 2004.

13 Departamento Nacional de Planeación. *Estimaciones de pobreza e indigencia en Colombia, 2005*, III trimestre, abril 2006.

14 Echeverri, Juan Carlos y Jaramillo, Christian. *Esquemas impositivos en el sector financiero, con énfasis en el sector hipotecario*. Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes, 2005.

15 López P., Martha. La vivienda como colateral; política monetaria, precios de la vivienda y consumo en Colombia. Borradores de Economía, 299. Bogotá: Banco de la República. Bogotá, Cómo vamos. *Encuesta anual de percepción ciudadana*. Bogotá, 2006.

17 Junguito, Roberto, López, Enrique, Misas, Martha y Sarmiento, Eduardo. La edificación y la política macroeconómica. *Borradores de Economía*. Bogotá: Banco de la República, 1995.

y posteriormente con el abatimiento de la inflación¹⁸ como fenómeno macroeconómico; 2) la reforma al régimen de financiación con la expedición de la Ley 546 de 1999, que fue clave para el nacimiento y progreso de un mercado de títulos hipotecarios, y 3) la política social de vivienda¹⁹, según la cual el Estado se ha ido moviendo progresivamente, aunque tal vez con lentitud, hacia el subsidio²⁰ de la demanda de vivienda de los grupos²¹ con más dificultades de acceso a los mercados privados de financiamiento.

EL MERCADO HIPOTECARIO

Para entender los ciclos hipotecarios es importante distinguir el efecto riqueza. Tal efecto postula que la dinámica de largo plazo se determina por los flujos de ingreso de los hogares, mientras que las fluctuaciones de ciclos de corto plazo son originadas por el efecto *stock* resultante de la valoración de mercado de los bienes hipotecarios²². Tanto para los hogares como para los mercados se ha hecho evidente que un incremento (decrecimiento) coyuntural muy significativo en su nivel de ingreso puede generar

estos marcados ciclos económicos provenientes de la valorización (desvalorización) hipotecaria. Los cambios en valoración provenientes de burbujas especulativas generan variaciones en el consumo de los hogares, ya que estos pueden decidir entre si prepagan parte de la deuda o si incrementan temporalmente su consumo.

La magnitud de estos efectos sobre el consumo cíclico depende de la relación propietarios/ arrendatarios, la cual suele fluctuar alrededor de 70-30% en los países desarrollados y entre 40-60% en los subdesarrollados. Diversos estudios han encontrado que el efecto riqueza hipotecaria sobre el ciclo de corto plazo ha fluctuado entre 0,2-0,4% del PIB, lo cual no es nada despreciable. El impacto especulativo sobre los mercados de renta variable ha sido aún más pronunciado durante las crisis recientes, y el efecto dominó conjunto ha llevado a intervenciones que, en promedio, han requerido capitales por el equivalente a 6% del PIB²³. El ejemplo más reciente ha sido el de la actual crisis hipotecaria y bursátil de los Estados Unidos, la cual requerirá inyecciones de capital privado del orden del 2% del PIB y recursos públicos por cerca de 8% del PIB. Es evidente que la burbuja hipotecaria internacional generó el típico efecto de auge en el periodo 2000-2007 y de colapso durante 2008-2009. El ciclo de valorización de los activos hipotecarios tiene un papel central en la dinámica económica. El consumo de los hogares se ve impulsado en un ciclo de valorización de activos, mientras que se ve deprimido en uno de desvalorización. Al contrastar los ciclos de consumo de los hogares arriba del 5% anual en los años 2003-2007 con las contracciones recientes a nivel de -3% anual en los Estados Unidos se observa la importancia del efecto riqueza.

18 Carrasquilla, Alberto, Galindo, Arturo e Patron, Hilde. Endeudamiento e inflación de activos en Colombia. Asobancaria, XIV Simposio sobre Mercado de Capitales, Medellín, 1994.

19 Clavijo, Sergio, Jana, Michel y Muñoz, Santiago. La vivienda en Colombia: sus determinantes socioeconómicos y financieros. *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto de 2004.

20 Ceron, Harold y Echeverri, Diego. Análisis a proyectos de vivienda de interés social presentados para otorgamiento de subsidio, ponencia para la Mesa de Vivienda VIS de la Universidad de los Andes, Bogotá.

21 Departamento Nacional de Planeación. *Importancia estratégica del programa de subsidio familiar de vivienda*. Documento Conpes 3403, 12 de diciembre de 2005.

22 El efecto de saldos reales le permitió a Don Patinkin utilizar conjuntamente el modelo de Walras y la teoría cuantitativa, con lo cual le proporcionó fundamentos microeconómicos a la teoría monetaria. De esta forma, el profesor de la Universidad Hebrea logró integrar la teoría monetaria con la teoría del valor, ya que la demanda de saldos reales es gobernada por las mismas consideraciones de utilidad que el resto de bienes y, además, tanto el nivel general de precios, como los precios relativos, están determinados dentro del mismo modelo de equilibrio general. Estas ideas han ganado gran relevancia por cuenta de las crisis hipotecarias recurrentes a nivel del mundo desarrollado (Estados Unidos 1980-1982 y 2007-2009 o Gran Bretaña 1990-1994 y 2007-2009) y también de los mercados emergentes (Tailandia 1997-1998 o Colombia 1998-2001).

23 FMI, 2008.

LA CARTERA Y EL ENDEUDAMIENTO HIPOTECARIO

El endeudamiento de los hogares en Colombia se refería inicialmente a los créditos de vivienda. Sin embargo, durante el periodo 2003-2008 dicho endeudamiento se extendió hacia los créditos de consumo. Asobancaria ha estimado que mientras que la relación crédito consumo/PIB pasó de 7 a 10% en la última década, la relación crédito hipotecario/PIB cayó de 11 a 4%, dándose una importante sustitución en la fuente de endeudamiento de hipotecas hacia consumo. A nivel de los hogares, se ha estimado que dichos préstamos de consumo se incrementaron del 40 al 74% del total de su endeudamiento durante los años 2002-2007.

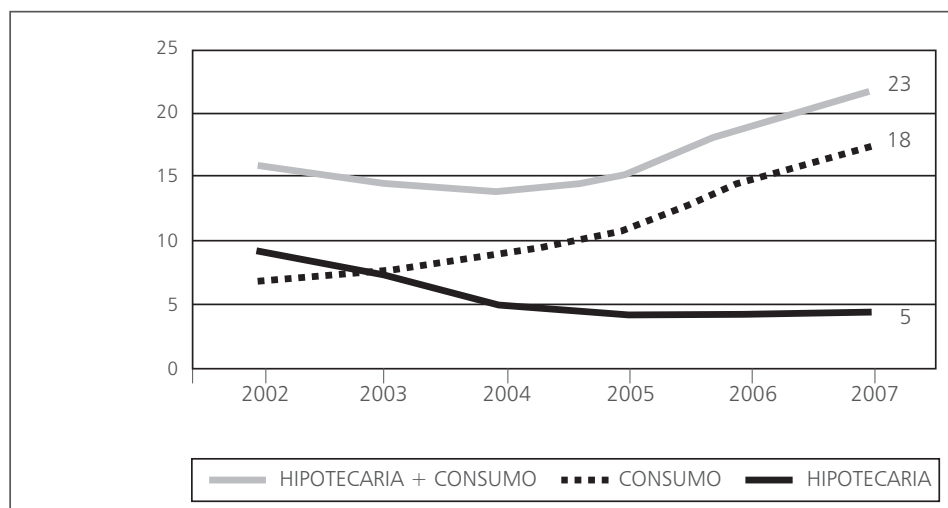
La pregunta es cuánto del servicio de esta deuda viene comprometiendo el ingreso disponible de dichos hogares, y en qué medida la relación deuda/ingreso podría estar amenazando la estabilidad financiera futura de adquisición de vivienda. ANIF ha estimado que, en Colombia, la relación deuda

/ ingreso disponible debió estar cercana al 23% al cierre de 2007 (gráfico 1). Si bien este porcentaje luce relativamente bajo frente al de Estados Unidos, cabe resaltar su tendencia ascendente durante el periodo 2004-2007, con un incremento de 8,5 puntos porcentuales. Asimismo, la carga financiera de los hogares en Colombia, calculada como pagos por intereses/ingreso disponible, ha venido en aumento al pasar de 3,6% (= 3,0 consumo + 0,6% hipotecario) en 2006 a 5,2% (= 4,5% consumo + 0,7% hipotecario) en 2007 (gráfico 2). El Banco de la República²⁴ ha calculado una relación más elevada, pasando de 5,2 a 6,7% entre 2006-2007, debido a que su denominador es más bajo, pues toma únicamente la remuneración a los asalariados, pero este es solo uno de los componentes del ingreso disponible de los hogares.

²⁴ El "Reporte de estabilidad financiera" del Banco de la República presenta el desarrollo del sistema financiero y las implicaciones para su estabilidad; además, estimula la discusión de los temas relacionados con el desarrollo y la estabilidad del sistema financiero colombiano a largo plazo. Disponible en: www.banrep.gov.co

Gráfico 1.

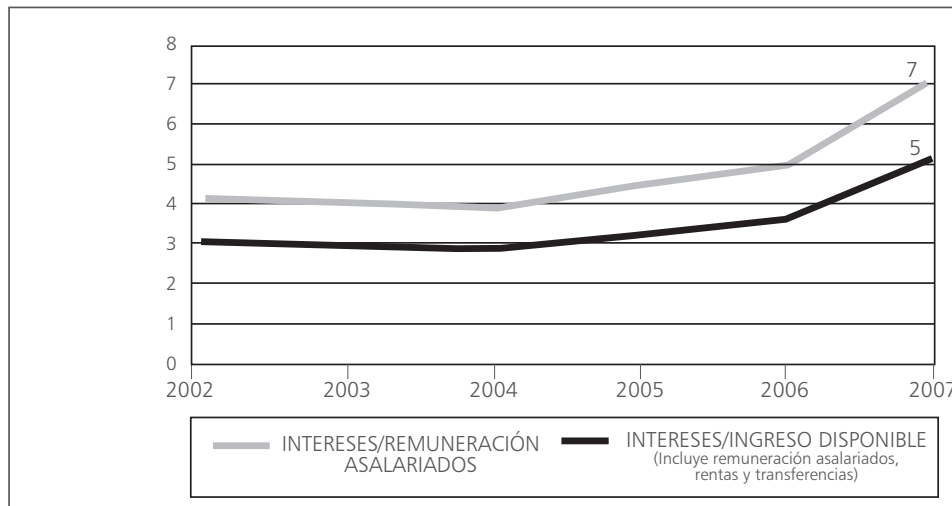
Deuda hipotecaria y de consumo/ingreso disponible de los hogares (%)



Fuente: DANE, Superfinanciera y cálculos ANIF.

Gráfico 2.

Pago por intereses (cartera hipotecaria y de consumo)/ingreso de los hogares (%)



Fuente: Dane, Superfinanciera y cálculos ANIF.

En Estados Unidos se estima que la relación deuda/ingreso disponible de los hogares está alrededor del 130%. Esto ha generado un gran descalabro financiero, en momentos en que se desvalorizan los activos de los hogares y se venían elevando sus obligaciones, especialmente las hipotecarias. La contrapartida macroeconómica de este elevado endeudamiento de los hogares es su baja capacidad de ahorro, del orden del 8-9% de su ingreso anual.

Ahora bien, al considerar las amortizaciones a capital de los créditos de consumo e hipotecarios dentro de la carga financiera de los hogares, se tiene que el total del servicio de estas deudas compromete actualmente entre el 13-23% del ingreso disponible, según los plazos de amortización (1 a 3 años en consumo y 10 años en hipotecario).

Estas cifras dirían que el ingreso disponible de los hogares colombianos luce algo presionado por las cargas financieras asociadas a los créditos de consumo e hipotecarios, pero sin exceder aún el límite del 25-30% de sus ingresos. De hecho, los análisis de comportamiento de las cosechas crediticias de la Superintendencia Financiera vienen mostrando un deterioro creciente, y en el caso

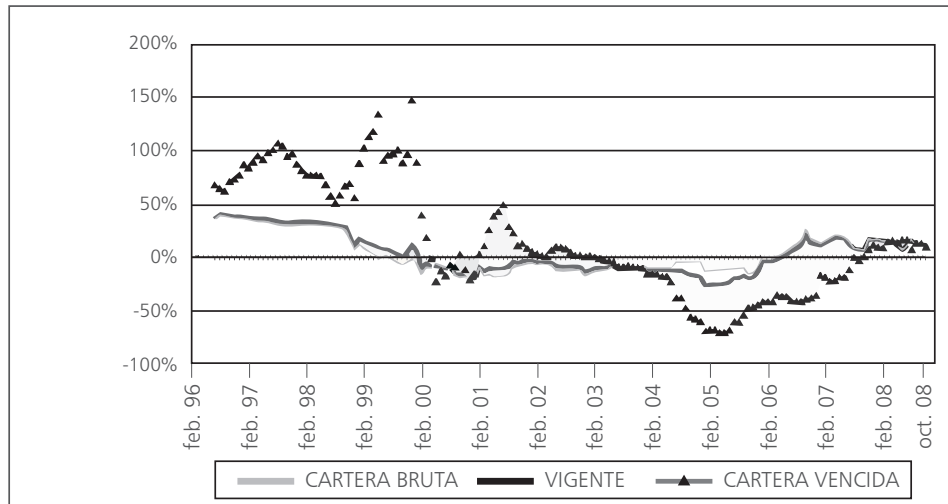
de los créditos de consumo la cartera vencida ya bordea el 7%. Si bien puede argumentarse que la relación Cartera/PIB continúa siendo baja para los estándares internacionales (28% en Colombia frente al 63% de Chile o el 76% de Corea del Sur), es claro que un crecimiento de los flujos crediticios muy acelerados tiende a generar desorden en los mercados financieros.

Después de haberse contraído durante los años 1998-2005 (gráfico 3), la cartera hipotecaria ha empezado a expandirse en términos reales. Su saldo bordeó nuevamente los \$9 billones al cierre de 2007, tras expandirse a ritmos del 17% anual. Sin embargo, este acervo de cartera hipotecaria a duras penas representa un 4% del PIB (incluyendo la titularizada), tras haber bordeado un 11% del PIB una década atrás, antes del estallido de la crisis hipotecaria.

Obsérvese cómo la cartera hipotecaria ha pasado a niveles por debajo del 10% en los últimos meses. El punto más importante por resaltar es que parece probable una frenada súbita de los flujos de financiación que provee la banca al sector constructor, ante el límite a las tasas de interés hipotecario y el endeudamiento de los hogares.

Gráfico 3.

Cartera bruta y vencida de vivienda. Crecimiento anual



Fuente: Superintendencia Financiera, 2008.

Adicionalmente, el Banco de la República (BR) elevó su tasa de interés repo-central²⁵ de 6% en abril de 2006 a 10% en 2008. Aunque inicialmente el canal de transmisión de la política monetaria-crediticia había estado obstruido por cuenta de las intervenciones cambiarias discrecionales, finalmente en el segundo semestre de 2008 se vio repuntar la DTF a niveles cercanos al 10%. En este proceso jugaron un papel crucial las restricciones monetarias cuantitativas adoptadas en 2007 mediante la elevación del encaje medio-marginal²⁶. Estas medidas eran necesarias para lograr un ordenado “enfriamiento” crediticio de la economía colombiana con un rebrote inflacionario²⁷.

25 Un elemento clave en las discusiones sobre la conveniencia de haber elevado la tasa repo, llevándola a niveles de 10% en 2008, es el relacionado con la demanda agregada y el soporte que le viene dando la expansión crediticia.

26 Dado el rebrote inflacionario que se tuvo durante todo el 2008, resulta algo prematuro pensar en desmontar dicho esquema de encajes. Pero tan pronto se haga evidente que dichas presiones inflacionarias se han despejado, el Banco de la República (BR) haría bien en desmontar el encaje marginal y modular el encaje medio.

27 El Banco de la República tuvo que contener las presiones inflacionarias durante el año 2008. Este rebrote inflacionario tiene dos claros componentes. El primero tiene que ver con el rubro de alimentos, cuya presión inflacionaria se ha elevado al pasar de ritmos de 8,5% anual en diciembre de 2007 a ritmos de 10,4% anual al corte de febrero de 2008. El segundo componente se refiere a la inflación sin

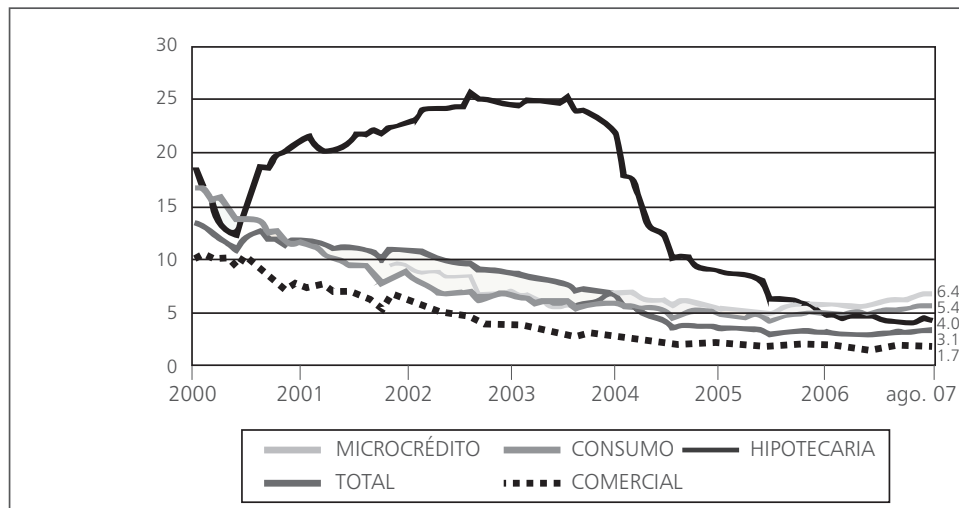
Ahora bien, dicha desaceleración se ha sentido con mayor intensidad en las carteras de microcrédito y consumo. El índice de cartera vencida (ICV) todavía se mantiene en niveles bajos (del 3,1%) para el total del sistema, cuando en el 2000 llegó a registrar niveles de 14%. Donde más progreso se ha hecho es en el saneamiento de la cartera hipotecaria, cuyo ICV fue de un 4% al cierre de agosto de 2007 frente a los valores pico de 22-25% durante la crisis 1998-2002. La ventaja respecto a los años 1998-2002 es que la cartera ahora se encuentra mejor provisionada²⁸. Sin embargo, ha sido la expansión de la cartera de consumo (ahora a niveles del 10% del PIB y representando un 30% del total) la que ha sustituido este descenso de la cartera hipotecaria. En medio de la crisis hipotecaria internacional, el sector financiero colombiano finalizó el año 2008 con un ritmo de expansión muy inferior al observado a principios en 2006, resultado de aplicar una política monetaria contractiva que buscaba controlar un rebrote de

alimentos, la cual se ubica en el techo de la meta rango (4,5% anual).

28 La medida afectará el proceso de llevar los servicios financieros a la población de bajos ingresos porque los encarecerá debido a que los bancos deberán utilizar recursos que destinarían para créditos, a cuidar la cartera.

Gráfico 4.

Indicador de calidad de cartera



Fuente: cálculos ANIF, con base en Superfinanciera.

la inflación y las presiones de demanda agregada alimentadas por la vía crediticia.

Si bien puede argumentarse que esa relación de cartera/PIB del 31% que tiene Colombia sigue siendo baja frente al 78% observado en Chile o más del 100% en los mercados de Asia, es claro que la acelerada expansión del periodo 2006-2007 amenazó con desordenar al mercado financiero local y pudo haberse convertido en una burbuja crediticia con daños colaterales. Hacia el futuro, el control de la inflación será clave para recuperar el ritmo de expansión del crédito hipotecario. Cabe recordar el interés de la banca por moverse hacia contratos a tasa fija nominal de largo plazo, bajo la premisa de que existiera un serio compromiso del Banco de la República de reducir la inflación colombiana a niveles similares a la de países desarrollados (2-4% anual), pero tal pacto ha sido aplazado. Un desborde inflacionario resultaría muy perjudicial, tanto para los bancos como para los usuarios.

Para expandir la base de la pirámide social es fundamental acelerar el crecimiento económico y combatir la pobreza de forma simultánea. Como es bien sabido, la clave está en aprovechar la doble condición de consumidor-empresario que exhiben los estratos bajos, precisamente a través del

otorgamiento del crédito para autoconstrucción o ampliación del inmueble destinado a acondicionar un área habitacional o local comercial. Con frecuencia se escucha que las bondades de la expansión crediticia del ciclo 2005-2007 radicó en vincular “nuevos clientes” sin experiencia bancaria. Pues bien, la experiencia reciente de Estados Unidos con los créditos hipotecarios-Ninja (*No-income-no-jobs-available*) y ahora la de Colombia con la acelerada expansión en los créditos de consumo y de microempresarios nos indican que ese tipo de créditos exige redoblar los controles a la gestión de riesgos financieros pues las bondades sociales de la profundización financiera en los estratos bajos no pueden hacerse sin consultar su capacidad de endeudamiento.

Puede concluirse que el “enfriamiento” crediticio que ha generado conjuntamente el Banco de la República —elevando sus tasas— y la Superfinanciera implementando sus provisiones anticíclicas, será un reto para el crecimiento en 2009. El buen nivel de provisiones del sistema financiero y la gestión del riesgo de crédito prácticamente garantizan que Colombia no sufrirá turbulencias financieras severas en medio de la crisis hipotecaria internacional.

TASAS DE INTERÉS HIPOTECARIAS

Ante la crisis del sector hipotecario, la Corte Constitucional (sentencia C-955 de 2000) le ordenó a la Junta Directiva del Banco de la República fijar la tasa de interés hipotecaria máxima. La Corte formuló dos parámetros: 1) dicha tasa límite debe ser inferior a la menor tasa real que esté cobrando el mercado en las demás operaciones crediticias (comparables), según certificación de la Superfinanciera, y 2) dicha tasa debe, en todo caso, permitirle una remuneración "normal" al sistema financiero en ese tipo de negocios. Con base en estos criterios se adoptó el límite No-VIS de 13,9% real y, a partir de diciembre de 2000 (Res. Ext. 20 del BR), el BR ratificó la tasa VIS de 11% real que se había fijado en la Ley 549 de 1999.

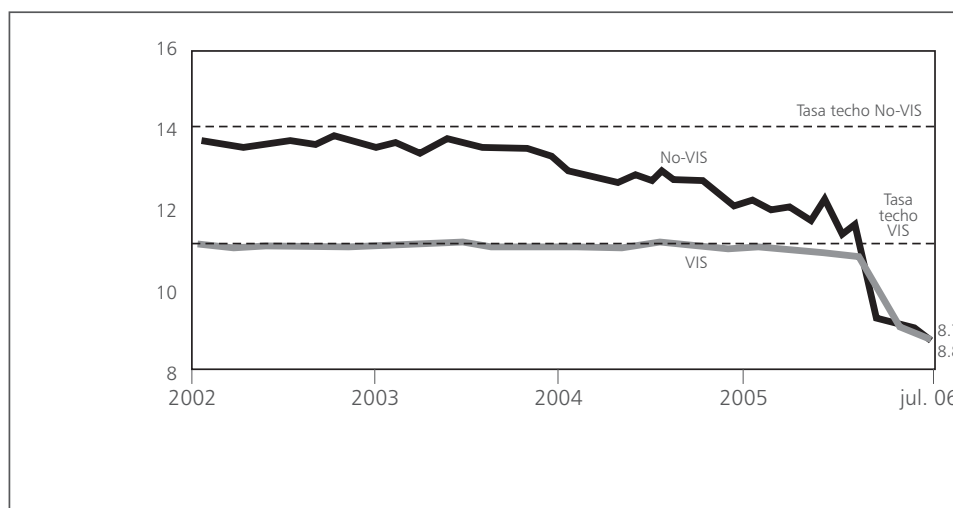
En 2004, las tasas de interés de los préstamos para adquisición de vivienda descendieron gracias a la dinámica competitiva del propio sector financiero, despegándose cada vez más del tope límite ordenado por la Corte (gráfico 5). En el caso de los créditos No-VIS, dichas tasas de interés habían descendido más de 500 puntos básicos hasta

alcanzar un promedio de 8,8% real a julio de 2006. De hecho, en los últimos meses, gracias al menor riesgo y costo, las tasas de contratación marginal se habían ubicado por debajo de las VIS. Una trayectoria similar describen las tasas de interés para constructores de vivienda, donde se observa que han llegado a un promedio de 6,5% para No-VIS y a 5,6% para VIS. Esto ha ocurrido gracias a la mejor focalización del riesgo crediticio que ha logrado el sector financiero.

El mejor comportamiento de los índices de cartera vencida durante la fase de recuperación crediticia del periodo 2003-2006 (gráficos 4 y 5), y la tendencia descendente en las tasas de interés en términos reales, permitieron que la Junta Directiva del Banco de la República, mediante Resolución 8 de 2006, determinara que la tasa de interés hipotecaria máxima pasaría de 13,9% real (vigente desde el año 2000) a 12,7% real (efectivo anual), aplicable a créditos para vivienda individual y a operaciones de *leasing* habitacional (tipo No-VIS). Adicionalmente, la Junta mantuvo en 11% real la tasa máxima remuneratoria de créditos destinados a la financiación de vivienda de interés social (VIS).

Gráfico 5.

Adquisición de vivienda en UVR (tasas de interés real)



Fuente: Superfinanciera y cálculos ANIF.

A la luz de la crisis hipotecaria (1998-2000), la Corte Constitucional de ese periodo estimó conveniente establecer dichos límites a las tasas, pues la mejor forma de promover la vivienda “digna” sería estableciendo controles. Lo anterior implica que los negocios de titularización hipotecaria afrontarían un riesgo adicional en Colombia: las carteras que fueron contratadas a determinadas tasas de interés hipotecario de largo plazo ya no podrían ser objeto de la “ingeniería” de transformación de plazos debido a la inseguridad jurídica. La razón jurídica²⁹ para aplicar ese nuevo techo “en el margen” (solo a las nuevas contrataciones) descansa en el principio de que los créditos hipotecarios, históricamente hablando, parten de un acuerdo mutuo y previo sobre la vigencia de tasa de interés a lo largo de la vida de dicho crédito.

¿QUÉ PASARÁ CON LA CONSTRUCCIÓN EN EL 2009?

Después de un modesto crecimiento promedio de tan sólo 0,54% anual durante el difícil periodo 1998-2002, la economía colombiana buscó una recuperación significativa con tasas de 5,2% anual durante los años 2003-2006. El sector de la construcción jugó un papel crucial en dicha recuperación, registrando tasas de crecimiento real de 12,9% anual durante ese periodo.

Durante el 2007, se observó una significativa aceleración de la construcción, creciendo a tasas

de 14,4% anual, donde el sector aportó 0,81 puntos porcentuales al crecimiento de 6,8% en 2006. Cabe recordar que la participación histórica de la construcción dentro del PIB ha venido fluctuando en el rango 5-7%, representando algo menos de la mitad de lo que aportan sectores como la industria (15%) o el sector agropecuario (12%). En los momentos más severos de la crisis (1999-2000), la construcción participó tan sólo con un 3,5% dentro del PIB.

El sector de la construcción tiene una alta incidencia sobre los ciclos económicos. Como es conocido, Estados Unidos experimentó un prolongado ciclo expansivo hipotecario (1995-2006). Pero dicho ciclo llegó a su fin durante julio-agosto de 2007 y ya se inició la corrección de dicha burbuja hipotecaria. Esta ha implicado una caída promedio en los precios de la vivienda en Estados Unidos en un rango de 6-7% (según los diferentes índices) y, además, cuantiosas pérdidas en los balances de los bancos norteamericanos (equivalentes al 0,7% del PIB, a la fecha).

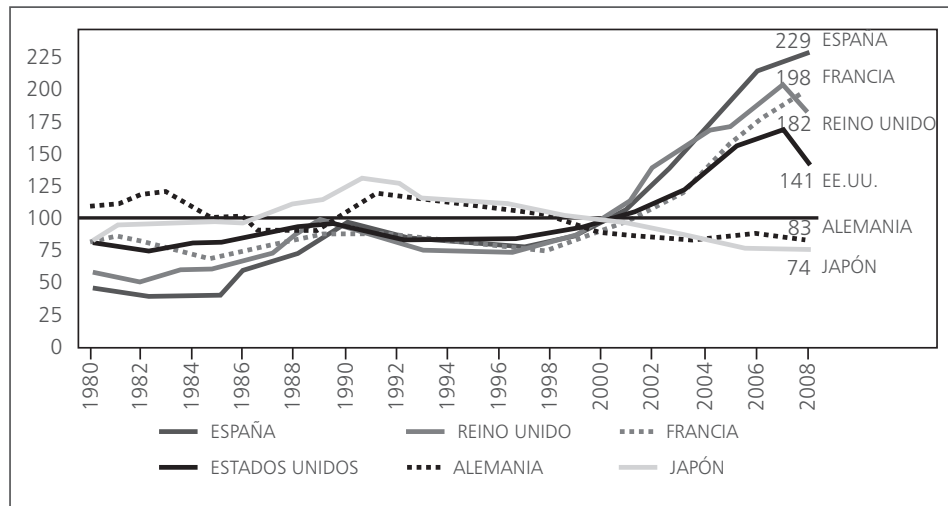
Sin embargo, los precios inmobiliarios lograron evitar un desplome, en momentos en que los especuladores (llamados “delfines” por su paso furtivo de inmueble-en-inmueble) dieron un compás de espera; pero ahora se han visto forzados a reducir sus precios en términos nominales. De otra parte, el alza en las tasas de interés del periodo 2005-2006 elevó el costo de servir la deuda hipotecaria y los mercados más frágiles (subprime) ya dan muestras de un significativo estrés financiero.

Al interior de la construcción se tiene el subsector de edificaciones, el cual constituye las dos terceras partes del sector, incluyendo las áreas de vivienda VIS, No-VIS y el subsector comercial. La otra tercera parte del sector de la construcción viene representada por las obras civiles, que incluyen puentes, carreteras y los sistemas de transporte masivo, entre otros. El área de edificaciones creció 12,1% en 2006, frente al registro de tan sólo 3,5% observado en 2005. De otra parte, las obras civiles crecieron 17,5% en 2006, cifra buena, aunque inferior al 27,3% del año 2005, cuando los sistemas de transporte masivo habían jugado un papel protagónico.

29 Al establecer el nuevo límite y la reducción de la tasa máxima remuneratoria para préstamos No-VIS a todo el acervo de créditos, el sector hipotecario tiene dos riesgos: 1) la tasa de interés activa para la cartera vigente superior a dicho techo debe reducirse, y 2) la cartera titularizada superior a dicho techo sufre una “reestructuración” forzosa. En el primer caso, dado que la Ley 546 de 2000 permitía los prepagos, cabe esperar que los créditos afectados por esta medida no sean tan numerosos pero, a medida que dicha tasa techo se vuelva históricamente “limitante”, el daño potencial resultará siendo elevado. En cambio, en el caso de la cartera titularizada, el daño inmediato ha sido de magnitud considerable, pues cabe recordar que, en el periodo 1995-1998, la tasa de interés real fluctuaba en rangos entre 14-16% real y esa fue la cartera titularizada, la cual llegó a representar hasta \$3,9 billones en septiembre de 2005, equivalentes a 1,3% del PIB. Indudablemente, la inseguridad jurídica atenta nuevamente contra la profundización financiera.

Gráfico 6.

Precios internacionales de la vivienda



Fuente: cálculos ANIF con base en *The Economist*.

El aporte directo del sector de la construcción al PIB real ha promediado cerca del 5% durante la última década, cifra inferior a lo aportado por la industria (14%), la agricultura (14%) o el comercio (11%). Sin embargo, en el periodo más reciente de auge (2005-2007) su participación se elevó a niveles de 6%, cifra todavía inferior al 7% observado en los años del auge anterior (1993-1997).

A continuación nos centraremos en el caso de las edificaciones, distinguiendo analíticamente los componentes de oferta y los de demanda. En el caso de Colombia, el último periodo de auge hipotecario ocurrió durante los años 2003-2007, tras la profunda crisis de los años 1998-2002. En particular, la construcción creció a ritmos reales significativos durante el periodo 2006-2007. Sin embargo, el sector de edificaciones mostró una gran variabilidad, arrojando ritmos de crecimiento tan disímiles como en 2004 y una sorpresiva contracción en 2005. Este comportamiento amerita pasar revista de forma más detallada a lo que viene ocurriendo en el sector de la construcción (gráfico 7).

El gráfico 7 señala cómo el total de licencias y las destinadas específicamente a vivienda se

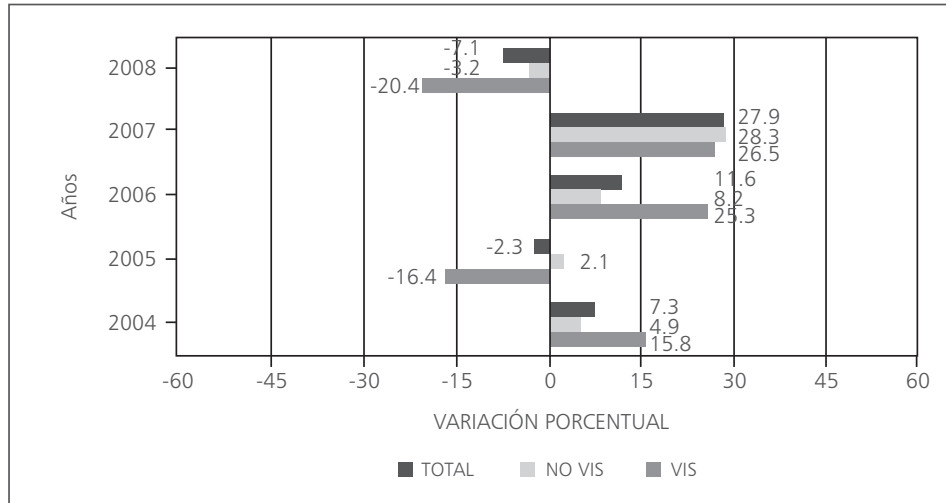
aceleró durante los años 2006-2007, ubicándose cerca de su pico histórico, pero se volvió a contraer en 2008 en el número de viviendas financiadas (gráfico 8). Nótese que esa desaceleración obedece a una caída en las intenciones de construcción. En particular, se observa una desaceleración en la VIS al pasar de ritmos de crecimiento de 26,5% anual (en acumulados en doce meses) en 2007 a ritmos de -20,4% anual durante el periodo septiembre de 2008.

En materia de costos de construcción de vivienda, medidos a través del índice de costos de construcción de vivienda (ICCV) del DANE, se observa una tendencia al alza durante el periodo 2006. En efecto, esa "inflación" observada en el ICCV se explica fundamentalmente por la elevada incidencia del costo del ladrillo y el cemento, y en menor proporción por el efecto de la mano de obra y el costo del hierro. El insumo que mayor volatilidad presentó fue el cemento, como resultado de la "guerra de precios".

El lado de la demanda se puede aproximar a través de la trayectoria de los precios de venta de las viviendas, tanto de las nuevas como de las usadas. Los precios de viviendas, provenientes de

Gráfico 7.

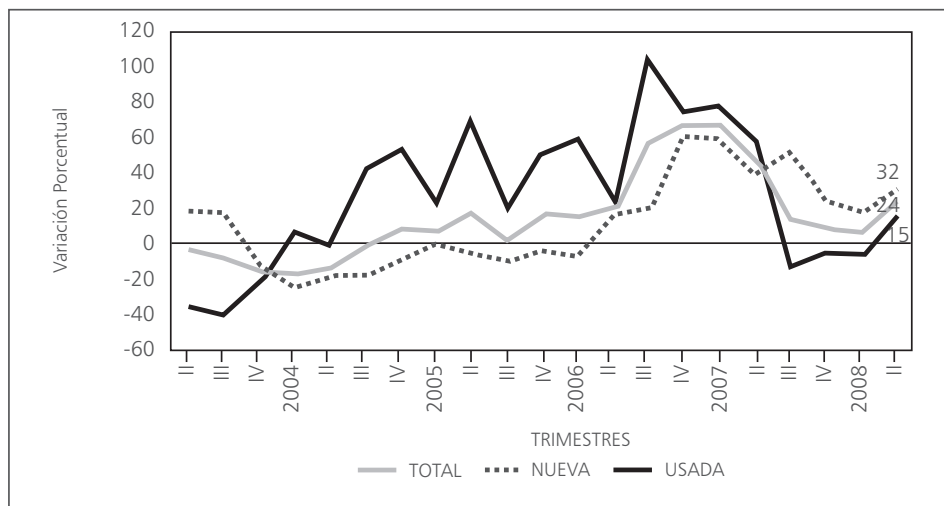
Variación en doce meses del área aprobada para vivienda, por tipo de vivienda para 77 municipios (septiembre 2004-2008)



Fuente: DANE – Estadísticas de Edificación Licencias de Construcción.

Gráfico 8.

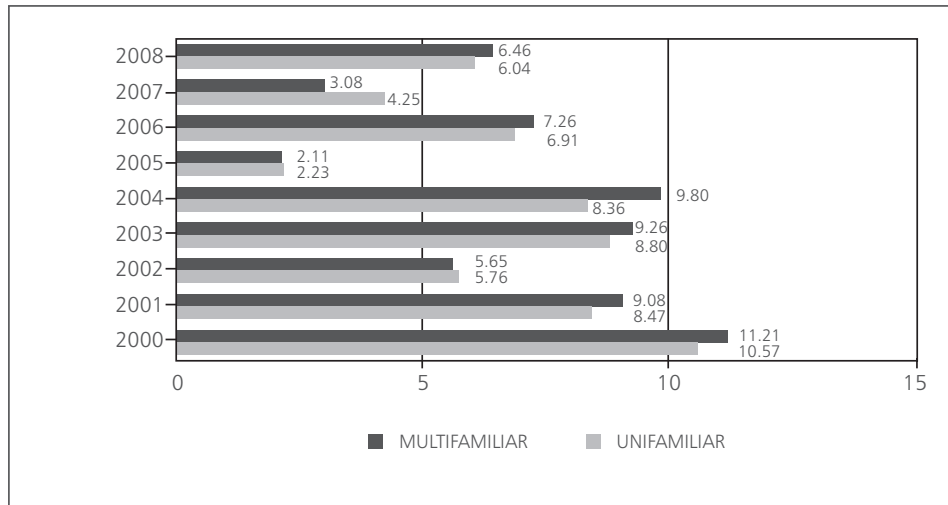
Variación del número de viviendas financiadas. Total Nacional, 2003-2008 (II trimestre)



Fuente: DANE – Financiación de Vivienda.

Gráfico 9.

ICCV. Variación doce meses, por tipo de vivienda.
Octubre (2000-2008)



Fuente: DANE.

fuentes³⁰ “oficiales”, como el Departamento Nacional de Planeación (DNP) y el Banco de la República, curiosamente no reflejan casi ninguna “inflación³¹ de activos hipotecarios”. Por ejemplo, el índice de precios de la vivienda nueva que construye el DNP (con base en información del DANE) tan solo muestra un incremento real de 5% a agosto de 2007, respecto de su valor medio histórico. De forma similar, el índice de ventas repetidas de vivienda (nueva y usada) del BR únicamente muestra un incremento real de 3% a enero de 2007 (última

cifra disponible), respecto de su media histórica. Sin embargo, las cifras oficiales no pueden estar reflejando lo que ocurre con los precios de las viviendas en Bogotá, donde el referente para estratos medios fluctúa entre \$2-3 millones/m² y el de estratos altos hacia el doble de este. En buena medida, dichos precios se han disparado por la mayor incidencia de la tierra en el precio final, la cual se ha elevado de 10-15% a 20-25%.

En resumen, el ciclo hipotecario mundial ya ha entrado en plena recesión. Aunque todavía no existen señales claras de “contagio” sobre el sector hipotecario local, el sector de edificaciones, por su propia dinámica, también ha entrado en una fase contractiva. Sin embargo, el sector de la construcción (como un todo) logrará mantener tasas de crecimiento del orden de 15% anual durante 2009, gracias al impulso proveniente de inversiones públicas en el subsector de las obras civiles, el cual continuará con un importante elemento contra-cíclico, creciendo a tasas reales positivas, según estima el Gobierno.

Pero los factores de costos (especialmente ladrillos-cemento y la incidencia de la tierra) continuarán gravitando en contra del sector constructor durante el año 2009. Más aún, los precios finales

30 El índice de ventas repetidas del BR, el cual tiene la virtud de corregir por el sesgo de “precios hedónicos” (calidades diferentes), no se encuentra más actualizado. Esto impide capturar lo ocurrido en materia de precios de vivienda (uniforme) a lo largo de 2007, uno de los años críticos en esta materia. Recordemos que la contracción del sector de edificaciones apareció precisamente en el tercer trimestre de 2007.

31 ANIF decidió hacerle seguimiento a la “inflación de la vivienda” a través del denominado Índice de Registro Inmobiliario (IRI). Este lo calculan a partir de las transacciones inmobiliarias compiladas por Fedelonjas. En 2007, el precio de dichos registros inmobiliarios en Bogotá se ubicaba un 36% real por encima del promedio histórico, reflejando de mejor manera lo ocurrido con el precio de los inmuebles en Bogotá (nuevos y usados). Nótese que estos niveles de precios reales ya resultan similares al pico histórico registrado por el índice del Departamento Nacional de Planeación (DNP) en los años 1996-1997, antes de la crisis.

(implícitos) en el índice de registro inmobiliario indican que ya se alcanzaron niveles de precios históricos que se asemejan a los observados en 1996-1997, antes de la crisis. Esta combinación de elementos (alza en costos y elevación en precios finales al usuario de crédito de vivienda) indican que la desaceleración ya observada desde finales de 2008, seguramente se extenderá hacia el año 2009.

Cabe entonces preguntarse si este mercado optimismo del Gobierno sobre la construcción también se extenderá a los años 2009-2010. En el corto plazo, se observa un repunte de sus costos y la demanda agregada podría llegar a reaccionar adversamente frente a los marcados incrementos de los precios finales (especialmente en los estratos altos). La creciente escasez de predios urbanos ha empezado a jugar un papel central en el encarecimiento relativo de muchos de estos bienes.

Con el estallido de la burbuja hipotecaria en 1998, la cartera hipotecaria empezó a declinar. Finalmente, en el transcurso de 2006 se inició el ciclo de recuperación crediticia, registrándose un crecimiento de la cartera hipotecaria de los bancos del orden de 2,2% real anual a diciembre. En 2007, esta recuperación crediticia siguió su curso al tenerse un saldo de cartera bruta de \$10,5 billones, lo cual implica un crecimiento de 6% real anual. Desde el punto de vista de fondeo de la vivienda, cabe destacar que la tradición había sido la de tener una relación cuota inicial/deuda del tipo 30-70%, a plazos medios de 10-15 años. Sin embargo, durante el auge hipotecario de los años 1993-1997 se establecieron las llamadas cuotas "super mínimas" que le permitieron a muchos hogares entrar en la peligrosa relación cuota inicial/deuda del tipo 10-90%. Este esquema dejaba endeudamientos del 90%, con onerosas cuotas crecientes en términos reales. La Ley 546 de 1999 restableció la cautelosa reglamentación de una cuota inicial mínima de 30% para evitar esos modelos financieros inestables.

Durante el auge de ingresos del periodo 2003-2005 se observó que en la práctica la relación cuota inicial/deuda había sido del orden de 70-30%, coincidiendo con el declive de la relación deuda hipotecaria/PIB a niveles del 3% del PIB frente al 12%

del PIB que se tuvo en 1994-1997. La reducción en las tasas de interés reales cobradas en estos créditos hipotecarios también explica el repunte del crédito hipotecario en años pasados. Aquellos créditos negociados bajo el sistema UVR han reducido su costo medio de niveles de 12% en 2002 a cerca de 8% en 2006, con una interesante convergencia entre los créditos VIS y No-VIS (por razones de evaluación de riesgo y rentabilidad del negocio). No obstante, es clave que el Banco de la República logre retomar el control de la inflación (actualmente en niveles de 7,73% anual frente a una meta esperada de 3,5-4,5%) para evitar que estos créditos, en términos nominales, se eleven nuevamente a tasas superiores a 14% nominal anual, como ha venido ocurriendo recientemente.

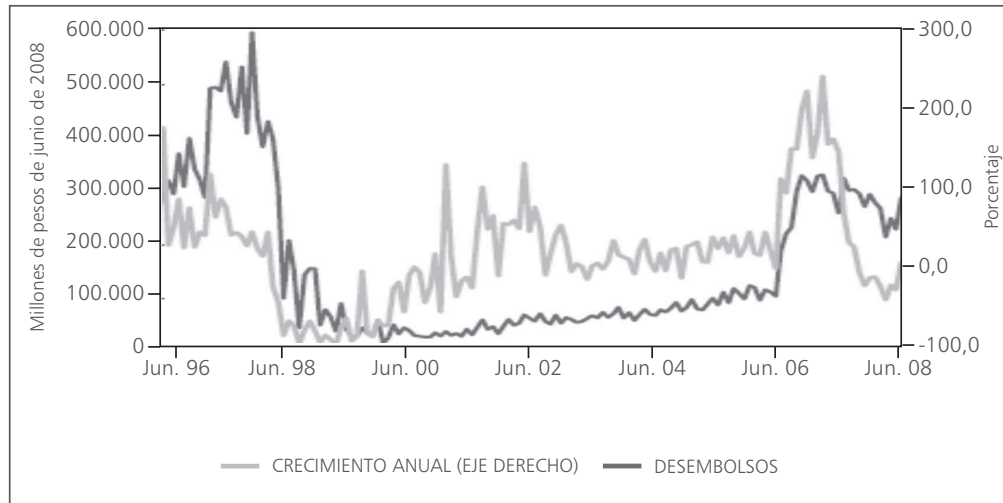
RIESGOS DE LA OPERACIÓN DE CRÉDITO HIPOTECARIO PARA 2009

Como se observa en el gráfico 10, a partir de diciembre de 2007 la tendencia en el ritmo del crecimiento anual de la cartera hipotecaria se revirtió debido a la subida en la tasa de interés de los créditos, y por la menor dinámica de la demanda, en un contexto internacional enrarecido por la recesión de Estados Unidos. Lo anterior se puede corroborar al observar la dinámica del área mensual aprobada para vivienda nueva, ya que esta sufrió una caída importante desde comienzos de 2008.

La cartera hipotecaria con titularizaciones pasó, entonces, de presentar en noviembre de 2007 un máximo de 16,4%, a un 7,7% de crecimiento real anual en junio de 2008. El punto más importante por resaltar es que parece probable una frenada súbita de los flujos de financiación que provee la banca al sector constructor. Con los anuncios de permanencia del impuesto a las transacciones financieras y, además, la amenaza de un gravamen permanente a los activos del sector, no debería sorprendernos que la reciente expansión del sector financiero termine frenándose por cuenta de este ambiente adverso a las contrataciones de largo plazo. Bajo este escenario, no cabe ser muy opti-

Gráfico 10.

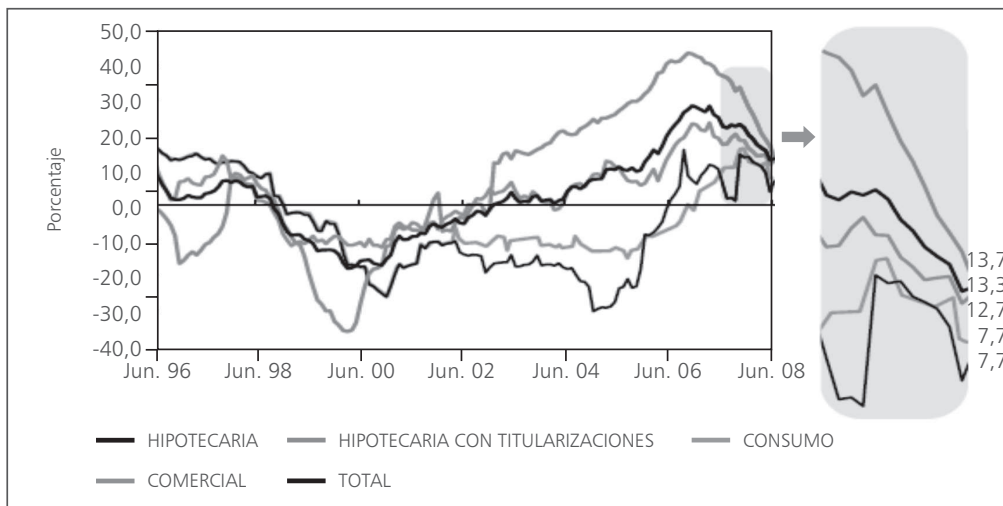
Desembolsos mensuales para compra de vivienda.
Junio 1996-junio 2008



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 11.

Variación del número de viviendas financiadas.
Total Nacional, 2003-2008 (II trimestre)



Fuente: DANE – Financiación de Vivienda

mistas sobre las posibilidades de continuar con la dinámica competitiva que traía el sector financiero y que tanto había beneficiado a los consumidores, al dar mayor acceso crediticio a tasas reales cada vez más bajas.

De esta manera, no parece haber espacio para crecer en el sector construcción, sin que se vea comprometida la estabilidad financiera. Cabe señalar que la Ley 546 impuso un tope al endeudamiento respecto al valor de la garantía equivalente

al 80% para los préstamos de vivienda VIS, y al 70% para aquellos No VIS. También se estableció que el valor de la primera cuota de un crédito no puede superar el 30% de los ingresos familiares. Cabe resaltar que, en este caso, no se incluyen los gastos de los seguros en el cálculo de esta proporción, lo que ciertamente aumenta el riesgo, dado que su costo es significativo.

Por otra parte, cálculos del Banco de la República³², con base en un modelo de pruebas de tensión del capital, sugieren que ante un choque 1 originado en tasas de interés o precios de viviendas se origina una caída de la relación de solvencia por encima del mínimo regulatorio de 9%, lo cual reforzaría la posición muy conservadora de la banca colombiana.

Cuadro 1.

Número de bancos cuya relación de solvencia caería por debajo de los mínimos

	Choque 1 ^{a/}	Choque 2 ^{b/}	Choque 3 ^{c/}
Comercial	0	4	4
Consumo	1	3	5
Hipotecaria	0	0	0
Total	2	9	12
Solvencia actual (5)	12.94	12.94	12.94
Solvencia estresada	11.59	9.48	8.57

a/ Tasas de interés (consumo y comercial) o precios de vivienda (hipotecaria).

b/ PIB (consumo e hipotecaria) o ventas (comercial).

c/ Combinación.

Fuente: Banco de la República.

Se ha puesto en vigencia un sistema de administración de riesgo de crédito (SARC) y, adicionalmente, la Superintendencia Financiera ha aumentado la penalidad de la cartera vencida mediante las provisiones contra-cíclicas que se

traducen en mayores requerimientos de capital basados en la calidad de los créditos.

Se ha planteado la necesidad de constituir colchones más holgados en materia de provisiones contra-cíclicas. Si bien el espíritu de la norma es positivo, conviene determinar la forma más adecuada de implementarla. Además, no hay que perder de vista que si estas exigencias se tornan excesivas, pueden terminar por encarecer la intermediación hipotecaria y disuadir a los bancos de prestar a segmentos que representan un mayor riesgo. Esto sería un estímulo no deseado para volver a mirar los TES como alternativa rentable de inversión en detrimento de los títulos hipotecarios.

Por otra parte, las alarmas por un aumento de la inflación en Colombia originada en el IPC de alimentos, ocasionada por pérdidas de cosechas debido al prolongado régimen de lluvias, podrían inducir a la Junta Directiva del Banco de la República a mantener las tasas de interés a lo largo del primer trimestre de 2009, o aumentar la restricción de liquidez por la vía de volver al viejo expediente de los encajes. Además, subsisten temores sobre decisiones regulatorias que influyen de manera notoria sobre la buena marcha del crédito hipotecario. En efecto, por un lado, los límites a las tasas de interés para créditos de vivienda y la certificación de tasas de interés debe servir para el control del delito de usura pero no convertirse en una talanquera a la bancarización de sectores de la población que hoy son víctimas de constructores ilegales. En contraste con lo ocurrido en años anteriores, recientemente el crecimiento de los desembolsos para vivienda nueva se desaceleró, ubicándose en niveles negativos a partir de agosto de 2007 y alcanzando una cifra cercana al -10,3% en junio de 2008 (gráfico 10), mientras el área aprobada para la vivienda según licencias pone de presente el tema de contar con una oferta de suelo urbanizable (gráfico 12).

Además, se puede observar que en el mercado hipotecario se ha presentado una recomposición de los desembolsos desde tasa variable hacia tasa fija a partir de 2003, aunque de manera más pronunciada desde principios de 2006. El gráfico 13

32 Aunque las pruebas de tensión lucen aceptables para la dinámica del crédito, en 2009 hubo factores de incertidumbre desde el punto de vista del manejo macroeconómico y de la regulación financiera. La coyuntura cambiaría se convirtió en una prueba de fuego para el esquema cambiario y la política antiinflacionaria.

Cuadro 2.

Circular externa 04/2005 SFC. Provisiones individuales

Calificación de crédito	Porcentaje mínimo de provisión Circ. Ext 04/2005	Porcentaje adicional de provisión Circ. Ext 040/2007	Porcentaje mínimo de provisión Julio 2008
A	1	0,6	1,6
B	3,2	1,8	5,0
C	20		
D	50		
E	100		

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

muestra que la participación de los desembolsos a tasa variable (UVR) pasó de 97% en julio de 2003 a 53% en enero de 2006, y continuó disminuyendo rápidamente hasta alcanzar un 10,1% en junio de 2008.

En resumen, las perspectivas en materia de crédito hipotecario lucen muy aceptables para el 2009. La ampliación de la base de clientes de crédito hipotecario ha sido un reto desde 2006 y, si los límites a las tasas de interés lo impiden, se desaceleraría aun el crecimiento del PIB durante 2009. Este hecho debe ser incorporado de manera adecuada en el análisis de endeudamiento de los hogares y la estabilidad financiera de los bancos.

LA TITULARIZACIÓN HIPOTECARIA

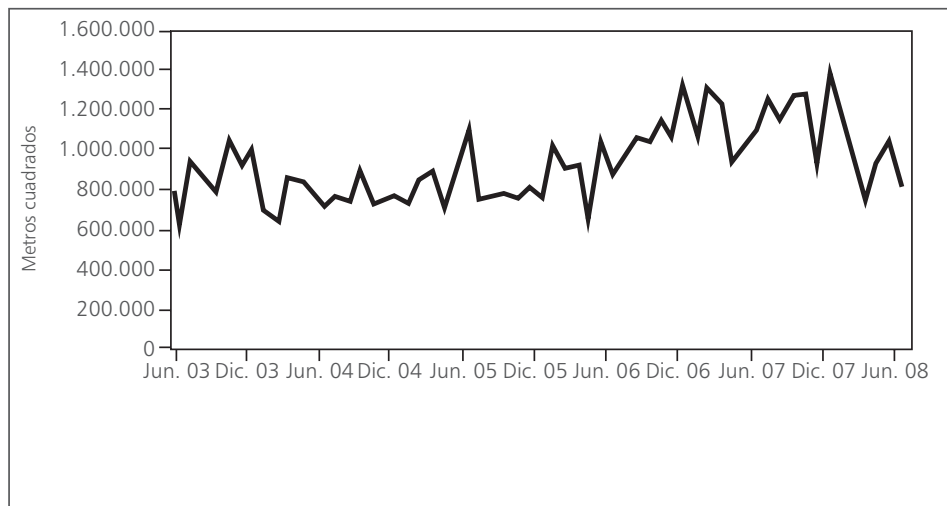
La Titularizadora Colombiana ha realizado colocaciones de títulos hipotecarios (TIP)³³ denominados en pesos y a tasa fija. La Titularizadora ha completado varios procesos de titularización logrando que esta se eleve del 10% que se tenía en 2003 a cerca del 30% dentro del total de cartera hipotecaria.

Los títulos hipotecarios contribuyen a dar profundidad al mercado de capitales. Cualquier

³³ Los títulos hipotecarios (TIP) están respaldados por cartera calificada con A. Por su parte, los títulos estructurados de cartera hipotecaria (TECH) están respaldados por cartera calificada con C, D y E. Existen otras diferencias y semejanzas. Disponible en <http://www.titularizadora.com>

Gráfico 12.

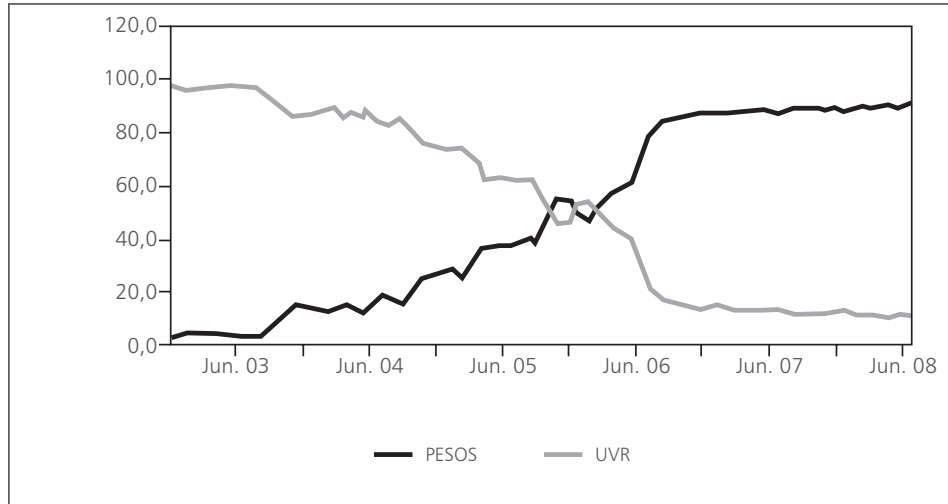
Área aprobada para la vivienda según licencias



Fuente: ICAV, cálculos.

Gráfico 13.

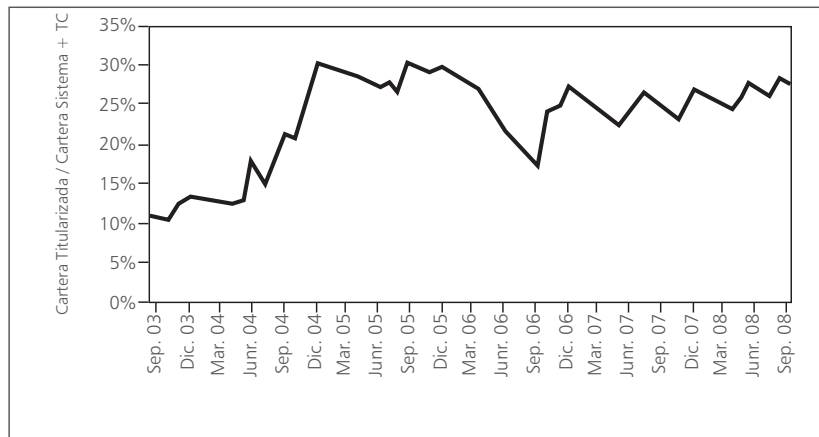
Participación de los desembolsos en UVR y en pesos



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos Banco de la República.

Gráfico 14.

Participación cartera titularizada en total cartera



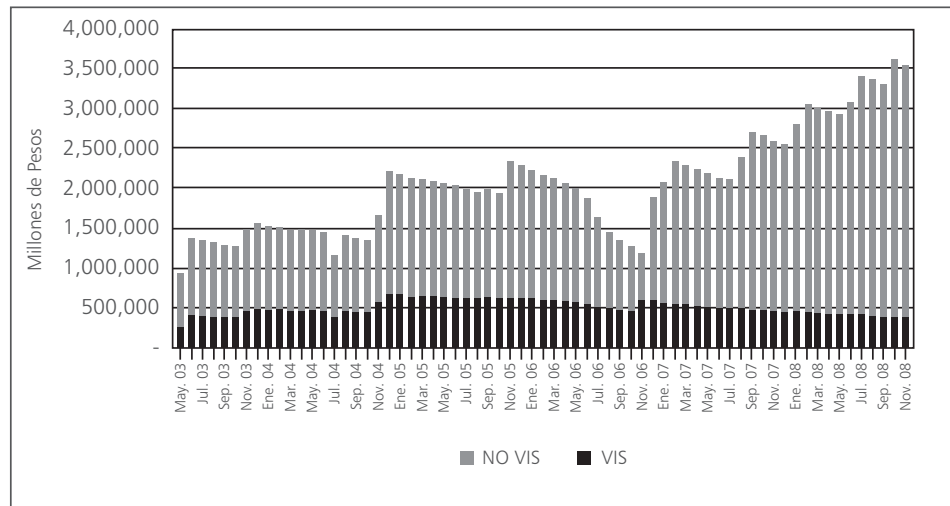
Fuente: Titularizadora Colombiana.

inversionista puede comprar estos títulos; sin embargo, por la magnitud de las emisiones, se espera que los grandes compradores sean fondos de pensiones y cesantías, fondos de inversión de las fiduciarias, compañías de seguros de vida y capita-

lización, entidades financieras, fondos de valores y empresas del sector real: 1) Los rendimientos financieros de los títulos gozan de exención plena del impuesto de renta del 35%, quien los compra no tiene que pagar impuestos sobre su rendimiento,

Gráfico 15.

Saldo cartera titularizada (TI) por tipo de cartera



Fuente: Titularizadora Colombiana.

una clara ventaja frente a otros instrumentos. 2) Los títulos, igual que los créditos hipotecarios que los respaldan, tienen una tasa de interés superior a la inflación, de esta forma, el tenedor del título recibe un monto cercano a la inflación más 8 puntos porcentuales, superior a lo que obtendría en otros papeles comparables. 3) Disponen de liquidez apoyada por la mesa de dinero de la Titularizadora y por el Fondo de Reserva y Estabilización de la Cartera Hipotecaria (Frech) operado por el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República. 4) Disminuyen el porcentaje de ponderación de activos de riesgo. 5) Brindan rentabilidad fija sobre la inflación, por lo cual son una interesante opción de inversión a largo plazo.

Sin embargo, la exención tributaria ha planteado un debate. De un lado están quienes argumentan que esta cumple dos importantes objetivos. El primero, permitir menores tasas de interés para los deudores hipotecarios (con un impacto hasta de 300 puntos básicos según cálculos de la Titularizadora Colombiana); el segundo, incentivar a los bancos a fondearse con recursos de largo plazo. De otra parte, se tiene la paradoja de los

estímulos tributarios que hace que los principales demandantes potencial (las AFP) tan sólo tengan el 4% de dichos títulos debido a que las AFP prefieren llevar al límite máximo la tenencia de TES en vez de demandar los TIP, los cuales no compensan en rendimiento adicional el tratamiento tributario equivalente, ello explicaría que el saldo de la cartera titularizada VIS no sea significativo.

CONCLUSIONES

El sector financiero, después de una serie de riesgos de tipo jurídico, ha logrado acomodar sus cargas financieras y ha venido acompañando dicha recuperación. De hecho, para marzo de 2007 se lograron crecimientos crediticios hipotecarios de 6% real y la relación crédito hipotecario / PIB se elevó nuevamente a niveles del 3,4% del PIB (incluyendo titularizaciones), aunque todavía muestra un gran rezago histórico en este frente.

No obstante, algunos analistas consideran que el incremento en las tasas de interés de corto plazo del Banco de la República sí ha empezado a

tener un efecto, y que el mercado hipotecario ha empezado a reaccionar. Por ejemplo, la actividad constructora registró una nueva desaceleración en 2008, pues las licencias de construcción de vivienda cayeron. Así, el mercado ve que el BR necesitará mantener su tasa *repo* en 10% en el primer trimestre de 2009, si es que se quiere asegurar el control de la inflación a niveles del 3,5% anual, y lograr de paso una “desinflación” gradual de la cartera no hipotecaria. El temor de otros es que una política de este tipo pueda llevar a una caída abrupta de los precios de vivienda, y que ello arrastre a la baja la capacidad de consumo de los hogares colombianos. Se afirma, empero, que el entorno económico no parecen replicar lo sucedido años atrás. En primer lugar, los precios de la vivienda no han subido en las proporciones que lo hicieron antes de la crisis del Upac, lo que implica que los hipotecarios están menos sobrevalorados de lo que estuvieron en el pasado. En segundo lugar, si bien el aumento en los precios de la vivienda ha generado incrementos en el consumo de los hogares, esto ha ocurrido en menor proporción.

La Junta Directiva del Banco de la República debería tratar de evitar que se volviera a limitar la oferta de recursos destinados a expandir el crédito hipotecario, incluyendo el destinado a la “vivienda digna” VIS. Medidas como estas van en detrimento de la distribución del ingreso, puesto que los nuevos demandantes de crédito enfrentarán un sector hipotecario menos dispuesto a soportar los riesgos de financiamiento a largo plazo, golpeando a las clases populares. Igualmente, el Gobierno debería impulsar una ley que eliminara el límite a las tasas hipotecarias. Hemos visto que el sector de la construcción jugó un papel clave en la recuperación económica del periodo 2003-

2006, registrando tasas de crecimiento promedio de 12,9% anual. Los indicadores de licencias de construcción nos señalan que los empresarios del sector tienen pocas intenciones de continuar con ritmos de crecimiento dinámico durante 2009.

Existen algunas amenazas que podrían ir frenando la positiva dinámica del crédito para vivienda del periodo 2003-2006: 1) algunos costos de los insumos ya han empezado a presionar alzas en los bienes finales, donde el cemento requiere un monitoreo especial si se desea dinamizar la VIS por su impacto sobre comunidades pobres; 2) la incidencia del costo de la tierra se ha hecho sentir en la VIS desde las reglamentaciones del POT-rural-semirural; 3) los índices de precios finales de la vivienda ya se encuentran por encima de su media histórica en casi 8% real, y la elasticidad precio de la demanda ha empezado a reaccionar frente a todos estos fenómenos; 4) la destorcida internacional del sector vivienda en Estados Unidos ya está teniendo efectos negativos sobre el ingreso disponible de algunos hogares colombianos (tanto por el mayor déficit comercial como por el menor envío de remesas). Por todos estos factores, es importante continuar monitoreando las múltiples variables que afectan el sector hipotecario colombiano hacia el mediano plazo. En el corto plazo, el año 2009 luce poco promisorio para el sector de la construcción.

En 2009, la política monetaria tiene un reto significativo: cumplir con su objetivo de estabilidad de precios en un entorno de fuerte depreciación del tipo de cambio, sin producir una fuerte desaceleración económica del sector de la construcción. Lograr este objetivo en una economía que sigue demandando grandes recursos de financiamiento para consumo e inversión es un reto de enormes proporciones para el Gobierno.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de la República. *Comportamiento del índice de precios de la vivienda usada IPVU, 2005. Índice ajustado*. Bogotá: Subgerencia de Estudios Económicos, 2006.
- Banco de la República. *Proyecto carta circular oferta de opciones europeas tipo CAP*. Bogotá, 2004.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Los cimientos del crédito para vivienda, en *Cómo salir del laberinto jurídico*, 4, mayo-agosto 2004.
- Bogotá, *Cómo vamos. Encuesta anual de percepción ciudadana*. Bogotá, 2006.
- Caballero Argáez, Carlos. Una perspectiva de las crisis financieras de los años 80 y 90 en Colombia. *Revista del Banco de la República*, octubre de 2001.
- Carrasquilla, Alberto, Galindo, Arturo e Patron, Hilde. Endeudamiento e inflación de activos en Colombia. XIV Simposio sobre Mercado de Capitales. Medellín: Asobancaria, 1994.
- Ceron, Harold y Echeverri, Diego. Análisis a proyectos de vivienda de interés social presentados para otorgamiento de subsidio, ponencia para la Mesa de Vivienda VIS. Bogotá: Universidad de los Andes.
- Clavijo, Sergio, Jana, Michel y Muñoz, Santiago. La vivienda en Colombia: sus determinantes socioeconómicos y financieros. *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto de 2004.
- Cristini, Marcela y Moya, Ramiro. *Las instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina*. BID, enero de 2004.
- Cuéllar, María Mercedes. El crédito hipotecario en Colombia. *Revista Coyuntura Económica*, ed. especial 35 años. Bogotá: Fedesarrollo, 2005.
- Cuéllar, María Mercedes. El test de la racionalidad y la estabilidad de las reglas del juego. *Conversatorio entre abogados y economistas*. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2004.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). *Encuesta continua de Hogares*, 2005.
- Departamento Nacional de Planeación (DNP). *Visión Colombia II Centenario 2019, propuesta para discusión*, 2005.
- Departamento Nacional de Planeación. Importancia estratégica del programa de subsidio familiar de vivienda. Documento Conpes 3403, 2005.
- Departamento Nacional de Planeación. *Estimaciones de pobreza e indigencia en Colombia*, 2005, III trimestre, abril de 2006.
- Echeverri, Juan Carlos, Jaramillo, Christian. Esquemas impositivos en el sector financiero, con énfasis en el sector hipotecario. Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes, 2001.
- Echeverri, Juan Carlos, Gracia, Orlando y Urdinola, Beatriz. Vivienda, especulación y crisis. *Revista de planeación y desarrollo*, 32 (1). Bogotá: DNP, marzo de 2001.
- Eyzaguirre, Hugo y Calderón, Carlos. *El mercado de crédito hipotecario de Perú*. Washington: BID, 2003.

- Fondo Garantías de Instituciones Financieras. Resumen operaciones de apoyo al sistema financiero 1998-2004. Bogotá, abril de 2005.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). Colombia, *Financial system Stability Assessment Update, Including Reports in the observance of Standards and codes on the Following Topics Securities Regulation, insolvency and creditors Rights Systems and payment Systems*. IMF Country Report 05/287. Washington, agosto de 2005.
- Galindo, Arturo y Hofstetter, Marc. *Determinantes de la tasa de interés de los créditos hipotecarios en Colombia*. Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes, 2005.
- Galindo, Arturo y Lora, Eduardo. *Economic and social progress in Latin America*. Washington: BID, 2004.
- Gandelamn, Eduardo y Gandelman, Néstor. *Los efectos del sector público en el financiamiento de la vivienda: el mercado hipotecario en Uruguay*. Washington: BID, 2007.
- Hoek-Smit, Marja. Designing effective housing subsidy systems. Housing Finance Roundtable in the Andean Region: Building Sustainable Housing Finance Markets. Cartagena, 2004.
- Hoek-Smit, Marja. The devil's advocate view of housing finance subsidies. Colombia Workshop on Housing Finance, Capital, Markets and Social Policy, 2004.
- Hoek-Smit, Marja y Diamond, Douglas. The design and implementation of subsidies for housing finance, World Bank Seminar on Housing Finance, 2003.
- ICAV - Galería Inmobiliaria. *Estudio cuantitativo compradores de vivienda, 2003-2004*. Bogotá, 2005.
- ICAV - MPC. *Estudio cualitativo: Créditos para vivienda, 2003-2004*. Bogotá, 2001.
- Jaramillo, Samuel. *Precios inmobiliarios en el mercado de vivienda en Bogotá, 1970-2004*. Bogotá: Universidad de los Andes, 2005.
- Junguito, Roberto, López, Enrique, Misas, Martha y Sarmiento, Eduardo. La edificación y la política macroeconómica. *Borradores de Economía*. Bogotá: Banco de la República, 1995.
- Lea, Michael J. The role of the Primary Mortgage Market in the Development of a Successful Secondary Mortgage Market. Washington: BID, 2000.
- López P, Martha. "La vivienda como colateral; política monetaria, precios de la vivienda y consumo en Colombia", en *Borradores de Economía*, 299. Bogotá: Banco de la República.
- Ministerio de Medio Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial. *Colombia titula. Manual de procedimiento para programas de cesión a título gratuito*. Bogotá.
- Montealegre, Eduardo. *Constitución y vivienda. Estudios sobre la liquidación y reliquidación de los créditos de vivienda en los sistemas UPAC y UVR*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2006.
- Morande, Felipe y García, Carlos. *Financiamiento de la vivienda en Chile*. Washington: BID, 2004.
- Patinkin, Don. *Money, Interest and Prices*. 2 ed. Cambridge, Mass: The MIT Press, 1993.
- Ramírez, Manuel y Otero, Jesús. *Determinantes de los desembolsos de crédito hipotecario*. ICAV, 2004.
- Superintendencia Bancaria. Valoración del portafolio de deuda pública. Circular externa 033. Bogotá, 2002.