

Misión para la profundización de la cartera hipotecaria 2020

La vivienda y el agua son de todos
Minvivienda
50 AÑOS FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social
CAF BANCO DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA
50 años

EXPERTOS COMISIONADOS

María Mercedes Cuellar

Hernando José Gómez

Marc Hofstetter

SECRETARÍA TÉCNICA - FEDESARROLLO

David Salamanca

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Felipe Arango

Efraín Ramírez

Sebastian Rodríguez

Bogotá, octubre de 2020

Agradecimientos

Los resultados de esta misión fueron posibles gracias al apoyo permanente del equipo técnico del Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio, en particular de los integrantes de la Dirección del Sistema Habitacional del Ministerio de Vivienda Ciudad y Territorio: Carlos Felipe Reyes, María Paula Salcedo, Alan Asprilla y Laura Villa. Así mismo fue fundamental el liderazgo del Señor Ministro Jonathan Malagón y el Señor Viceministro de Vivienda, Carlos Ruíz.

El apoyo y compromiso brindado por los tres comisionados de la misión María Mercedes Cuellar, Hernando José Gómez y Marc Hofstetter, a lo largo de las discusiones fue indispensable para lograr el correcto desarrollo del presente trabajo. Sus valiosos aportes y el debate suscitado trazaron la línea para diseñar la investigación reflejada en este documento.

Queremos exaltar la labor de la Superintendencia Financiera del Colombia (SFC) y el Banco de la República (BR), por su colaboración en el suministro de datos e información con los cuales se realizaron muchos de los ejercicios cuantitativos con los que cuenta este documento. Este trabajo no hubiera sido posible sin el financiamiento y acompañamiento del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF).

Agradecemos también la participación y comentarios recibidos de María Inés Agudelo y Víctor Saavedra, que desde Fedesarrollo aportaron de forma muy importante en las discusiones de los borradores de este proyecto.

Finalmente, debemos agradecer a todas las instituciones e individuos que nos abrieron sus puertas y compartieron sus opiniones para mejorar el acceso al crédito hipotecario en Colombia. Fueron en estos espacios en donde encontramos las ideas más relevantes que nos permitieron entender de manera integral los diferentes retos que afronta el país en materia de financiación de vivienda.

01 02 03 04 05

01
Introducción

02
Caracterización del Mercado de Cartera Hipotecaria en Colombia

03
Determinantes de la Profundización Financiera Hipotecaria: Comparación internacional

04
Marco Regulatorio, Estabilidad y Profundización Financiera

05
Ejes de Investigación

05.1
Eje 1: Profundización Financiera y Demanda de Vivienda

05.2
Eje 2: Profundización Financiera y Costos de Financiación

05.3
Eje 3: Profundización e Inclusión Financiera: efectos de los bajos ingresos y la informalidad

05.4
Eje 4: Mercado de Crédito Hipotecario frente a la coyuntura COVID-19

06
Recomendaciones

06.1
Entorno Macroeconómico

06.2
Mercado de Vivienda

06.3
Desarrollo de Mercados Financieros

06.4
Marco Legal y Regulatorio

06.5
Marco de Política Pública

07
Glosario

08
Anexos

08.1
Crisis Financieras y Mercado de Vivienda

08.2
Actores que participaron en la entrevista semi-estructurada

09
Bibliografía

01

Introducción

El objetivo de la Misión para la Profundización de la Cartera Hipotecaria es formular recomendaciones que permitan facilitar el acceso a una solución de vivienda a los hogares colombianos a través de los distintos mecanismos de financiación hipotecaria. Este objetivo implica un análisis de los factores que inciden en el nivel de profundización de la cartera hipotecaria, así como de los determinantes de la demanda y de la oferta de vivienda. Sin embargo, dada la estrecha relación entre crisis financieras y burbujas inmobiliarias, el objetivo propuesto incluirá una revisión de los riesgos asociados al aumento de la cartera hipotecaria con el fin de garantizar que su crecimiento sea sostenible. Con estas consideraciones, este documento busca responder a la pregunta de ¿Cómo aumentar o facilitar el acceso a financiamiento de los hogares colombianos con el fin de que satisfagan su demanda de vivienda?

La Misión se enmarca en un escenario de profundización hipotecaria relativamente baja para Colombia comparada con países de ingreso alto. Sin embargo, las diferencias con países de niveles de desarrollo similares al colombiano son mucho menores y se plantea el interrogante sobre cuál es el nivel óptimo de profundización de la cartera hipotecaria teniendo en cuenta el trade-off existente entre la profundización y la estabilidad financiera. Una conclusión similar se puede obtener al comparar el porcentaje de hogares que tiene crédito hipotecario; este nivel es bajo a nivel internacional y el acceso está concentrado en los hogares con empleo formal y de más altos ingresos. En ese sentido, las principales oportunidades de crecimiento de la profundización parecen estar el aumento de acceso a los sectores excluidos: hogares informales y de menores ingresos.

La relación entre crisis financieras y el mercado hipotecario ha sido documentada y tiene impactos muy importantes tanto en el nivel de profundización como en la economía en general. En el caso colombiano, como consecuencia de la crisis hipotecaria de 1999, la economía se contrajo 1,5%, la participación de la cartera hipotecaria en el PIB perdió casi 6 puntos porcentuales entre 1998 y 2006, y ha tardado más de 15 años en recuperarse, sin que alcance aún el mismo nivel del pico anterior a la crisis. La evidencia es clara: en este tipo de crisis la caída en la profundización hipotecaria es rápida, y su recuperación es mucho más lenta.

En este sentido, plantear una estrategia de aumento de la profundización de la cartera hipotecaria debe balancear los beneficios derivados de una mayor profundización financiera, con la necesidad de que el crecimiento de ésta sea sostenible. Por lo tanto, al preguntarse cuál es un nivel adecuado y deseable de cartera hipotecaria para el país es necesario un análisis que complemente los resultados de la comparación internacional con una revisión de las especificidades de nuestro mercado.

Distintos autores[1] reconocen la influencia de múltiples factores sobre el nivel de cartera hipotecaria de las economías, tales como la protección de los derechos de los acreedores, la disponibilidad de información crediticia, la estabilidad macroeconómica y financiera, el nivel de competencia en el sector financiero y el acceso a fondos diversificados, entre otros.

Sin perjuicio de los retos anteriormente planteados y de la posibilidad de avanzar en la profundización del mercado de cartera hipotecaria en el país, es necesario reconocer el avance que este ha tenido en las últimas dos décadas. El cambio en el marco regulatorio de la financiación de vivienda en Colombia como respuesta a la crisis hipotecaria de 1999 y la con-

1. Warnock y Warnock (2008, 2012), Chiquier y Lea (2009) y BID (2014) entre otros

solidación macroeconómica reflejada en una reducción sustancial de la inflación y del nivel de las tasas de interés de la economía crearon las condiciones para el surgimiento de un nuevo modelo de financiación de vivienda en el país. Como consecuencia de estos cambios regulatorios, se consolidó un modelo de oferta de crédito y uno de oferta de vivienda que están estrechamente conectados por medio de las subrogaciones de crédito y los programas de subsidio de vivienda del gobierno, y que explican la importante dinámica de la cartera hipotecaria en los últimos años.

Finalmente, la coyuntura actual del COVID19 y los efectos económicos asociados pondrán a prueba la resiliencia del mercado de crédito hipotecario ante uno de los choques más significativos a la economía colombiana de los últimos cien años. El impacto simultáneo sobre la estabilidad macroeconómica, las tasas de interés, los precios de los activos y los niveles de empleo de la economía implican un reto monumental para mantener el funcionamiento de este mercado y proteger las bases sobre las que se desarrolló, de forma que su operación y crecimiento en el escenario post pandemia sea sólida y sostenible.

Con este panorama de fondo, el documento de investigación inicia con un ejercicio de caracterización de la situación actual del mercado de crédito hipotecario, su marco regulatorio y evolución en las últimas décadas. En esta sección también se presenta un análisis sobre los determinantes del nivel de cartera hipotecaria en distintas economías, incluyendo la comparación internacional sobre distintos indicadores de profundización y la revisión de los factores que pueden estar limitando el crecimiento de ese tipo de cartera en nuestro país.

En segundo lugar, a partir de las discusiones con los miembros de la Misión, entrevistas con actores estratégicos y la revisión de la literatura, se plantean cuatro ejes de investigación que permiten reunir los distintos factores que inciden sobre los niveles de profundización de la cartera hipotecaria: i) factores que influyen en la demanda de vivienda; ii) costos de financiación para adquirir vivienda; iii) acceso a cartera hipotecaria de los trabajadores informales y de menores ingresos; y iv) impacto de la coyuntura actual del COVID19 en el mercado de crédito hipotecario. Finalmente, a partir de estas discusiones, se propondrán recomendaciones y una hoja de ruta de implementación.

02

Caracterización del Mercado de Cartera Hipotecaria en Colombia

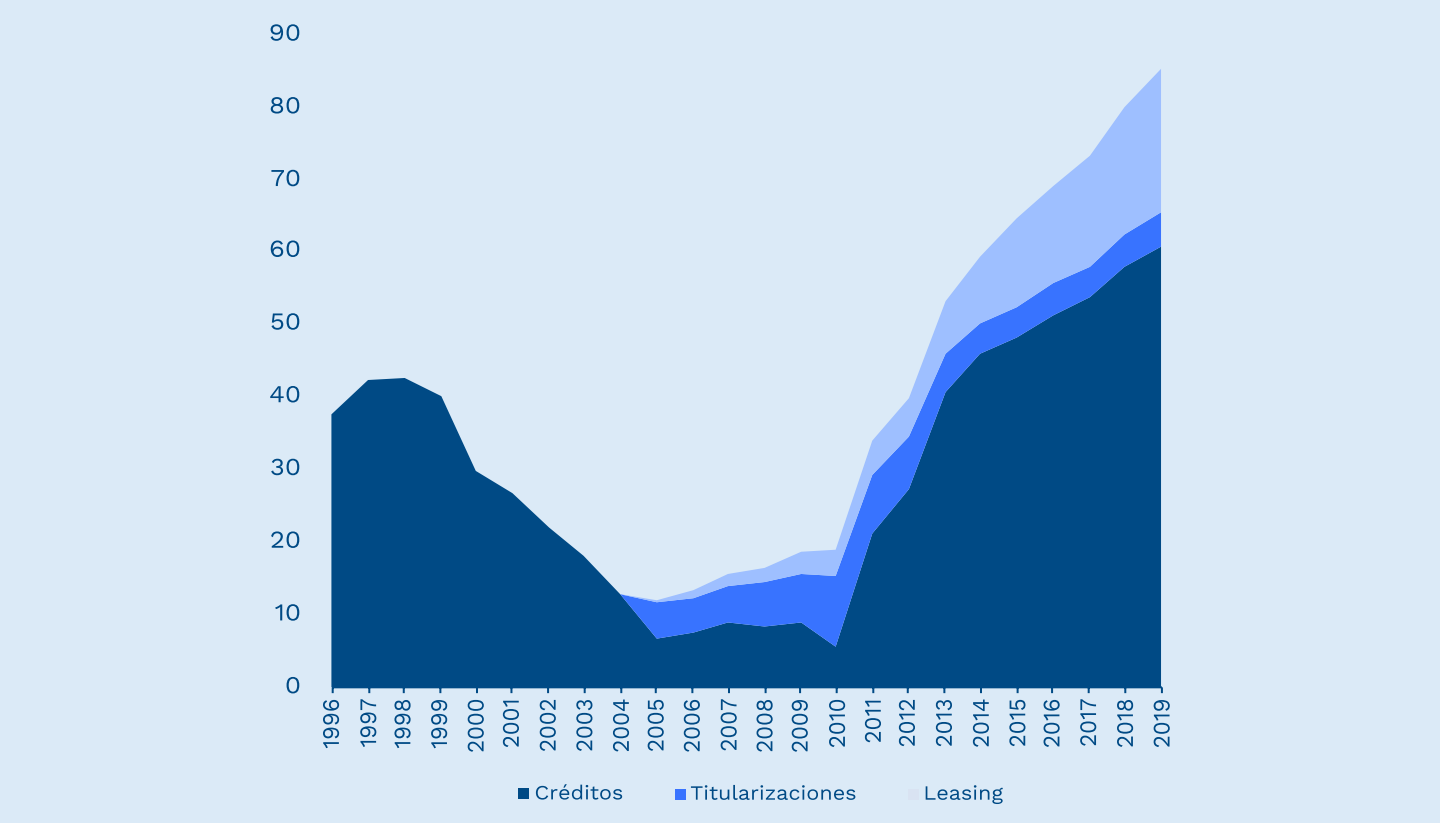
Introducción

El mercado hipotecario actual es el resultado de una transformación estructural que siguió a la crisis de finales de los años noventa. Las últimas décadas se han caracterizado por un crecimiento real sostenido; de hecho, entre el 2007 y 2019 el crecimiento real promedio fue de 12,2%, superior al crecimiento del crédito de consumo y del comercial. Esta sección muestra la evolución de la cartera, establece una asociación con el entorno macroeconómico estable que se ha consolidado en el país en ese periodo, caracteriza los desembolsos por segmento de vivienda (VIS y no VIS, y usada y nueva), describe a los consumidores por edad y región, y finalmente da un panorama de la oferta en el mercado.

Evolución de la Cartera Hipotecaria

Para efectos del análisis que se presenta a continuación, la cartera hipotecaria en el país incluye todos los productos de financiación de vivienda de largo plazo, y en ese sentido abarca tanto el crédito hipotecario más tradicional en el que la titularidad del inmueble está en cabeza del deudor, como el leasing habitacional en el que la propiedad de la vivienda se mantiene por parte de la entidad financiera. Adicionalmente, también se incorpora dentro de las cifras agregadas la cartera titularizada, que a pesar de no encontrarse en los balances de los establecimientos de crédito constituye una fuente de financiación para la adquisición de vivienda de los hogares en Colombia.

Gráfica 2.1. Evolución de la cartera hipotecaria real bruta, incluyendo leasing habitacional y titularizaciones (saldo en billones de pesos de diciembre 2019)

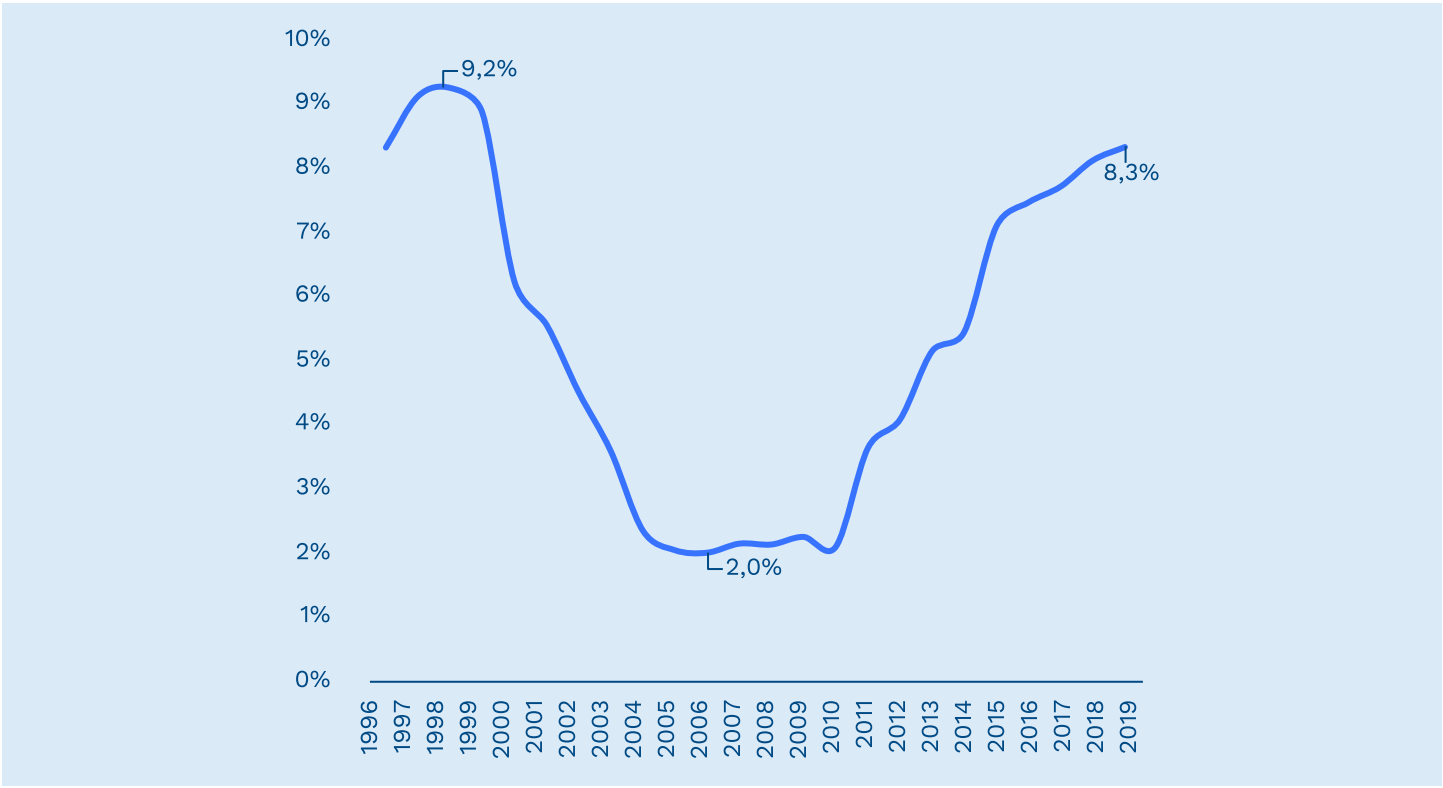


Fuente: DANE, Titularizadora y cálculos propios.

Con base en las cifras de cartera hipotecaria de vivienda del DANE[2] y los saldos de cartera titularizada de la Titularizadora de Colombia, a diciembre del año 2019, la cartera hipotecaria real (que incluye los créditos hipotecarios, el leasing habitacional y titularizaciones) alcanzó 88,4 billones de pesos, un crecimiento de más del 70% en términos reales frente a diciembre de 1998, y más de 4,5 veces el nivel más bajo alcanzado luego de la crisis. De este total, el 73% correspondía a créditos hipotecarios, el 22% a leasing habitacional y un 5% a cartera titularizada (ver Gráfica 2.1).

La gráfica 2.2 muestra la evolución de la profundización financiera de la cartera hipotecaria, que en los últimos 25 años se ha visto reflejada en tres etapas claramente identificadas: i) Un boom crediticio en la primera mitad de la década de los noventa, que llevó la profundización financiera de este segmento a niveles del 9,2% del PIB en 1998, pero que estuvo acompañado de la formación de desequilibrios tanto en los mercados financieros como a nivel macroeconómico; ii) una reducción de la cartera que se materializó como consecuencia de la combinación de las vulnerabilidades acumuladas durante el ciclo de expansión y el choque internacional de los mercados emergentes de finales de los noventa que llevó a una reducción de la participación de la cartera hipotecaria en el PIB hasta 2% a mediados de 2006; y iii) una recuperación progresiva desde ese año hasta alcanzar 8,3% del PIB en 2019, que a pesar de estar por debajo de los niveles registrados antes de la destorcida, muestra un avance significativo sin que el nivel de riesgo medido por los indicadores tradicionales se haya incrementado de forma sustancial.

Gráfica 2.2. Evolución de la cartera hipotecaria total (Incluyendo Leasing y titularizaciones) sobre PIB de Colombia



Fuente: DANE, Banco de la República, Titularizadora, FMI y cálculos propios

2. Para el leasing habitacional se utiliza información del Banco de la República.

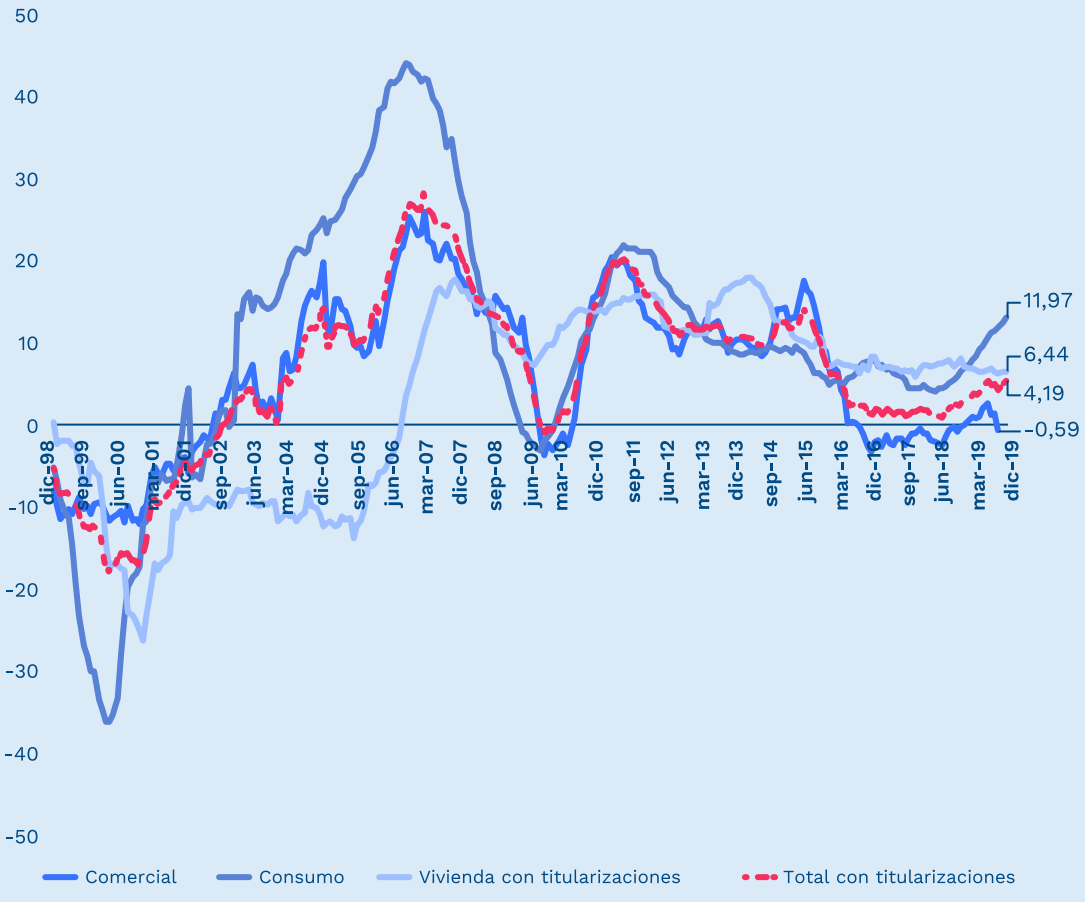
En particular, entre 2007 y 2019 la cartera hipotecaria de los establecimientos de crédito vigilados por la SFC, incluyendo las titularizaciones, creció a una tasa real anual 7,6 puntos porcentuales por encima del crecimiento real del PIB. La mayor dinámica de este segmento de la cartera se ha visto reflejada en un crecimiento sostenido y progresivo del indicador de profundización financiera del sector. De hecho, es el de mayor crecimiento entre las modalidades de crédito (que incluye créditos de consumo y comerciales) y el de menor volatilidad (ver tabla 2.1).

Tabla 2.1. Crecimiento real por tipo de cartera, 2007-2019

	Crecimiento real anual (%)			
	Comercial	Consumo	Vivienda con titularizaciones	Total con titularizaciones
Promedio	8,9	11,7	12,2	10,2
Desviación estándar	7,9	9,8	4,3	7,3

Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

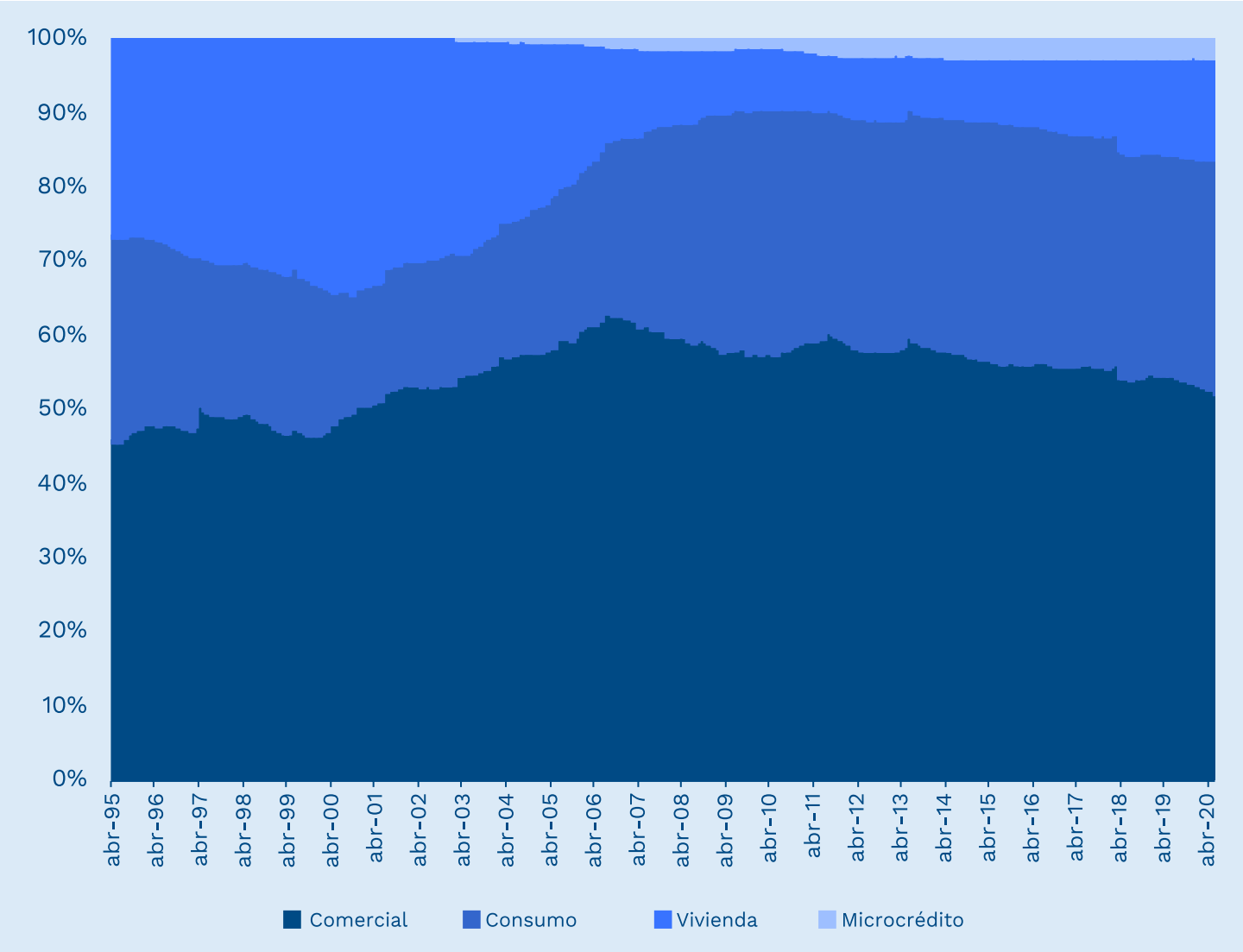
Gráfica 2.3. Crecimiento real anual de la cartera por modalidad. 1998-2019



Fuente: Banco de la República. Reporte de Estabilidad Financiera (2019).

Otro comportamiento notable, que separa al crédito hipotecario de las demás modalidades en la etapa de recuperación posterior a la crisis, fue el espacio de tiempo que se requirió para retomar crecimiento. La cartera de vivienda sólo empezó a mostrar niveles positivos de crecimiento en 2006, casi 4 años después de las carteras de consumo, comercial y total (ver gráfica 2.3). Estas dinámicas se vieron reflejadas en una caída de la participación de la cartera hipotecaria en la cartera total, la cual disminuyó desde cerca de un 30% a finales del siglo XX hasta un 8,4% en 2007 para después recuperarse y alcanzar 14% en el 2019[3]. La contracción en la participación de la cartera de vivienda en las hojas de balance de los establecimientos de crédito se dio al tiempo que las carteras de consumo y microcrédito aumentaban su participación, pasando de 25% en 1995 hasta un 32% en el 2019 (ver gráfica 2.4).

Gráfica 2.4. Composición de la cartera por modalidades de crédito. Entidades vigiladas por la SFC

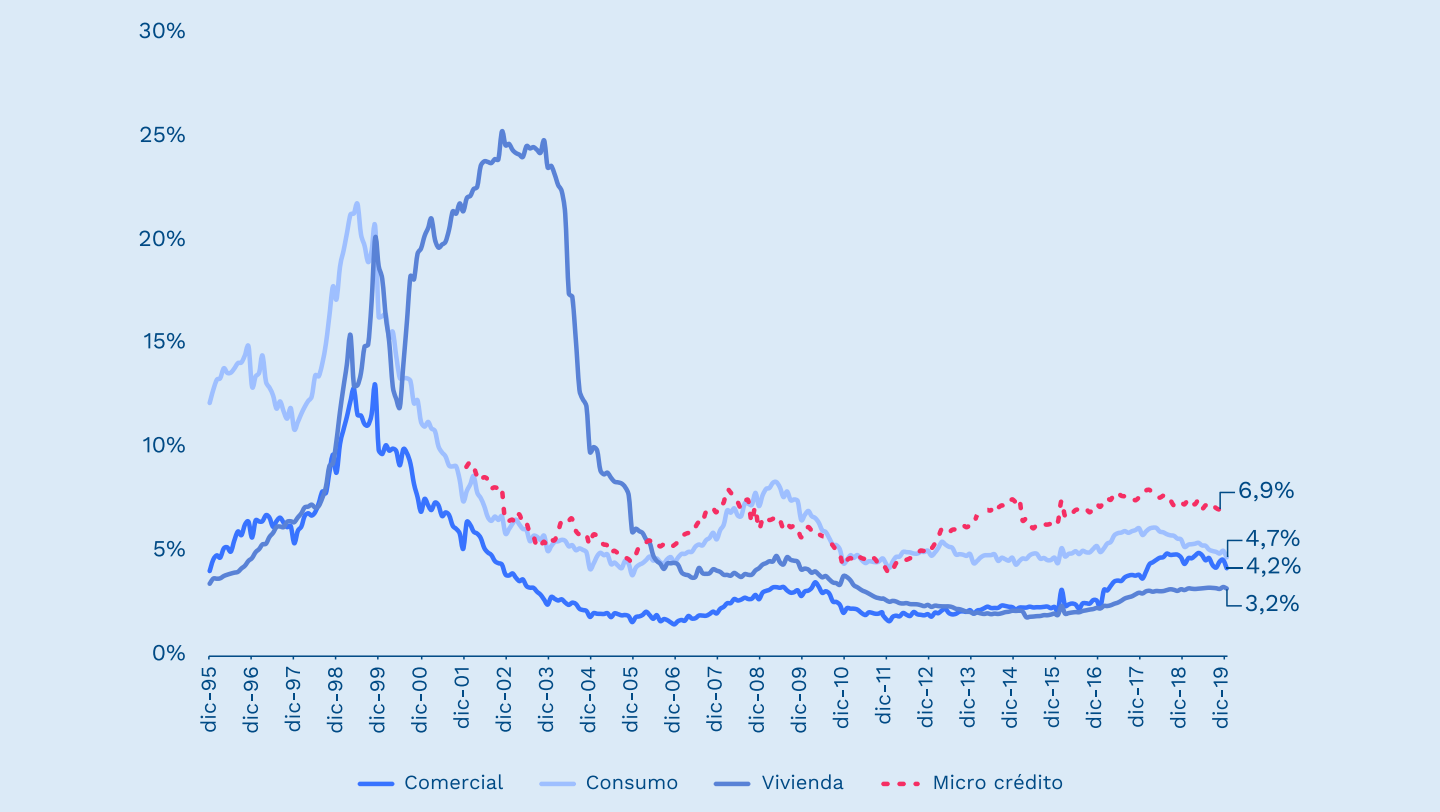


Fuente: SFC

3. Información SFC para las entidades vigiladas.

El ciclo de crecimiento sostenido del crédito hipotecario del periodo 2007-2019 estuvo acompañado por un buen desempeño de la calidad de la cartera de vivienda. El indicador de calidad de esta modalidad de crédito (proporción de la cartera riesgosa en la cartera total) permaneció en niveles bajos, inferiores al 10% en el transcurso de este periodo y durante los últimos cinco años ha sido la modalidad con la mejor calidad. En promedio, entre 2014 y 2019 el indicador de calidad de la cartera de vivienda se ubicó en 2,5%, mientras que la cartera comercial estuvo en 3,3%, la de consumo en 5,2% y la de microcrédito en 7,2%.

Gráfica 2.5. Indicador de calidad de cartera por modalidad de crédito (porcentaje de cartera riesgosa sobre cartera total)

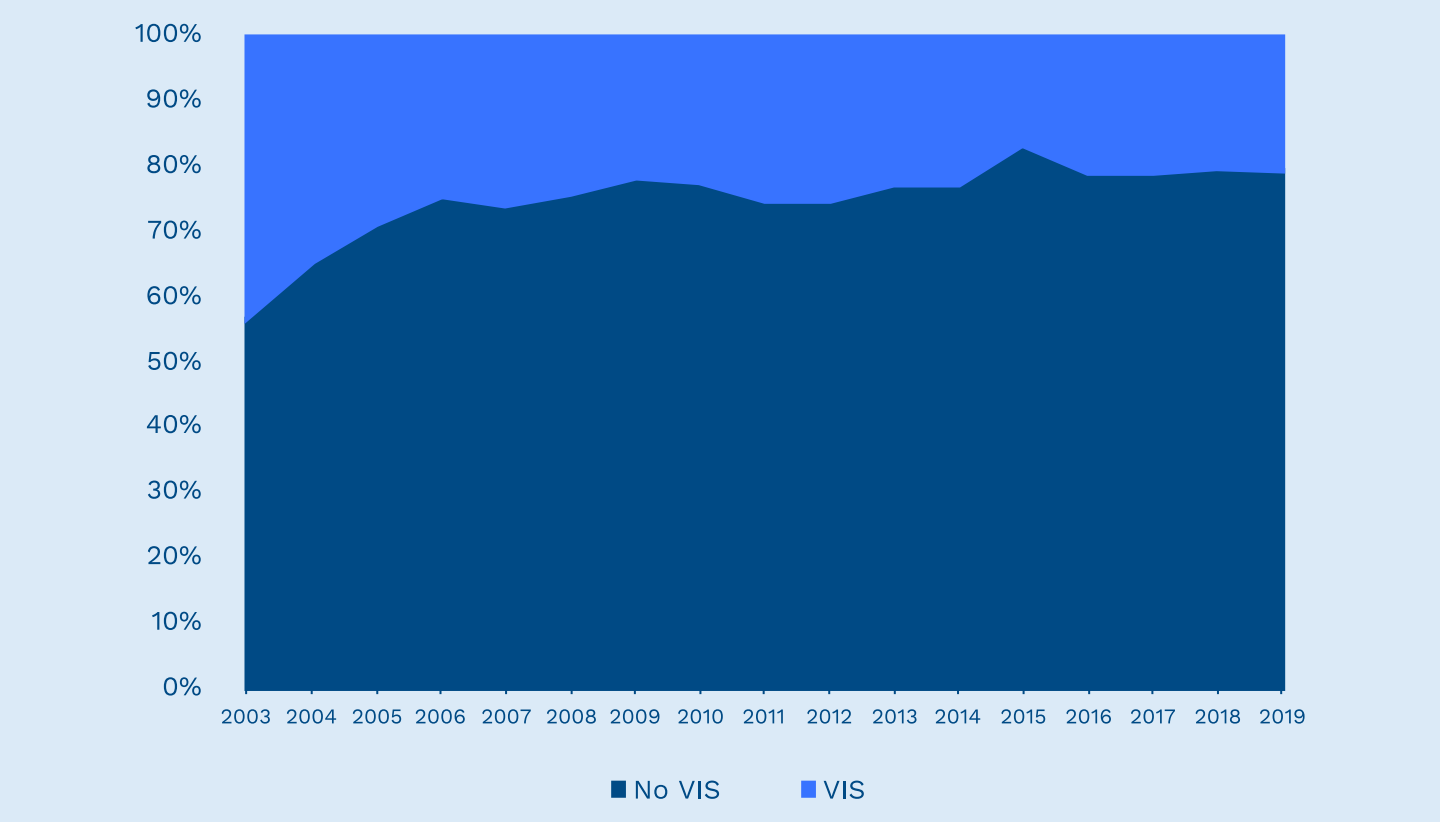


Fuente: SFC

Sin perjuicio de lo anterior, es pertinente mencionar la evolución de este indicador durante el periodo de crisis de fin de siglo, no sólo por el acelerado deterioro observado durante 1998 y 1999, que es común a los otros tipos de cartera, sino también al explosivo comportamiento asociado a una serie de fallos judiciales en los cinco años posteriores. La primera fue la sentencia C-122 de 1999 que declaró la inexequibilidad parcial de la emergencia económica decretada por el gobierno al considerar que no había problemas de solvencia en el sector financiero. La sentencia C-700 del 16 de septiembre de 1999, decidió que lo relativo al UPAC era materia de desarrollo vía ley marco y que, de manera inconstitucional, el Gobierno las había desarrollado por medio de decretos con fuerza de ley. Por otra parte, en la sentencia C-382 de 1999 prohibió la capitalización de interés. Como resultado entre 1999 y el 2004 el indicador de cartera riesgosa se mantuvo por encima del 10%, alcanzando un pico de 25,3% en noviembre del 2002, mucho después de que los demás tipos de cartera habían regresado a indicadores de calidad de un solo dígito (ver gráfica 2.5).

A pesar de que la mayor parte del déficit habitacional, tanto cualitativo como cuantitativo se encuentra en los segmentos de la población de menores ingresos, la mayoría de la cartera de vivienda se ha concentrado en el segmento No VIS. En 2003, en un momento en el que aún no se recuperaba la dinámica del crédito hipotecario luego de la crisis financiera, la cartera VIS representó cerca del 40% del monto desembolsado (ver gráfica 2.6). Posteriormente, la participación de ese segmento cayó, estabilizándose entre 20% y 25% de los desembolsos para el periodo 2005-2019.

Gráfica 2.6. Composición de los desembolsos de cartera de vivienda por valor de la vivienda (% del monto de crédito desembolsado para adquisición de vivienda)



Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

Aún cuando la dinámica descrita está en línea con los indicadores de acceso y uso de productos y servicios financieros, los cuales se han concentrado tradicionalmente en los segmentos más formales y de mayores ingresos, es pertinente analizar las barreras que impiden el desarrollo más profundo del mercado de crédito hipotecario en el segmento VIS.

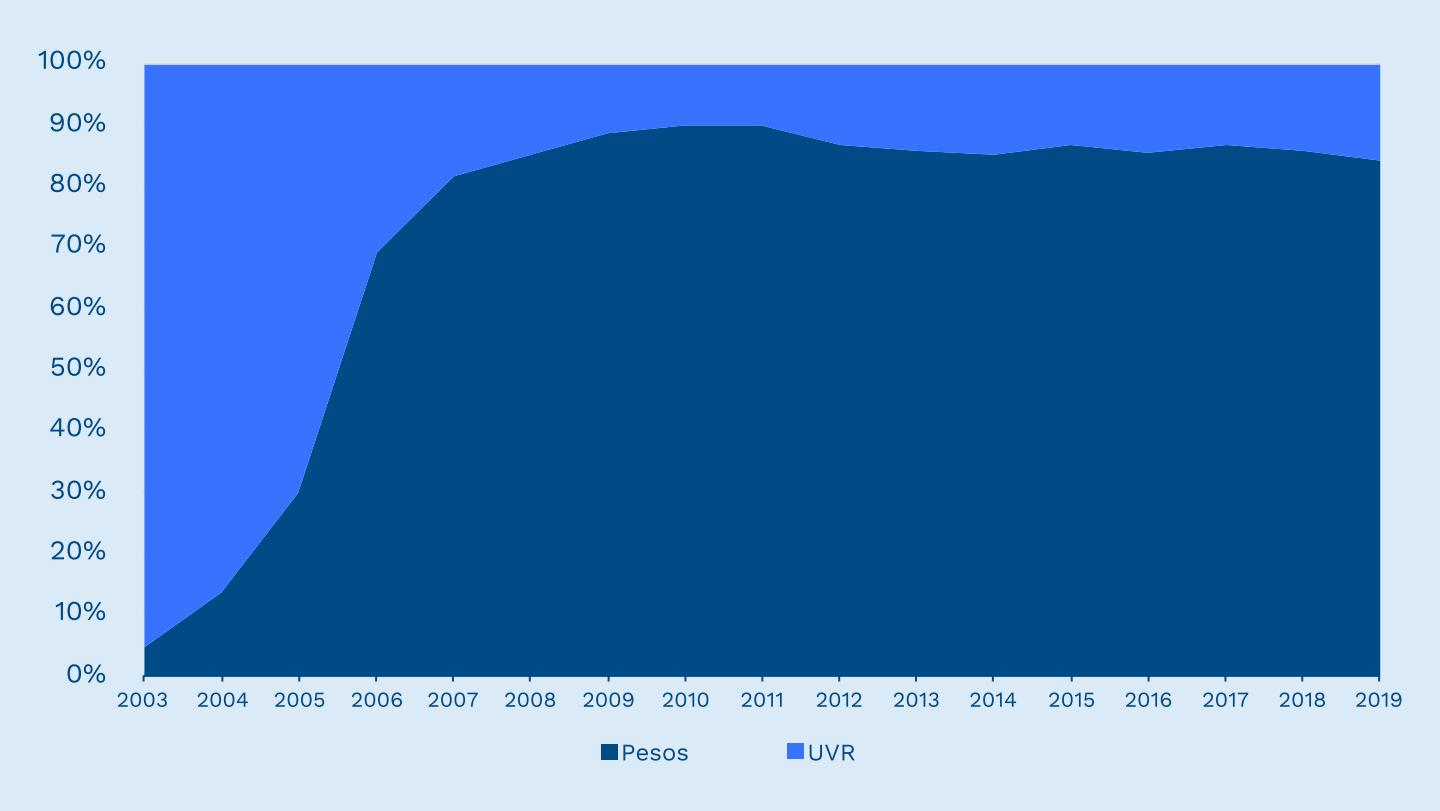
Lo anterior por el enorme reto que implica avanzar en la solución de los problemas de déficit habitacional que afecta al 36% de los hogares del país según los datos del último Censo Nacional de Población y Vivienda (CNPV) en 2018. En este escenario, el acceso a financiación debe ser una herramienta fundamental para cerrar esa brecha y contribuir al adecuado funcionamiento de los mercados de vivienda. El foco debe concentrarse en los segmentos de menores ingresos, que, como se mostrará en el eje 3 de este documento, son precisamente los más afectados por las carencias cuantitativas y cualitativas de vivienda, y los que tienen el menor nivel de acceso al mercado de crédito hipotecario.

Cartera hipotecaria y entorno macroeconómico

El desarrollo del mercado de crédito hipotecario evidenciado en las dos últimas décadas ha estado directamente relacionado con la consolidación de unos fundamentales macroeconómicos sólidos y de un sistema financiero estable. La reducción de la tasa de inflación y su consolidación en niveles cercanos a la meta del Banco de la República fue fundamental para la recuperación del mercado hipotecario, en particular en un contexto en la que la aversión al riesgo frente a los productos indexados representaba un reto significativo para todos los actores del sistema. Lo anterior no sólo facilitó la adopción de créditos denominados en pesos, sino que también contribuyó al desarrollo de mercados secundarios ligados a una curva de papeles del gobierno mucho mas líquida denominada en moneda local, que se convirtieron en un referente de largo plazo para la determinación de los cosos de fondeo de la cartera.

En ese sentido se observa una caída continua de la participación de la cartera de vivienda denominada en UVR, que ha venido descendiendo permanentemente desde comienzos de siglo. Mientras en el año 2003 el 95% de los desembolsos correspondían a créditos denominados en UVR, para 2019, la composición se había invertido totalmente y los créditos denominados en pesos representaban el 90% en el total[4] (ver gráfica 2.7).

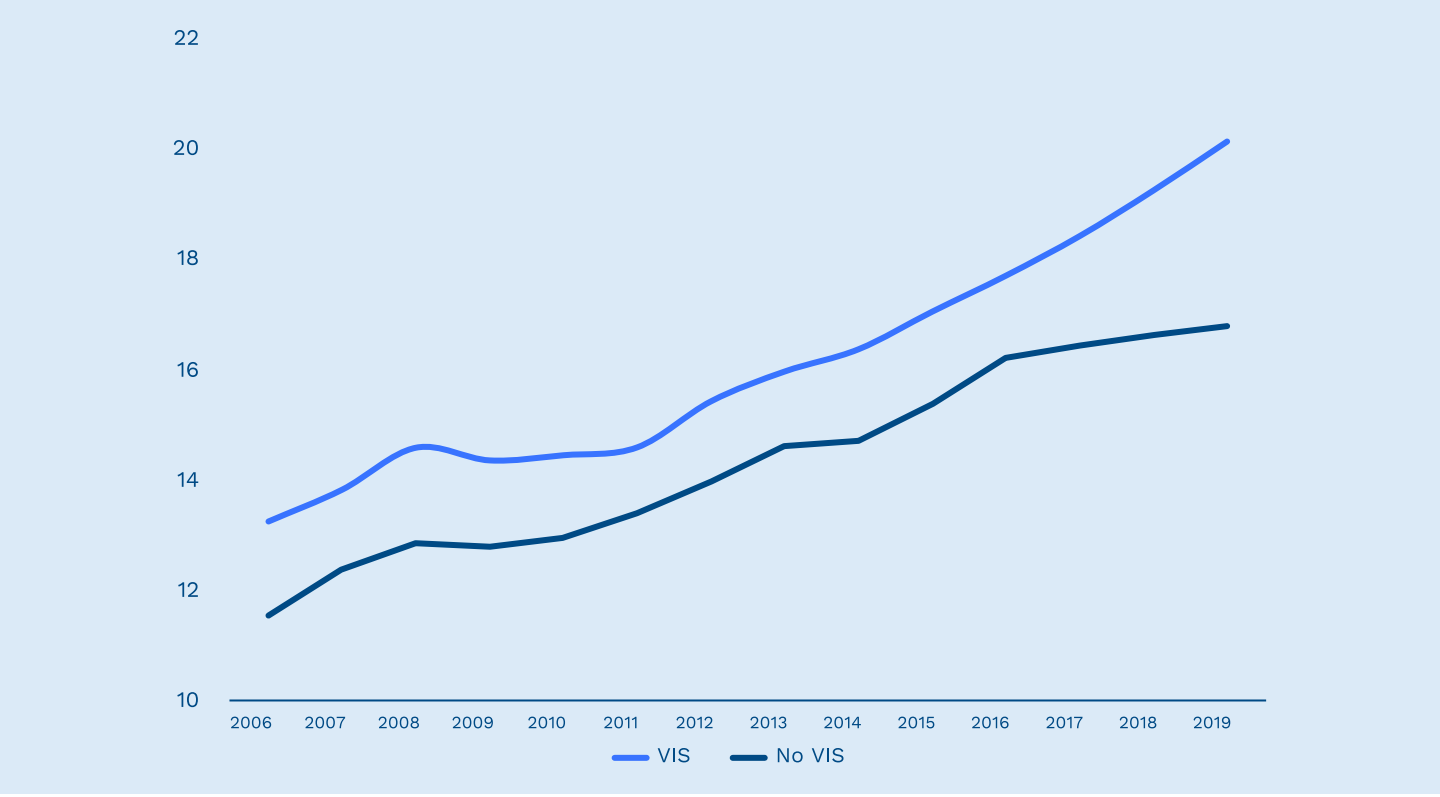
Gráfica 2.7. Composición de la cartera de vivienda por denominación (% del monto de crédito desembolsado para adquisición de vivienda)



Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

De igual manera, el desarrollo de un mercado de deuda pública líquido y profundo, con emisiones de largo plazo ha generado un referente claro para los créditos de vivienda. Tal como muestra la gráfica 2.8, los plazos promedio de desembolso se han venido incrementando a lo largo de los últimos 15 años, permitiendo una reducción de las cuotas percibidas por los clientes y facilitando el acceso a algunos segmentos de la población. En el caso de adquisición de cartera VIS, el plazo promedio pasó de 13,5 años en 2006 a más de 20 años en 2019. En este último año, en ese segmento el 65% de los desembolsos se hicieron a 20 o más años frente al 2% en 2005. Más aún, en 2019 el 20% de los créditos se desembolsó a 30 años, el máximo horizonte permitido por la regulación. En el caso de la vivienda No VIS, también se ha presentado un aumento, aunque a niveles menores, pasando de 11,5 a 16,8 años en el mismo periodo[5].

Gráfica 2.8. Plazo promedio de los créditos hipotecarios por tipo de vivienda. Años de duración al momento del desembolso



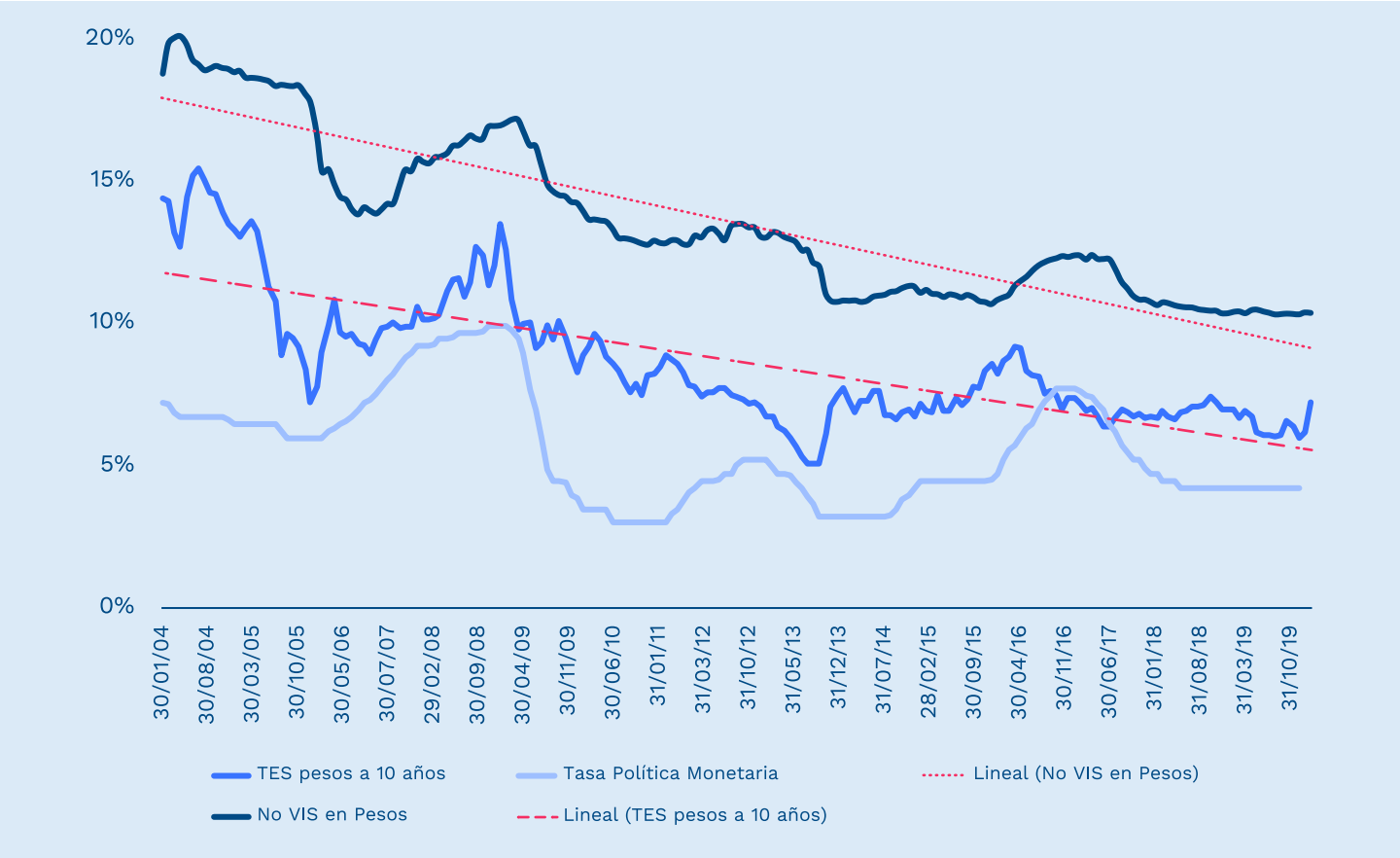
Fuente: Datos Superfinanciera, cálculos propios.

Por último, la consolidación del balance del gobierno y la consecuente mejora del grado crediticio del país, permitieron una reducción continua de los niveles de las tasas de interés de la economía, marcada por una reducción de la tasa de los TES a 10 años. En particular, las tasas de interés de adquisición de vivienda de los establecimientos de crédito tuvieron una tendencia decreciente desde el 2004 hasta llegar a mínimos históricos a finales del 2019 (ver gráfica 2.9). La reducción en este horizonte de tiempo fue de casi 10 puntos porcentuales al pasar de 20% a principios de 2004 hasta 10% para los desembolsos en pesos para vivienda No VIS en 2020. También se puede observar la respuesta a los cambios en la posición de política monetaria como fueron los escenarios contractivos de 2008, 2012 y 2017.

5. De acuerdo con la información entregada a nivel de crédito individual de la Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos propios.

Asociado a la consolidación de un mercado de deuda pública de largo plazo, el mercado de capitales, a través de bonos y titularizaciones hipotecarias, se ha convertido en una fuente de fondeo importante para las entidades financieras, en un mecanismo para la reducción de los riesgos de descalce de plazos que caracteriza a los productos de financiación de vivienda y en un canal a través del cual las reducciones de tasas generales de la economía se transmiten al mercado hipotecario. Desde su creación en 2001, la Titularizadora Colombiana ha realizado 58 emisiones por más de 23 billones de pesos y la cartera titularizada representa el 6% del saldo de la cartera hipotecaria.

Gráfica 2.9. Tasa de interés crédito hipotecario y TES a 10 años



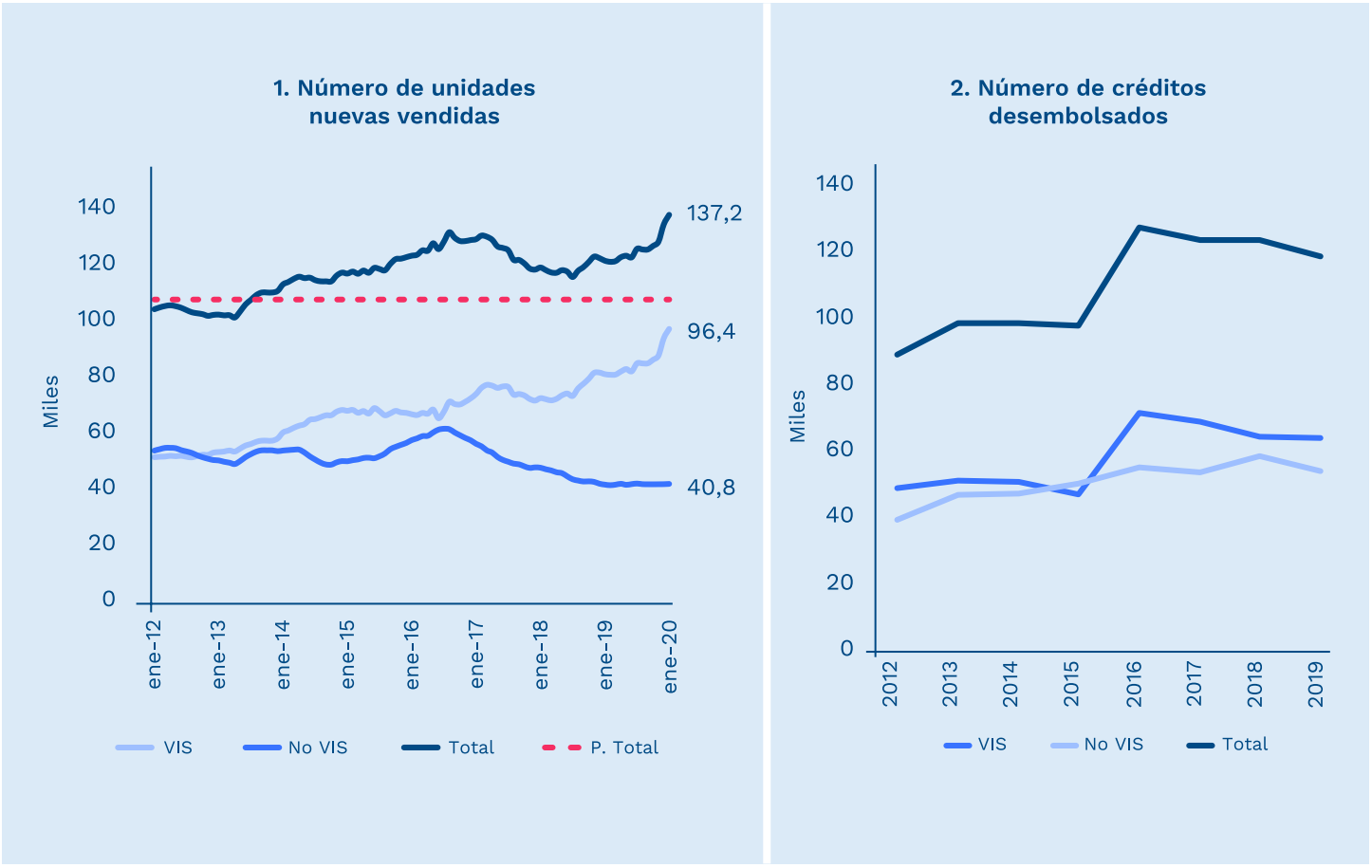
Fuente: Banco de la República

El impacto del marco normativo establecido por la Ley 546 de 1999, fue evidente en múltiples dimensiones del mercado de crédito hipotecario. Uno de los focos más importantes fue limitar las condiciones de endeudamiento de los hogares para evitar los excesos que se presentaron en el boom crediticio que precedió la crisis de 1998. En ese sentido, se establecieron límites al monto máximo a financiar (70% para No VIS y 80% para VIS), a la carga financiera máxima (medida en términos de la razón de cuota a ingreso, que no puede superar el 30% del ingreso del hogar) y a la proliferación de esquemas de financiación en los que se capitalizaran intereses y estructuraran figuras financieras que exacerbaran el riesgo de la operación. En ese sentido, el marco regulatorio colombiano incorporó con casi una década de anticipación, muchas de las medidas que posteriormente fueron adoptadas por las jurisdicciones afectadas por la crisis hipotecaria y financiera global de finales de la década pasada.

Desembolsos de Crédito Hipotecario por segmentos de vivienda

El número de desembolsos ha mostrado una tendencia creciente pero no refleja completamente la dinámica de las ventas de inmuebles en las principales ciudades del país. Las ventas de unidades nuevas de vivienda de interés social han mostrado un crecimiento más rápido que los desembolsos de créditos. Lo anterior evidencia que existe una mayor participación de compradores que no utilizan crédito o leasing para vivienda (ver comparativo de crecimiento de ventas y desembolsos en la gráfica 2.10). Es previsible que estos compradores sean inversionistas que compran para vender o arrendar, dado que es poco probable que la capacidad de ahorro de las familias de menores ingresos les permita adquirir los inmuebles sin financiación. Adicionalmente, la diferenciación por nivel de precio de la vivienda que permite a constructores y compradores acceder a una serie de beneficios de política pública puede estar aumentando el retorno de los inversionistas (tema discutido en el eje 1 del documento).

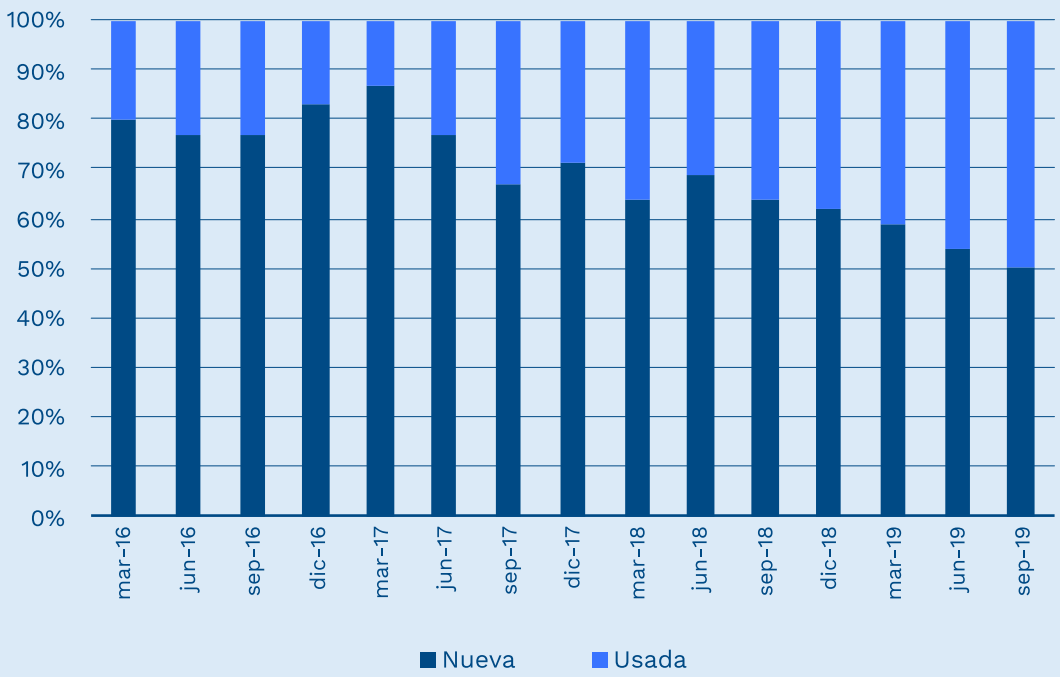
Gráfica 2.10. Número de unidades de vivienda nueva vendidas y desembolsos de crédito hipotecario por tipo de vivienda (VIS y No VIS)



Fuente: Galería Inmobiliaria y SFC

Por otra parte, se observa una separación de la dinámica entre las ventas de unidades nuevas y los desembolsos de crédito en el segmento no VIS. Las ventas alcanzaron su máximo valor en 2016 y han mostrado una tendencia decreciente desde entonces. Los desembolsos, por el contrario, continuaron aumentando hasta 2018, llegando a cifras superiores al número de negocios de unidades nuevas.

Gráfica 2.11. Desembolsos de crédito hipotecario por tipo de vivienda (Nueva vs Usada)



Fuente: SFC

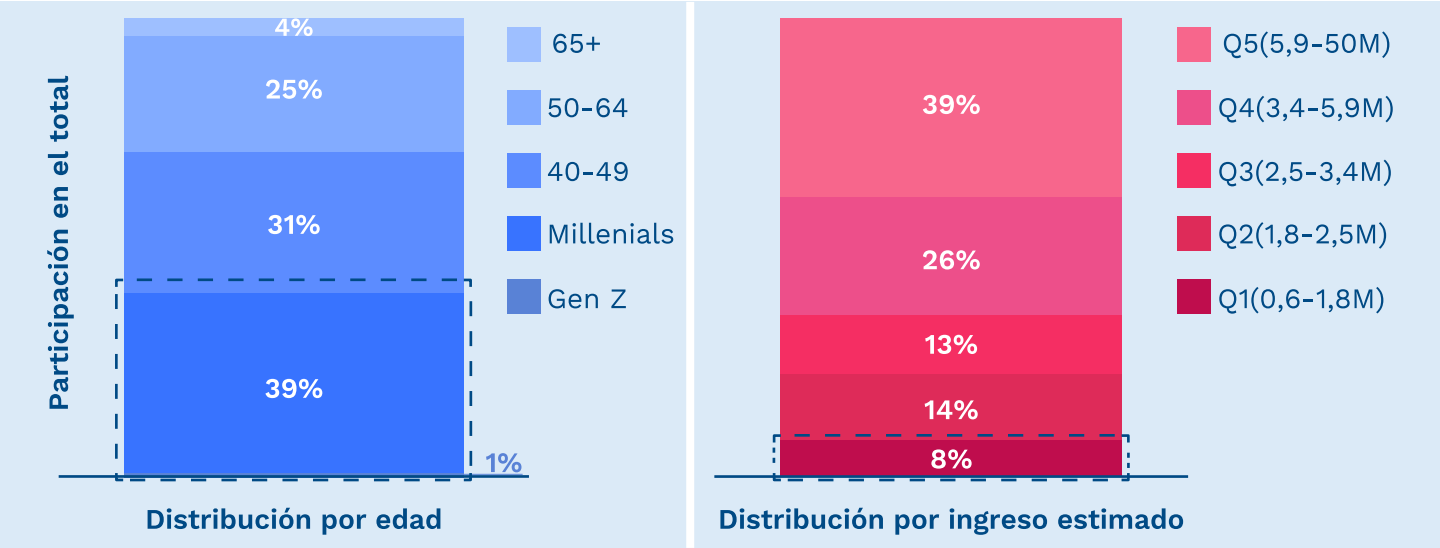
En ese sentido, la SFC ha identificado una participación cada vez mayor de las transacciones de vivienda usada para este segmento (ver gráfica 2.11). De acuerdo con una encuesta realizada por esa Superintendencia en septiembre de 2019, la participación de los desembolsos para compra de vivienda usada pasó de 20% en el primer trimestre de 2016 a 50% en el tercer trimestre de 2019. Este comportamiento refleja una contracción de los desembolsos para compra de vivienda nueva que es contrarrestada por un incremento de los desembolsos para compra de vivienda usada[6].

Caracterización de los deudores hipotecarios

De acuerdo con el reporte de inclusión financiera elaborado por Banca de Oportunidades (2019), con base en la información de las centrales de riesgo Transunion y CIFIN, el número de adultos que tenían un crédito de vivienda vigente era de 1´145.070 a septiembre de 2019. De ese total casi dos terceras partes se concentran en Bogotá (37%), Antioquia (11%), Valle (10%) y Cundinamarca (7%). De acuerdo con datos presentados por Transunion, con un universo de 964 mil deudores con corte a diciembre de 2019, los consumidores con crédito de vivienda pertenecen a los segmentos con más ingresos de la población (ver gráfica 2.12). Casi dos terceras partes de los hogares con este producto tiene ingresos estimados de más de $3,4 millones de pesos al mes, mientras que sólo el 8% tiene ingresos menores o iguales a dos salarios mínimos. En términos de edad del titular del crédito, 39% tiene entre 25 y 29 años y 31% adicional tiene entre 40 y 49 años. Finalmente, en cuanto a la distribución por género cerca del 51% son hombres.

6. Presentación Perspectivas de la Financiación de Vivienda en Colombia, realizada por el Superintendente Financiero en el 11 Foro de Vivienda de Asobancaria, Febrero de 2020.

Gráfica 2.12. Distribución de consumidores con crédito de vivienda por edad e ingreso estimado

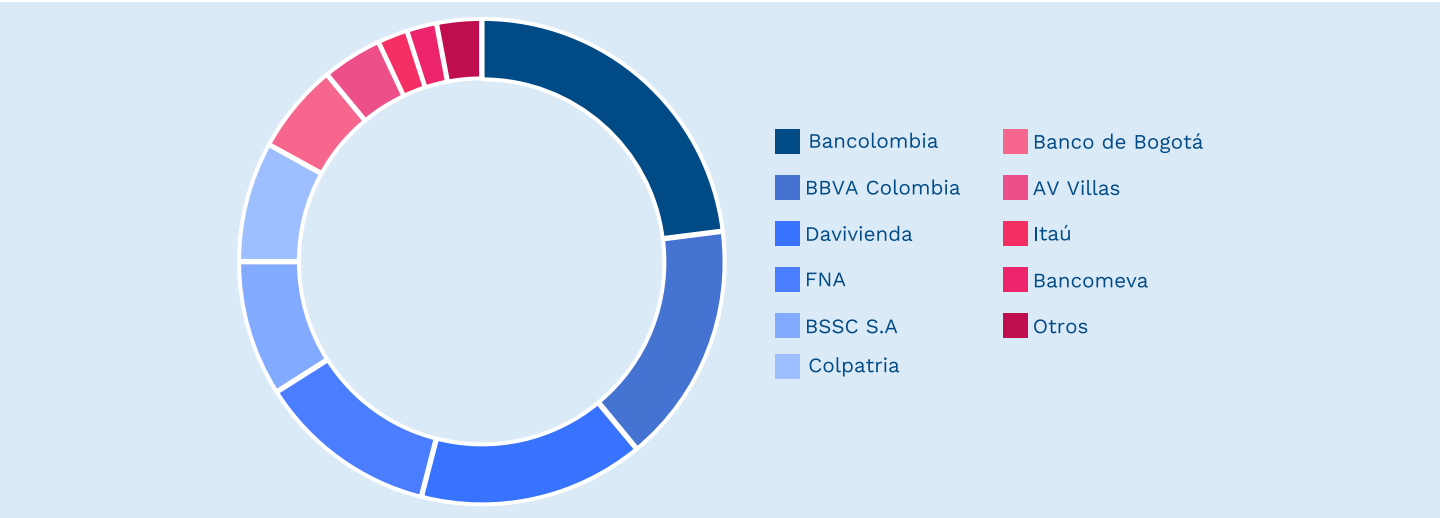


Fuente: Transunion.

La oferta en el mercado de cartera hipotecaria

Por el lado de la oferta de cartera hipotecaria, el marco regulatorio postcrisis dio origen a un modelo de financiamiento de vivienda liderado por la banca privada bajo medidas macroprudenciales y el fortalecimiento de la regulación que busca la estabilidad del sistema financiero. La conversión de los bancos especializados y la privatización de las entidades que fueron rescatadas durante la crisis dio como resultado un esquema en el que pocos bancos comerciales activos en todas las modalidades de crédito concentran la mayor parte de la cartera hipotecaria (ver Gráfica 2.13). Los establecimientos de crédito financiaron alrededor del 80% de los créditos de vivienda en los últimos 7 años, seguidos por el FNA con un 12% y las cooperativas, fondos de empleados y fondos de vivienda con un 5% y otros colectores de cartera con un 3%.

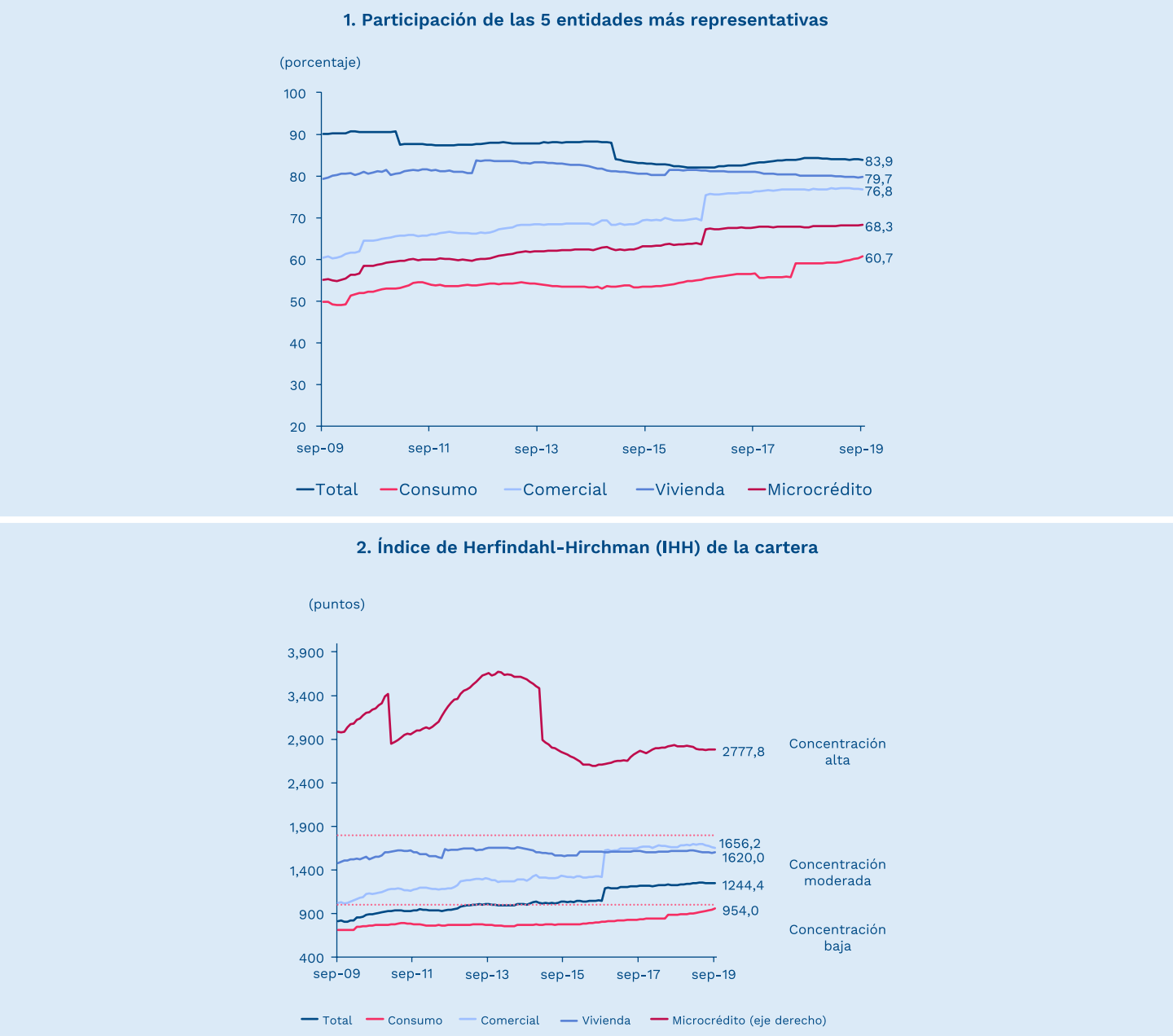
Gráfica 2.13. Participación de los bancos en la cartera hipotecaria bruta 2013 - 2019



Fuente: SFC.

En términos de la concentración de la originación de la cartera hipotecaria, la participación de las cinco principales entidades en el mercado se ha mantenido alrededor del 80%, y es más alta que en el caso de las carteras comercial y de consumo, pero inferior al reportado para la cartera de microcrédito (ver gráfica 2.14). En el mismo sentido, el Índice de Herfindahl Hirchman (IHH) presenta unos niveles de concentración moderada y revela una situación similar frente a los otros tipos de crédito. Sin embargo, a diferencia de las demás modalidades, estos índices se han mantenido relativamente estables a lo largo del periodo analizado.

Gráfica 2.14. Indicadores de concentración en el mercado de cartera hipotecaria 2009 – 2019



Fuente: Banco de la República (2019). Reporte Especial de Estabilidad Financiera.
Nota: El valor máximo del HHI es 10,000 con una concentración monopólica y se reduce a medida que más participantes haya en el mercado. Los niveles de concentración moderada se definen entre 1000 y 1500 o 2000 en el índice según la autoridad de competencia y el mercado.

El impacto específico de la concentración sobre competencia en este mercado requiere un análisis adicional. De acuerdo con estimaciones del Banco de la República (2019), el comportamiento de los establecimientos de crédito en las modalidades de consumo y vivienda tienen una estructura de mercado que se acerca al monopolio o la colusión. Por el contrario, las modalidades de comercial y de microcrédito tienen una estructura de mercado de competencia monopolística con libre entrada.

El mercado de crédito hipotecario se beneficiaría de un mayor nivel de competencia el cual contribuiría a reducir los márgenes de intermediación y las altas tasas de interés reales que la OCDE (2017) encontró para Colombia. Sin embargo, el alto grado de intervención normativo y jurisprudencial en el mercado hipotecario, incluyendo los techos a las tasas de interés, así como las dificultades para acceder a las garantías y la poco atractiva combinación de riesgo/rentabilidad de esta línea de negocio frente a los otros tipos de crédito plantean retos adicionales para incentivar la participación de más jugadores en este segmento.

Conclusiones

Hay segmentos de mercado que no se encuentran suficientemente atendidos y, en ese sentido, el foco del esfuerzo de profundización debería estar concentrado en ampliar el acceso de hogares informales y de menores ingresos. Por lo anterior es pertinente complementar las metas de crecimiento del indicador de cartera hipotecaria sobre PIB con metas específicas de acceso de hogares a crédito hipotecario, por ejemplo, en términos de número de créditos desembolsados en segmentos específicos. Esto evitaría el sesgo de concentrar los esfuerzos de profundización en los nichos mejor atendidos y que hoy representan la mayor parte de la cartera hipotecaria debido al tamaño los montos financiados y mayores niveles acceso al sector financiero, como es el mercado de créditos para vivienda No VIS.

La estabilidad macroeconómica ha sido un pilar fundamental para el desarrollo del mercado hipotecario. En este sentido, reconociendo que dicha discusión está más allá del alcance de la presente misión, es pertinente resaltar que avanzar en la consolidación macroeconómica del país para reducir la tasa de interés general de la economía, considerando el control de la deuda pública y el control de la inflación, que son variables que impactan directamente la evolución de la cartera hipotecaria, es esencial para aumentar la profundización financiera hipotecaria. Medidas que promuevan el ahorro nacional, tanto público como privado, y que protejan el grado de inversión de la economía son centrales para garantizar que las tasas de interés de la economía se mantengan en niveles bajos y continúen cayendo en el tiempo.

El mercado de crédito hipotecario se beneficiaría de un mayor nivel de competencia el cual contribuiría a reducir los márgenes de intermediación y las altas tasas de interés reales que algunos estudios han señalado para Colombia[7]. Sin embargo, el alto grado de intervención normativo y jurisprudencial en el mercado hipotecario, incluyendo los techos a las tasas de interés, así como las dificultades para acceder a las garantías y la poco atractiva combinación de riesgo/rentabilidad de esta línea de negocio frente a los otros tipos de crédito plantean retos adicionales para incentivar la participación de más jugadores en este segmento.

7. OCDE (2017).

En este sentido, avanzar en la agenda general de remover barreras de entrada para nuevos jugadores en el sistema financiero del país es importante. Así mismo, la consolidación de mecanismos que permitan una comparación más fácil de los productos disponibles en el mercado, tales como el Valor Total Unificado de los productos financieros[8] y la disponibilidad de herramientas de comparación en la SFC y en el mercado ayudarían a potenciar la competencia. Este esfuerzo debe ir de la mano de una mayor profundización de la política de educación financiera de los clientes hipotecarios, lo cual particularmente relevante en el caso de productos de largo plazo.

Existe espacio para promover el acceso en los mercados menos atendidos con foco en los hogares informales y de menores ingresos. En ese sentido se puede fortalecer el gobierno corporativo del FNA, y continuar con el proceso de mejora en la eficiencia operativa de la entidad. Lo anterior requiere un seguimiento especial durante la coyuntura actual ante la mayor caída en los desembolsos del FNA que de los bancos, lo que afecta en particular el segmento VIS. Las discusiones actuales para la implementación de la Holding Financiera pública, representa un espacio para fortalecer las mejores prácticas de gobernanza en la entidad y establecer políticas de gestión de riesgo a nivel de grupo que limiten la influencia de factores no financieros en los procesos operativos del Fondo.

Promover el acceso a fuentes de fondeo competitivas, como la titularización y otros mecanismos de mercado de capitales puede fortalecer el rol de nuevos jugadores en el mercado hipotecario. Avanzar en la vinculación de múltiples originadores a estos canales de fondeo, incluyendo la posibilidad de emitir en universalidades que incluyan a distintos establecimientos de crédito, puede permitir el acceso a mejores tasas de financiación, en particular para las entidades más pequeñas. Así mismo, potenciar los programas de garantías para emisiones en el mercado de capitales para bonos enfocados en los nichos menos atendidos también permitiría avanzar en esa dimensión.

Adicionalmente, la implementación de las reformas recomendadas en la Misión del Mercado de Capitales puede impactar favorablemente las condiciones de financiación del mercado secundario de hipotecas. Promover el acceso de nuevos jugadores internacionales, como los inversionistas institucionales de la Alianza del Pacífico, así como flexibilizar los regímenes de inversión de recursos públicos sujetos a regímenes de inversión y alinear los incentivos de sus administradores redundará en diversificar la base de inversionistas y en generar mejores condiciones de fondeo para titularizaciones y bonos hipotecarios. La revisión del marco regulatorio aplicable a las inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y aseguradoras también apunta a alinear los incentivos de sus administradores y puede redundar en una mayor demanda de activos hipotecarios que por sus características de plazo y retorno, corresponden con los pasivos de estas entidades.

8. Valor Total Unificado (VTU) introducido por la Ley de Precios Transparentes.

03

Determinantes de la Profundización Financiera Hipotecaria: Comparación internacional

Introducción

La comparación de la profundización hipotecaria de Colombia con la de otros países permite obtener una referencia inicial acerca de hasta dónde se puede extender el tamaño de este indicador. Sin embargo, "...el ciclo hipotecario depende fuertemente de factores inherentes a cada país y a su ciclo económico. Por esta razón los mercados hipotecarios deben ser analizados en detalle y sus comportamientos no son fácilmente comparables" (Clavijo et al., 2005).

En este sentido es necesario tener en cuenta factores inherentes a cada país tales como su nivel de desarrollo económico, el desarrollo de su sistema financiero, el marco regulatorio, la protección de los derechos de los acreedores y el funcionamiento del mercado de vivienda entre otros, al momento de realizar comparaciones de este indicador a nivel internacional.

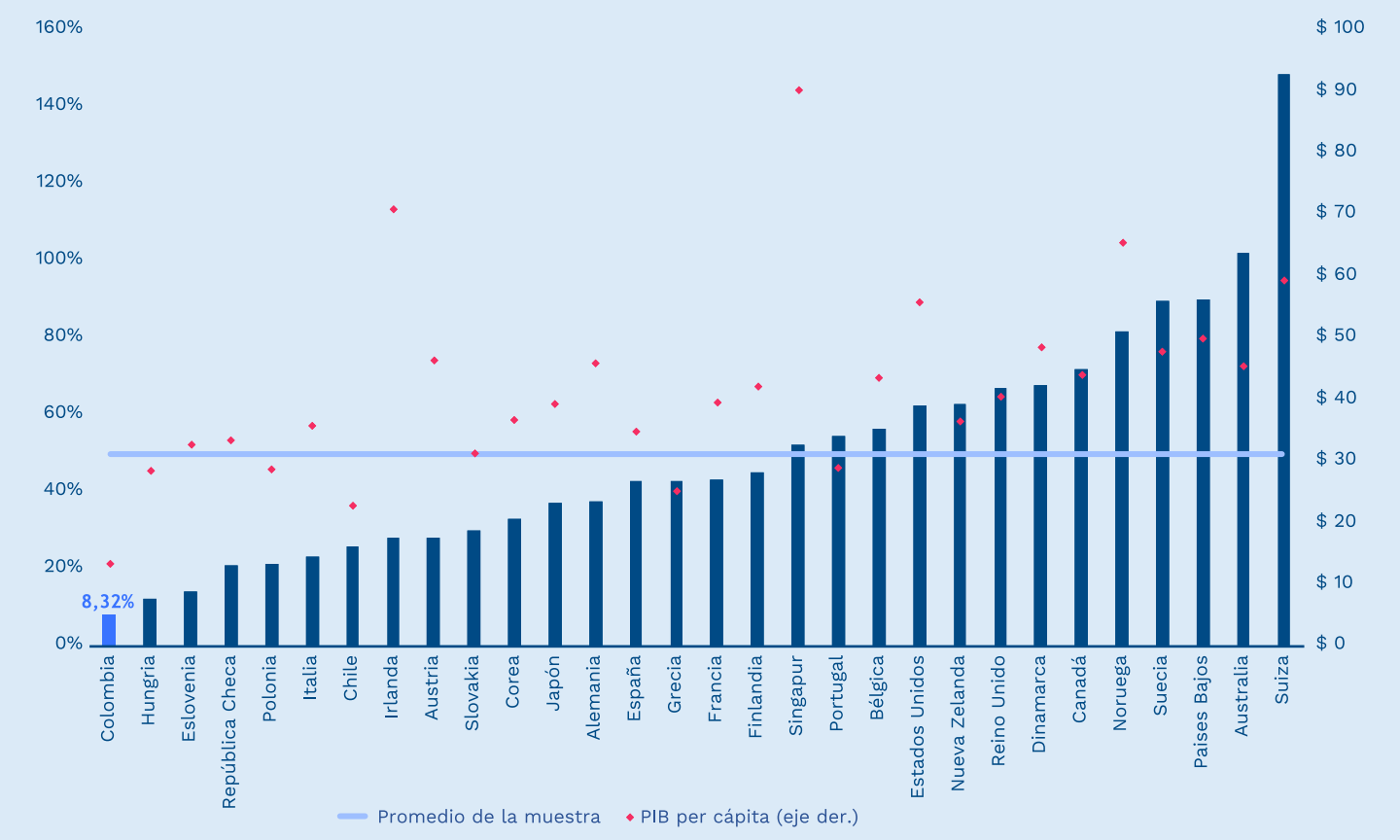
En este capítulo se presenta una revisión de la literatura sobre los determinantes de la profundización de la cartera hipotecaria a nivel internacional, y en particular para el caso de Latinoamérica, que ha sido destacada por algunos estudios como una región en la que la profundidad financiera hipotecaria está consistentemente por debajo de los que se esperarían para su nivel de desarrollo. Así mismo, se muestra una comparación del desempeño de Colombia en algunas de las principales dimensiones identificadas y se plantea la conexión con los demás ejes de la presente investigación.

Profundización financiera hipotecaria de Colombia en el contexto internacional

Las gráficas 3.1 y 3.2 muestran el nivel de profundización hipotecaria de Colombia y de un grupo seleccionado de países desarrollados y de ingreso alto de acuerdo con la clasificación por quintiles de ingreso per cápita que hace el Banco Mundial. La diferencia del nivel de profundización hipotecaria (cartera hipotecaria/PIB) entre los países de ingreso alto y Colombia es notoria. Ningún país tiene un nivel inferior al de Colombia y países como España, Estados Unidos y Dinamarca tienen al menos cinco veces el tamaño del local. En el caso de los países con un nivel de desarrollo similar, la profundidad financiera del crédito hipotecario en Colombia parece más acorde con la media. De acuerdo con Housing Finance Information Network (Hofinet), el nivel de profundización hipotecaria de Colombia para el año 2018 fue de 7,32%, menor al promedio de 9,5% de la muestra de países de ingreso medio alto[9].

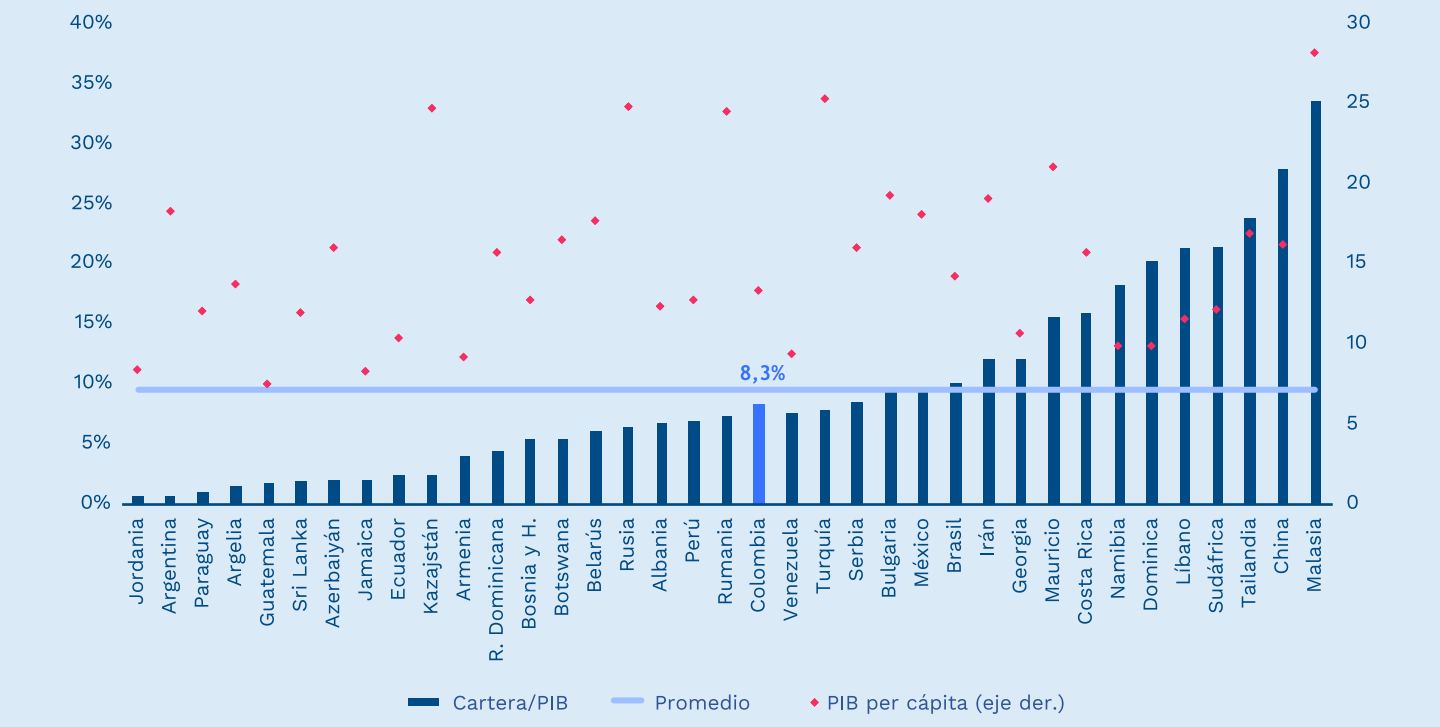
9. Es necesario anotar las dificultades de comparabilidad de estas cifras toda vez que el indicador de profundización incluyendo leasing habitacional y titularizaciones es de 8,3% en 2019, un nivel mucho más cercano al promedio anteriormente descrito.

Gráfica 3.1. Profundización hipotecaria de Colombia frente a países de ingreso alto



Fuente: Hofinet, último dato disponible entre 2015 y 2018

Gráfica 3.2. Profundización hipotecaria de Colombia frente a países de ingreso medio-alto



Fuente: Hofinet, último dato disponible entre 2015 y 2018.

La amplia dispersión de los indicadores y la diferencia frente al tamaño del mercado de crédito hipotecario plantea la pregunta de ¿cómo aumentar el acceso de los hogares colombianos a los distintos mecanismos de financiación para satisfacer su demanda de vivienda? En todo caso, es fundamental garantizar que el crecimiento de este mercado financiero sea sostenible. Innumerables experiencias internacionales, incluyendo la colombiana de finales del siglo, y la gran recesión financiera internacional de finales de la década pasada evidencian que un crecimiento acelerado de este indicador sin proteger los fundamentales puede tener consecuencias muy importantes en términos económicos y que la recuperación es mucho más lenta en mercados financieros de largo plazo como el de financiación de vivienda. A continuación, se presenta una revisión de la literatura de los principales determinantes de la profundización de cartera hipotecaria a nivel internacional.

Revisión de la literatura

La profundización financiera hipotecaria es el resultado de la interacción de múltiples variables, y en ese sentido, los valores observados de este indicador reflejan complejas relaciones entre el entorno macroeconómico, los mercados financieros y de vivienda, así como el impacto de los marcos legales y culturales en el comportamiento de los agentes de la economía (hogares, intermediarios financieros, gobierno, sector judicial, entre otros). La presente sección tiene como objetivo sintetizar las conclusiones de distintos estudios que evalúan el impacto de variables de diversa índole sobre el desarrollo de los mercados de financiación de vivienda.

A pesar de la diversidad de las aproximaciones metodológicas, en términos generales, se encuentra que los distintos estudios vinculan por lo menos cinco tipos de variables a la profundización financiera: i. Entorno macroeconómico (nivel de ingreso per cápita del país, estabilidad de la inflación, estabilidad financiera, tamaño de la deuda pública, niveles de ahorro, etc.); ii. Mercado de vivienda (preferencias y capacidad de compra de vivienda por parte de los hogares, evolución demográfica y tasas de urbanización, oferta de vivienda, etc.); iii. Desarrollo de los mercados financieros (acceso a fuentes de fondeo con los plazos adecuados, mercados de capitales profundos donde se puedan colocar titularizaciones y bonos hipotecarios, niveles de competencia y de tasas de interés, etc.); iv. Marco legal y regulatorio (normas bajo las que operan los intermediarios financieros, restricciones a los productos financieros -incluyendo las herramientas macroprudenciales-, capacidad de ejecución de las garantías, etc.); y v. Las políticas estatales para la estimulación del mercado hipotecario (beneficios tributarios, carga impositiva, esquemas de subsidios, etc.).

Por ejemplo, Warnock & Warnock (2012) analizan los determinantes del desarrollo del mercado hipotecario en los países emergentes. Los autores afirman que existen unas condiciones previas que deben cumplirse para lograr el desarrollo de estos mercados. Por el lado de la demanda, los consumidores deben preferir ocupar una vivienda de su propiedad, lo que a su vez depende de factores como la tasa de formación de hogares, los niveles de ingreso y la asequibilidad y facilidad para adquirir y registrar la propiedad. Por el lado de la oferta, el primer requisito es que los prestamistas tengan los recursos suficientes para prestar a largo plazo, bien sea con recursos propios o movilizando recursos de terceros. Adicionalmente, al menos otras cuatro condiciones deben cumplirse:

1. **Disponibilidad de información acerca de los prestatarios:** Los prestamistas deben contar con información de la solvencia de los clientes para valorar adecuadamente el crédito. Puede ser provista por entidades independientes que brinden información estandarizada y precisa con una cobertura amplia de la población.

2. **Capacidad para valorar las propiedades y registrar propiedades:** Los prestamistas deben tener la habilidad de determinar el valor de las propiedades que servirían como colaterales de sus préstamos. Para esto deben existir sistemas de registro de las propiedades que sean mantenidos en el tiempo.

3. **Capacidad de asegurar el colateral:** Los prestamistas deben ser capaces de asegurar la ejecución de la garantía en caso de que el prestatario entre en impago.

4. **Estabilidad macroeconómica:** El ambiente macroeconómico debe ser estable. Si la inflación es volátil, el prestamista incurriría en un riesgo de tasa de interés sustancial cuando el préstamo es de tasa fija.

En este documento, los autores evalúan el impacto de estos cuatro determinantes sobre la profundización hipotecaria para una muestra de más de 61 países desarrollados y emergentes y encuentran que para la muestra total de países todas las variables son significativas, excepto la disponibilidad de información de crédito. No obstante, al realizar la estimación solo para los países emergentes esta variable si es significativa, pero es sensible a la inclusión de la capacidad de registrar la propiedad.

Los autores también recalcan que es necesario que los prestamistas tengan un amplio acceso a otras alternativas de fondeo como: i) el mercado secundario ii) las ventanas de liquidez del gobierno u otras alternativas de liquidez en caso de un squeeze de liquidez, aunque estos determinantes no son evaluados empíricamente. Las condiciones para el desarrollo del mercado del crédito de vivienda, presentadas por los autores están contenidas en cuatro de los tipos de variables identificados en este estudio, dándole mayor peso a los segmentos de desarrollo del mercado financiero y marco legal y regulatorio. No obstante, se reconoce la importancia del segmento de variables de demanda por crédito hipotecario como detonante inicial del desarrollo del mercado de financiación de vivienda y el grupo de variables macroeconómicas para garantizar la estabilidad de este.

Por otra parte, en un estudio publicado por el Banco Mundial, Badev et al (2014) evalúan múltiples determinantes de profundización hipotecaria a nivel internacional. Los autores presentan tres ejercicios: en primer lugar, estiman una serie de correlaciones entre variables macroeconómicas y profundización hipotecaria; segundo, presentan los resultados de un conjunto de regresiones cuyo objetivo es explicar las diferencias en la profundización hipotecaria entre países. Por último, realizan una evaluación comparativa que determina el potencial de profundización hipotecaria frente a la frontera de posibilidades, este ejercicio también estima el exceso de profundización lo que indica una cartera de vivienda que no es sostenible.

Para iniciar el ejercicio de caracterización los autores parten de las variables de profundización hipotecaria y penetración de préstamos de vivienda como aproximación al tamaño y

acceso al mercado hipotecario. La primera se mide como la razón entre la cartera de vivienda y el PIB, mientras que la segunda corresponde a la proporción de individuos adultos que poseen un crédito de vivienda. En esta caracterización inicial se encuentra que la profundización hipotecaria tiene una correlación positiva con el ingreso per cápita, el tamaño del mercado financiero y la tasa de urbanización. Además, se observa una correlación negativa entre el tamaño del mercado de crédito de vivienda y la inflación. Estas correlaciones iniciales sugieren que el desarrollo del mercado hipotecario va de la mano del crecimiento del ingreso y el desarrollo del sistema financiero en general. No obstante, los autores también encuentran una gran varianza en la profundización hipotecaria para países pertenecientes al mismo grupo de ingreso, lo que motiva el segundo ejercicio.

En la segunda parte, se plantea una serie de regresiones para explicar la varianza en la profundización financiera a través de un conjunto de variables que dividen es cinco grupos; variables socioeconómicas, sector bancario, sector financiero, variables institucionales y estructura del mercado hipotecario. Estos grupos están contenidos en los cinco tipos de variables que el presente estudio ha clasificado los determinantes del desarrollo del mercado hipotecario. Las variables de aproximación a la profundización hipotecaria son regresadas contra cada grupo de determinantes utilizando dos especificaciones; mínimos cuadrados ordinarios y efectos fijos para un panel desbalanceado. Los valores de estos indicadores fueron tomados de los bancos centrales, las entidades regulatorias y el European Credit Research Institute (ECRI), en algunos casos con diferencias metodológicas en el cálculo de estos y observaciones limitadas, no obstante, como los mismos autores afirman, los resultados de estas regresiones, tanto de datos panel como de corte transversal, no deben ser interpretados en un sentido causal debido al tamaño de la muestra y a la posible existencia de persistencia y auto-correlación de las variables dependientes. Los resultados de las variables significativas se presentan a continuación:

Tabla 3.1. Determinantes relevantes profundización hipotecaria - Badev et al. (2014)

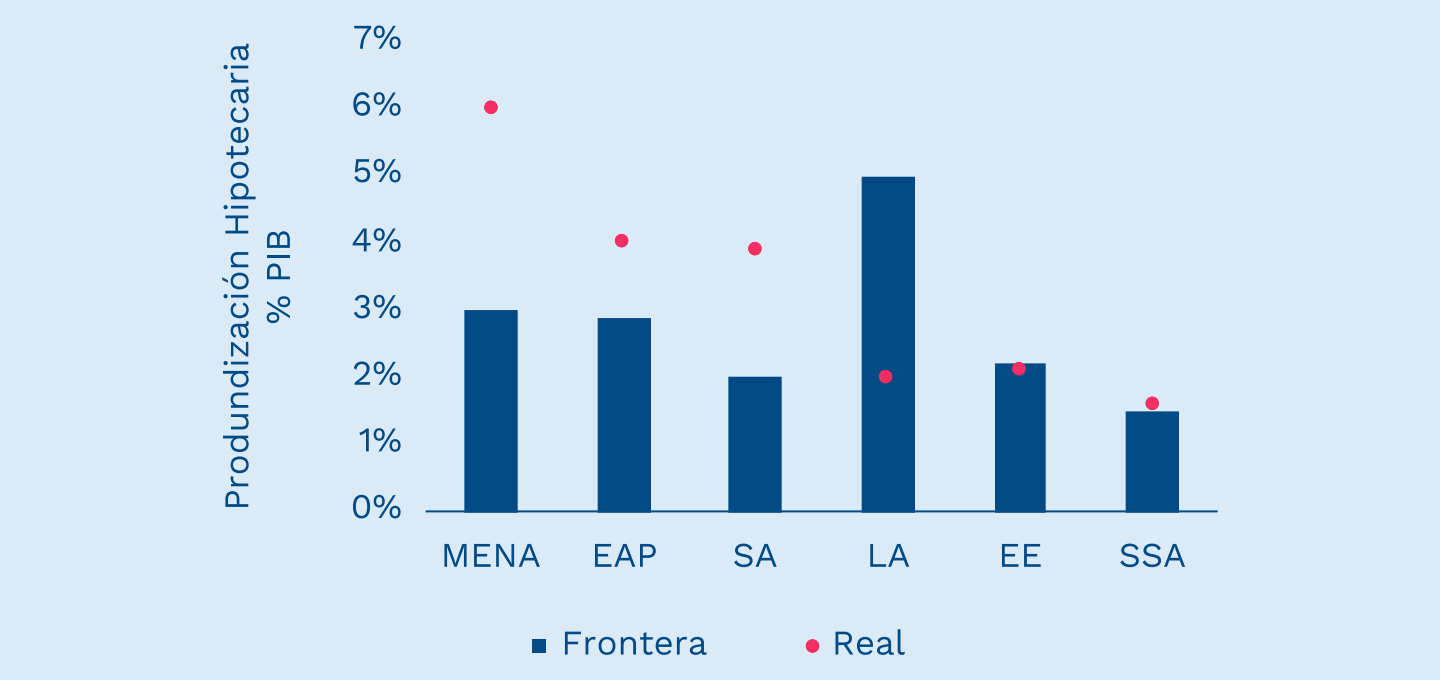
Grupo	Variables significativas
Socio económicas	Proporción población urbana (+) Inflación (+) Dependencia adultos mayores (-)
Sector bancario	Banca gubernamental (-) Restricciones sobre la actividad (-) Concentración del mercado (-)
Sector financiero	Desarrollo del mercado asegurador (+) Capitalización del mercado de bonos públicos (+)
Institucionales	Complejidad permisos de construcción (-) Fuerza de los derechos legales (+) Capacidad cumplimiento de contratos (-)
Estructura mercado hipotecario	Principal fuente de fondeo: captación de recursos a la vista (+) Principal fuente de fondeo: Bonos Hipotecarios (+)

Fuente: Badev et al., 2014

En línea con los resultados obtenido en Warnock & Warnock (2012) se encuentra una relación positiva entre la estabilidad de la inflación, los derechos legales de los prestamistas y el desarrollo del mercado hipotecario. Sin embargo, a diferencia del primer documento evaluado no se encuentra una relación significativa de la profundización hipotecaria con el costo de registro de la propiedad. Otros resultados relevantes de esta evaluación son los efectos negativos de la concentración del mercado hipotecario en un reducido número de intermediarios, la participación estatal el mercado hipotecario y las restricciones de la actividad bancaria sobre la profundidad del mercado hipotecario. Por último, es importante resaltar las complementariedades que se generan entre los mercados de crédito de vivienda y el asegurador en la medida en la que las compañías aseguradoras son una fuente de fondeo de largo plazo significativa para los mercados hipotecarios.

Para finalizar, los autores realizan un ejercicio de "benchmarking" siguiendo los modelos de Beck (2007) y Barajas et al. (2013). El objetivo es estimar la frontera de accesos al mercado de financiación de vivienda a nivel internacional. Se identifican países que están poder debajo de potencial y aquellos que presentan un mercado hipotecario no sostenible en el largo plazo. Las estimaciones indican que, en términos regionales, el grupo de países de América Latina y el Caribe (ver gráfica 3.3.), son los únicos que están por debajo del valor predicho por el modelo estructural. Para todas las demás regiones el valor observado está por encima valor estimado.

Gráfica 3.3. Profundización real y potencial por regiones.



Fuente: Badev et al., 2014. MENA: Medio Oriente y Norte de África; EAP: Asia del Este y Pacífico; SA: Sur de Asia; LA: Latinoamérica; EE: Europa del Este; SSA: África Subsahariana.

Los autores sugieren que los motivos por los que un mercado hipotecario se encuentra por debajo de la frontera pueden estar relacionados con: mayores restricciones regulatorias a los bancos para involucrarse en negocios de finca raíz, un tamaño más grande del mercado de deuda pública y un mayor soporte en fuentes de fondeo de corto plazo de los presta-

mistas. Mientras que las explicaciones para estar por encima de la frontera pueden estar relacionadas con: un mayor desarrollo de los sectores de seguros y de los mercados de acciones, unos derechos del prestamista más fuertes y un sistema de información crediticia más efectivo. De nuevo, estos hallazgos deben ser interpretados como correlaciones y no como inferencias causales. Finalmente, los autores afirman que "los mercados hipotecarios bien desarrollados parecen ser "bienes de lujo" que se desarrollan relativamente tarde en el proceso de desarrollo financiero" y que la evidencia arroja dudas sobre el rol de las políticas intervencionistas de los gobiernos en el desarrollo de los mercados hipotecarios.

Otro trabajo con una muestra restringida a países de la Unión Europea Wolswijk (2006) indica que la deuda hipotecaria real se ve afectada por la tasa de interés después de impuestos, el precio de las viviendas, la desregulación financiera, el mercado de acciones, mientras que los efectos de la inflación y el ingreso disponible de los hogares son menos evidentes. Por su parte, Sanders (2005) señala que algunos factores que influyen en el desarrollo del mercado hipotecario de un país son: i) Sistemas legales que retrasan los procedimientos de juicios hipotecarios ii) instituciones financieras incompletas o débiles iii) alta inflación iv) barreras culturales a los desarrollos del mercado hipotecario y la propiedad de vivienda. La falta de desarrollo de este mercado con frecuencia se traslada a menores tasas de propiedad y menor calidad de las viviendas.

En un estudio más reciente sobre las conexiones existentes entre el crédito hipotecario y la cultura, Gaganis et al. (2020) encuentran evidencia que las diferencias culturales están significativamente asociadas con el uso de la deuda hipotecaria. En concreto, conceptos como la distancia de poder[10] y la incomodidad con la incertidumbre[11] tienen un impacto significativo y negativo en la relación cartera hipotecaria sobre PIB, mientras que la confianza tiene un impacto significativo y positivo sobre este indicador.

Algunos estudios, incluyendo Doling et al. (2013) y Adaman et al. (2012), encuentran que una mayor profundización financiera hipotecaria está asociada con un incremento en la oferta de vivienda, el aumento en las tasas de propiedad de vivienda y la reducción de la pobreza (. La presencia de mercados hipotecarios puede funcionar en contra de la expansión de los barrios marginales. Sin embargo, la financiación de vivienda aún es insuficiente en la mayoría de los países en desarrollo, ya que los sistemas financieros generalmente fallan en prestar servicios financieros para los más pobres e incluso aquellos de ingreso moderado (Doling et al, 2013).

Al respecto, Stephens (2003) basado en la experiencia de los países en transición del sureste europeo, señala que se pueden obtener ganancias considerables en el bienestar con el desarrollo de los sistemas de financiación de vivienda, particularmente, en aquellos países con altos niveles de tasa de propiedad de vivienda. No obstante, en los países con bajos niveles de tasa de propiedad tienen que enfrentar elecciones más complicadas ya que ampliar el acceso al crédito hipotecario también puede conducir a una mayor polarización de la tenencia.

10. Es la medida en que los miembros menos poderosos de las instituciones y las organizaciones dentro de un país esperan y aceptan que el poder este distribuido desigualmente.
11. Es la medida en que una cultura programa a sus miembros a sentirse cómodo o incómodo en situaciones no-estructuradas.

Respecto a los efectos sobre la estabilidad macroeconómica y financiera, Cerutti et al. (2017) examinan la relación dinámica entre el crédito de los hogares y los auges de precios de la vivienda con una regresión de corte transversal usando una muestra de más de 50 países entre 1970 y 2012. Los hallazgos de este estudio indican que algunas características que profundizan el mercado hipotecario, como los límites de Loan to Value (LTV) más laxos y estrategias de fondeo basadas en titularizaciones y los depósitos al por mayor (o wholesale funding), pueden promover un rápido incremento del crédito y eventualmente ocasionar mayores riesgos de estabilidad financiera, así como auges de precio de la vivienda que pueden terminar en recesiones económicas. Asimismo, muestran como el 60% de los auges de precios de vivienda están asociados a auges de crédito privado. Por ende, los autores afirman que la regulación financiera y la política monetaria juegan un papel clave en disminuir la frecuencia y la severidad de los episodios de auge de los precios de la vivienda. Otros estudios como Adaman et al. (2012) y Amir & Atif (2009) encuentran más evidencia en este sentido con base en las experiencias de expansión de crédito hipotecario en Turquía y Estados Unidos.

Finalmente, para el caso de América Latina, el BID (2014) realiza un ejercicio en el que analiza las restricciones al financiamiento de vivienda en la región. Este documento presenta dos particularidades: en primer lugar, no utiliza métodos de inferencia estadística para identificar causalidades entre variables y la profundización, por el contrario, los autores utilizan entrevistas estructuradas a expertos nacionales con el objetivo de identificar las restricciones al desarrollo del mercado hipotecario. Segundo, el estudio tiene una muestra más restringida y se enfoca en cinco países latinoamericanos, incluido Colombia[12]. El objetivo de esta evaluación es medir la relevancia relativa de 50 parámetros para el correcto desarrollo del mercado hipotecario en América Latina.

Las variables se clasifican en cinco categorías: características del mercado inmobiliario, funcionamiento de los mercados financieros, regulación financiera y aspectos legales, aspectos institucionales y por último características del mercado de alquileres. Una variable se considera un obstáculo relevante si más del 50% de los expertos entrevistados así lo considera. Como conclusión se encuentra que las restricciones al acceso de crédito de vivienda en América Latina son heterogéneas.

Específicamente para el caso de Colombia, el 54% de las variables fueron consideradas como restrictivas. Esto representa un punto intermedio entre el 8% de Chile y el 84% de Paraguay. Las categorías con el mayor número de variables restringidas son características del mercado inmobiliario y aspectos institucionales, todas las restricciones para Colombia identificadas por el documento (ver tabla 3.2).

En el caso de las características del mercado inmobiliario, identificaron el alto precio de las viviendas frente al nivel de ingreso promedio y el impacto de la demanda adicional de compradores inversionistas en los precios de algunos segmentos del mercado, como los principales factores que podían influir en la demanda de vivienda y de financiación por parte de los hogares.

12. Los países incluidos en el estudio son Brasil, Chile, Colombia, Guatemala y Paraguay.

Por otra parte, para el componente de desarrollo de mercados financieros, se identifican los bajos niveles de profundidad financiera en general y las altas tasas de interés de la economía (así como las tasas en el mercado hipotecario) como causas de la baja profundización financiera hipotecaria en el país. Adicionalmente, los encuestados también señalan la poco atractiva combinación de riesgo/retorno y los altos costos administrativos del negocio hipotecario frente a las otras líneas de negocio de los bancos como un desincentivo adicional a la oferta de los productos de financiación de vivienda.

Tabla 3.2. Variables que restringen el desarrollo de la profundización hipotecaria en Colombia (2012)

		Impacto (● Media ● Alta)
Categoría	**Variables**	**Restricción**
Características del mercado inmobiliario	Alto precio de las viviendas en relación con el ingreso promedio	●
	Alta demanda de vivienda con fines de inversión incrementando el precio	●
Funcionamiento de los mercados financieros	Escasa profundidad del mercado de crédito en general	●
	Altas tasas reales de interés en general	●
	Altas tasas reales sobre créditos hipotecarios	●
	Altos costos administrativos de los créditos hipotecarios	●
	Bajas rentabilidades en comparación a otras carteras	●
	Baja demanda por parte de los hogares	●
Regulación financiera y aspectos legales	Bajo coeficiente LTV	●
	Bajo coeficiente LTI	●
	Exigentes criterios de elegibilidad	●
	Exigentes criterios documentales	●
	Límites a la tasa de interés	●
	Altos costos legales de constitución de Garantía	●
	Régimen que dificulta la ejecución de hipotecas	●
	Sistema judicial lento en la ejecución de garantías	●
Aspectos institucionales	Falta de iniciativas estatales en áreas periféricas	●
	Ausencia de sistema centralizado sobre el mercado hipotecario	●
	Falta de protección al cliente hipotecario	●
Mercado de alquiler	Falta de crédito hipotecario para proyectos de vivienda para alquiler	●
	Dificultades recuperación vivienda por falta de pago	●
	Sesgo políticas públicas hacia la adquisición de vivienda	●

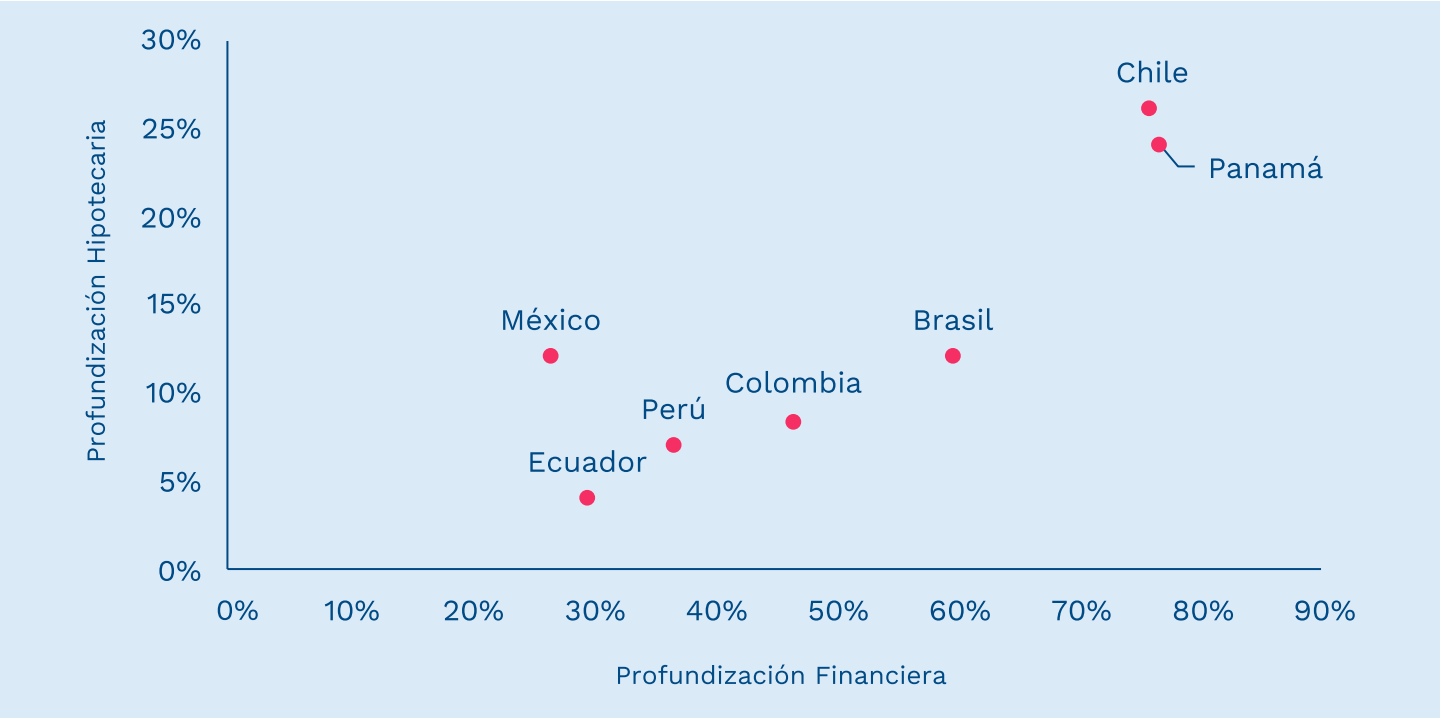
Fuente: Elaboración propia con base en BID (2012)

En el ámbito de la regulación financiera y el marco legal, resaltan los costos y baja efectividad del sistema judicial en la ejecución de las hipotecas como una de las barreras más importantes. La existencia de requisitos de elegibilidad muy estrictos deja por fuera a trabajadores informales y de bajos ingresos, y en este sentido también los techos de tasas existentes en el país son percibidos como una limitante adicional (siendo Colombia el único país de la muestra que está sujeto a esa regulación). En el caso de los límites regulatorios al LTV y al LTI, clasifican como obstáculos potencialmente relevantes.

En aspectos institucionales, resalta la falta de iniciativas públicas para el desarrollo de suelo urbano y proyectos en áreas periféricas de las principales ciudades, así como un marco de protección al consumidor hipotecario relativamente débil. Finalmente, en el mercado de alquileres identifica problemáticas asociadas a la restitución de los inmuebles cuando los arrendatarios no pagan y a la baja disponibilidad de inmuebles para arrendar en algunos segmentos, así como al sesgo a favor de la adquisición de vivienda en la política pública.

El bajo nivel de profundización de la cartera hipotecaria también puede relacionarse con un sistema financiero relativamente poco desarrollado. Así, plantear una estrategia de aumento de la profundización conllevaría a un análisis más general sobre las condiciones del sistema financiero en Colombia. En el caso de América Latina, se observa una clara relación entre los niveles de profundización financiera general y los de cartera hipotecaria para los países de ingreso medio-alto en la región. Tal como muestra la gráfica 3.4., nuestro país se encuentra en un nivel de desarrollo intermedio de su sector financiero, que está en línea con la profundización hipotecaria observada.

Gráfica 3.4. Profundización financiera total y profundización financiera hipotecaria en Latinoamérica. Colombia y muestra de países de ingreso medio-alto



Fuente: SFC. Con base en Financial Development Database del Banco Mundial y datos de cartera de vivienda de Hofinet. Cifras para Colombia a dic-2019, Panamá 2018, el resto de la muestra a 2017.

Determinantes de la profundización financiera hipotecaria para Colombia

Tal como se evidenció anteriormente, existe una tendencia a evaluar los determinantes de la profundización hipotecaria por áreas temáticas. El presente estudio identificó cinco grandes segmentos de variables[13]: entorno macroeconómico; demanda de vivienda (y de financiación) por parte de los hogares; desarrollo del mercado financiero; marco regulatorio; y política gubernamental. Esta desagregación permite complementar de manera mas precisa los determinantes que podrían afectar la profundización hipotecaria en Colombia. Los ejes de investigación que se desarrollan a continuación incorporan estas variables con el objetivo de evaluar su impacto a través de modelos más específicos para canales de influencia en la profundización financiera particulares:

- En lo que queda de este capítulo se presenta un análisis de las principales dimensiones en las que el país se encuentra rezagado en el contexto internacional con énfasis en la capacidad de asegurar el colateral por parte de los acreedores. Este es un componente central del marco legal aplicable y afecta directamente el desarrollo del sistema financiero y los niveles de tasa de interés a través de su impacto en el nivel de riesgo de los créditos.

- En capítulo 4, se analiza el impacto del marco normativo actual, y en particular el efecto de los límites prudenciales incorporados sobre el acceso a financiación de vivienda en el país. La mayoría de estas variables se enmarcan en el segmento de marco normativo y legal, aunque como se verá más adelante, los límites prudenciales también tienen influencia en la capacidad de pago de los hogares (eje 3).

- El eje 1 de investigación explora los vínculos existentes entre la demanda y el tipo de tenencia de vivienda en el país, y la profundización financiera.

- El eje 2 estudia el impacto de las principales variables que afectan la capacidad de compra de vivienda de los hogares, incluyendo los costos de financiación y la evolución de los niveles de precios de los inmuebles. En ese sentido, refleja el principal canal a través del cual la estructura y desarrollo del mercado de crédito impactan la profundización financiera hipotecaria.

- El eje 3 analiza la relación entre los ingresos y la informalidad con el acceso al mercado de cartera hipotecaria.

- El eje 4 presenta las implicaciones de la coyuntura del COVID19 en la profundización financiera hipotecaria en el país.

El componente de estabilidad macroeconómica está, reflejado en distintos apartes del presente documento. En particular, la influencia de la consolidación macroeconómica en la evolución del indicador de profundización financiera es descrita en el capítulo de caracterización del mercado y su importancia a futuro es reconocida en el análisis que se lleva a cabo sobre la coyuntura actual del mercado hipotecario frente a la pandemia. Adicionalmente, en el eje 3 se pone en evidencia la relación existente entre las variables macroeconómicas y el costo de los productos hipotecarios, a través de los niveles de ahorro y de tasas de interés de los bonos del sector público en la economía.

13. Se entiende por segmento de variables: la agrupación de múltiples determinantes.

Posición relativa del país en variables que impactan la profundidad financiera hipotecaria

A continuación, se presenta un análisis comparativo de la posición de Colombia en algunos de los indicadores identificados como determinantes de los niveles de profundización financiera hipotecaria a nivel internacional. En particular, se reporta el desempeño del país de acuerdo con las variables usadas por el estudio de Warnock y Warnock (2012), de acuerdo con la información contenida en el reporte Doing Business para el año 2018 (ver tabla 3.3). Los resultados muestran que el país se encuentra particularmente rezagado en términos de la capacidad de asegurar el colateral por parte de los acreedores.

La definición de los indicadores que utilizan los autores del estudio para medir el progreso en las precondiciones de desarrollo de la oferta de crédito hipotecario son las siguientes:

Cumplimiento de los contratos: Este indicador mide el tiempo y el costo para resolver una disputa comercial a través de un corte local de primera instancia, y el índice de calidad de los procesos judiciales.

Fortaleza de los derechos legales: Mide el grado en el que las leyes de colaterales y de bancarrota protegen los derechos de los prestamistas y los prestatarios y, por ende, facilita el otorgamiento de crédito.

Profundidad de la información crediticia: Mide las reglas y las prácticas que afectan la cobertura, el alcance y la asequibilidad de la información de crédito disponible por medio de burós de crédito o un registro de crédito.

Facilidad en el registro de la propiedad: Este indicador examina los pasos, el tiempo, y el costo que envuelve registrar una propiedad, asumiendo un caso estandarizado en el que un empresario quiere adquirir una tierra y una construcción que ya está registrada y libre de disputa de títulos. Adicionalmente, este tópico mide la calidad del sistema de administración de tierra en cada economía.

Tabla 3.3. Comparación de las condiciones para el desarrollo del mercado hipotecario según Warnock-Warnock (2012) en Colombia frente a países del mundo

Condición	Habilidad para asegurar colateral		Información del deudor	Habilidad para valorar propiedad	Estabilidad macroeconómica
Indicador	Cumplimiento de contratos	Fortaleza de los derechos legales	Profundidad de la información crediticia	Facilidad registro de propiedad	Volatilidad de la inflación
Valor del indicador	343	11	7	71,2	1,6
Valor de la mediana	57,5	6	7	63,65	1,9
Posición en ranking	177	11	61	62	69
Tamaño de la muestra	190	190	190	190	179
Fecha dato	may-19	jun-19	jul-19	ago-19	dic-19

Fuente: Doing Business (2019), compilado por Banco Mundial-IFC.

La Tabla 3.3. muestra el puntaje que tuvo Colombia en los indicadores que utilizan Warnock-Warnock (2012) para estimar su modelo, teniendo en cuenta la actualización más reciente de la base de datos Doing Business del Banco Mundial (BM) y la Corporación Financiera Internacional (IFC) en mayo del 2019. Los resultados son comparados con el puntaje que recibieron los demás países analizados en la muestra, mostrando la posición que ocupa Colombia en el ranking de cada indicador.

La comparación a nivel internacional en estas dimensiones muestra ventajas de Colombia respecto a la mayoría de los países en tres de las cuatro dimensiones. En la dimensión de estabilidad macroeconómica, medida como la desviación estándar de la inflación en los últimos 10 años, el país ocupa la posición número 69 de 179 países y tiene una inflación menos volátil que la mediana. En la dimensión información del deudor, Colombia recibe una puntuación de 7 sobre ocho, el mismo valor de la mediana, lo que la deja en la posición número 61 de una muestra de 190 países. Este dato puede verse afectado por la reciente aprobación del proyecto de Ley de borrón y cuenta nueva que implicara una reducción en la información disponible sobre los deudores y desde esa perspectiva puede terminar impactando la profundización financiera hipotecaria en particular para los deudores menos formales y con menor información de capacidad de pago. Por último, en la dimensión de valoración de la propiedad o inmueble, Colombia obtiene un puntaje de 71,2 que está 7 puntos por encima del país mediano y una la posición número 62 de 190 países en el ranking.

En cuándo a la habilidad para asegurar el colateral, que se mide por medio de dos indicadores, el cumplimiento de los contratos y la fortaleza de los derechos legales, Colombia recibe una muy baja calificación en el primero, con un puntaje de 34,3 que la deja entre los últimos países del ranking, y una puntuación de 11 sobre 12 en el segundo, quedando en el top 20 de 190 países analizados. El destacable desempeño en este último indicador se debe a que, en contraste con el indicador de cumplimiento de contratos, este solamente tiene en cuenta la existencia de la ley que asegure la protección de los derechos sobre un colateral, más no su aplicación en la realidad. Esto sugiere que la magnitud del problema de Colombia en la ejecución de las garantías en caso de impago no se debe a lo que establecen las normas, sino a la aplicación de estas.

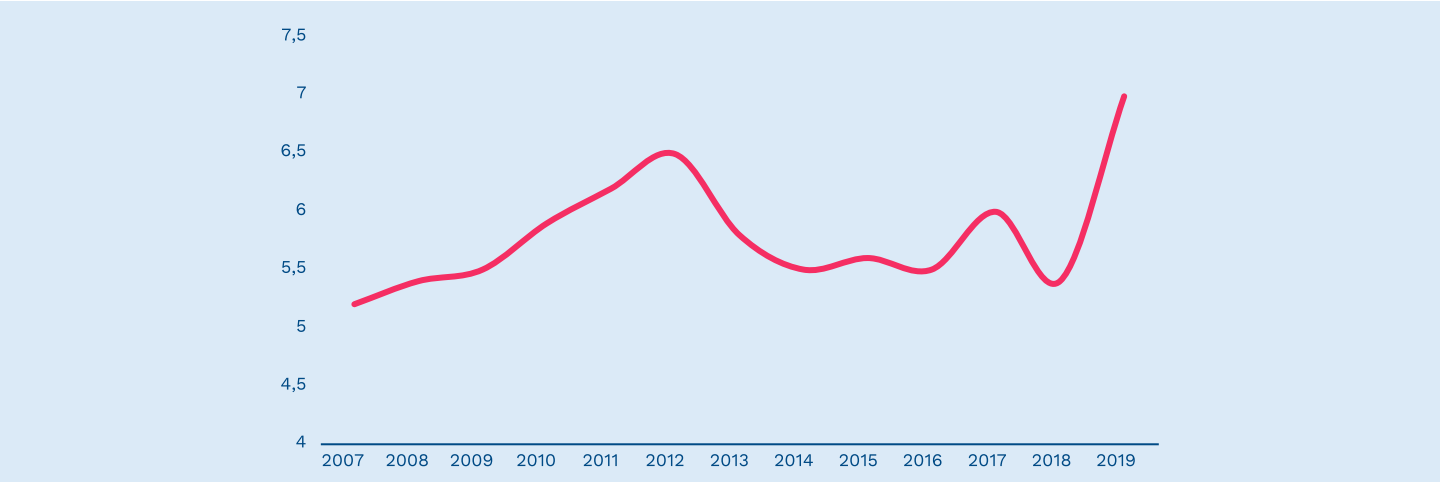
Tabla 3.4. Duración promedio de los procesos de recuperación de garantías de créditos hipotecarios (meses)

País	(BID 2005)	Hofinet
Argentina	10-18	
Brasil		3 (2016)
Chile	12-18	
Colombia	45	41 (2015)
España		24 (2016)
EE.UU		3 (2016)
Perú	31	
Uruguay	24	

Fuente: Hofinet, BID (2005)

Colombia es uno de los países donde la duración de los procesos de recuperación del colateral es más larga (Ver tabla 3.4.). Por ejemplo, en países desarrollados como Estados Unidos y Noruega, la duración promedio de los procesos de ejecución de garantías toma 3 y 9 meses, respectivamente, mientras que en Colombia toman más de 40 meses. En otros países de niveles similares de desarrollo a los de Colombia como Perú y Chile, la duración de los procesos es más corta, 24 meses y 12 a 18 meses, respectivamente.

Gráfica 3.5. Duración de los procesos hipotecarios de remate en Colombia, años 2007 - 2019



Fuente: (Asobancaria, 2020), con información de AV Villas, Bancolombia, BBVA, Caja Social, Colpatria y Davivienda para las 5 ciudades principales: Bogotá, Barranquilla, Bucaramanga, Cali y Medellín.

De acuerdo con Asobancaria las cifras para un conjunto de cinco bancos locales muestran que la duración de estos procesos desde el inicio de la presentación de la demanda ha estado por encima de los cinco años al menos desde el 2007, y en el último año han alcanzado una duración promedio de 7 años (ver gráfica 3.5.).

En un análisis reciente sobre ejecución de garantías Beltrán y Perez (2019), señalan que las dificultades en la recuperación de la cartera hipotecaria vencida son un desincentivo al crecimiento de la profundización del crédito hipotecario en Colombia. Las ineficiencias en los procesos ejecutivos, para la recuperación de cartera hipotecaria, son compensadas por mecanismos de colocación que disminuyan este riesgo, cómo el leasing habitacional o a través de mayores tasas de interés. Las autoras identifican dos mecanismos puntuales que generan retrasos en la recuperación de las garantías hipotecarias. En primer lugar, el marco legal generaba ambigüedad y dificulta la restitución del inmueble al acreedor. La Ley 1801 de 2016 modificó el Código Nacional de Policía y Convivencia, limitó la competencia de los inspectores policiales en los despachos comisorios quedando la misma en cabeza de los alcaldes. Aunque la Ley 2030 de 2020 aclaró esta situación, la disponibilidad de recursos presupuestales en las autoridades competentes es central para la realización de la diligencia.

El segundo mecanismo que genera dilación en el proceso es la figura de “Insolvencia persona natural no comerciantes” a través de un problema de riesgo moral. Se ha identificado el mal uso de esta figura, alargando los procesos de ejecución de garantías en detrimento de los acreedores. En conclusión, las debilidades en el proceso de recuperación de cartera hipotecaria son un desincentivo al crecimiento de la profundización. Una alternativa es

establecimiento de mecanismos para la recuperación de cartera hipotecaria por fuera del sistema judicial implementados en países como Brasil o Turquía.[14]

Conclusiones

A pesar de la diversidad de las aproximaciones metodológicas, en términos generales, se encuentra que los distintos estudios vinculan por lo menos cinco tipos de variables a la profundización financiera: i. Entorno macroeconómico (nivel de ingreso per cápita del país, estabilidad de la inflación, estabilidad financiera, tamaño de la deuda pública, niveles de ahorro, etc.); ii. Mercado de vivienda (preferencias y capacidad de compra de vivienda por parte de los hogares, evolución demográfica y tasas de urbanización, oferta de vivienda, etc.); iii. Desarrollo de los mercados financieros (acceso a fuentes de fondeo con los plazos adecuados, mercados de capitales profundos donde se puedan colocar titularizaciones y bonos hipotecarios, niveles de competencia y de tasas de interés, etc.); iv. Marco legal y regulatorio (normas bajo las que operan los intermediarios financieros, restricciones a los productos financieros -incluyendo las herramientas macroprudenciales-, capacidad de ejecución de las garantías, etc.); y v. Las políticas estatales para la estimulación del mercado hipotecario (beneficios tributarios, carga impositiva, esquemas de subsidios, etc.).

Entre los determinantes de la profundización financiera analizados en la literatura, Colombia está particularmente rezagada en el ámbito de capacidad de ejecución de los contratos. El marco legal genera ambigüedad y dificulta la restitución del inmueble al acreedor. La Ley 1801 de 2016 modificó el Código Nacional de Policía y Convivencia, estableciendo que la restitución es jurisdiccional. Por otra parte, el Código General del Proceso señala que la función recae sólo en los alcaldes. En este sentido, la aplicación de los derechos de los acreedores es difícil (tiempos de ejecución de garantías), lo cual se traduce en mayores tasas de interés para los consumidores. Por otra parte, la estabilidad macroeconómica, información del deudor y capacidad de valoración de los colaterales muestran valores en línea con los predecibles para el nivel de desarrollo del país.

Es necesario revisar el marco regulatorio para la ejecución de las garantías con el fin de que sea operativamente claro y ágil, lo cual requiere un esfuerzo conjunto de los Ministerios de Justicia y Vivienda. Los prestamistas deben ser capaces de acceder al colateral en caso de que el prestatario entre en impago para aumentar la profundidad del crédito hipotecario y ésta es la dimensión en la que el país tiene el peor desempeño comparado a otros países siendo uno de los peores a nivel internacional. Por ejemplo, algunas recomendaciones de Asobancaria (2019) son las siguientes:

1. Hacer explícito en la normatividad del Código Nacional de Policía y Convivencia que los miembros de la policía pueden realizar despachos comisorios. Teniendo en cuenta los avances logrados por la Ley 2030, es necesario garantizar los recursos presupuestales para las autoridades competentes.

2. Ampliar el espectro a otro tipo de funcionarios públicos para que se agilicen las diligencias de recuperación y entrega de inmuebles, incluyendo la revisión de la viabilidad jurídica de mecanismos como la ejecución especial contemplados en la Ley de Garantías Mobiliarias.

14. Chiquier (2019).

3. Expedir un nuevo decreto reglamentario que evite y sancione las prácticas abusivas mediante la Ley de Insolvencia de los deudores que han incumplido con las obligaciones.

4. Supervisar de forma más detallada las instituciones donde se realizan las conciliaciones de insolvencia.

5. Crear un manual de buenas prácticas que capacite a los agentes involucrados de estas instituciones.

Los embargos hipotecarios se enfrentan a procesos judiciales en los cuales se alega que su ejecución limita el derecho a una vivienda digna, la protección al patrimonio familiar o el bienestar de población vulnerable. Lo anterior resulta en demoras de los procesos, los cuales pueden terminar en fallos judiciales a favor de los deudores. Sin embargo, no existe información adecuada que permita cuantificar el efecto de estas acciones sobre los procesos. Con el objetivo de mitigar estas dilaciones se abre la posibilidad de implementar una garantía que cubra el lucro cesante o los riesgos asociados a la demora en los fallos o implementación de la ejecución de las garantías. El diseño de esta opción debe ser evaluada en conjunto con el Fondo Nacional de Garantía.

Iniciativas que hacen más precaria la información del deudor como la recientemente aprobada Ley de "Borrón y Cuenta Nueva", van en contravía de la mayor profundización financiera y afectan principalmente a hogares informales que no tienen mecanismos para mostrar su capacidad de pago distintos a su historial crediticio.

Es fundamental mejorar la evaluación de la capacidad de pago de los hogares a través de fuentes de información alternativas para promover el acceso a crédito de hogares informales. En los últimos años, Colombia ha dispuesto de unos sistemas de información crediticia con una cobertura importante de la población que permiten a las entidades financieras realizar unas evaluaciones de riesgo de sus clientes más precisas. No obstante, estas bases de datos aún dejan por fuera a una parte importante de la población en condición de informalidad laboral que no ha sido parte de los procesos de inclusión financiera que ha vivido el país. Por ende, la evaluación de riesgo de este tipo de clientes implica asumir unos costos mayores a las entidades financieras, que muchas veces tienen como resultado la exclusión de estas personas al acceso al crédito hipotecario.

La promoción de la agenda de inclusión financiera, aprovechando programas recientes como la distribución de subsidios y la adopción de mecanismos de pago electrónico por parte de comercios informales en el marco de la pandemia, plantean oportunidades significativas para identificar los flujos de ingresos y gastos de los hogares de menores recursos. Facilitar mecanismos de acceso a estos datos y a otros disponibles a nivel público, como las bases de datos de aportes a seguridad social, puede proveer información útil a las entidades financieras para el perfilamiento de los hogares, y mejorar su acceso al mercado hipotecario. El procesamiento de la información se puede realizar a través de herramientas como la "Minería de Datos" y el "Big Data" las cuales han demostrado ser capaces de realizar un adecuado perfilamiento y clara identificación del ingreso disponible para los hogares informales en otros países[15].

15. Caso India: Wright, G. A., Chopra, P., Mehta, S., & Shukla, V. (2013). Financial Inclusion Through Digital Financial Services.

Debe promoverse el programa de Semillero de Propietarios en sus modalidades de incentivo al ahorro y subsidio al arrendamiento para tener información sobre el comportamiento de pago de los hogares. La difusión del programa debe estar acompañada de campañas pedagógicas de educación financiera, que a su vez permitan una mayor comprensión de los beneficios del programa. Adicionalmente, es necesario buscar mecanismos alternativos para que el éxito del programa no dependa tanto de la voluntad de actores privados o de las inmobiliarias, como brindar incentivos a los arrendadores informales para que accedan de manera voluntaria a registros formales de los pagos que hacen sus arrendatarios, con el fin de que estos registros se incluyan en las centrales de riesgo como historial de pago, e incluso puedan recibir subsidios de arriendo. Esto también contribuiría al fortalecimiento del mercado de arrendamiento formal.

Dada la alta correlación que muestra la literatura citada en este documento entre informalidad laboral, bajos ingresos e informalidad de la propiedad, el desarrollo de los sistemas de registro de propiedad pueden contribuir a un mayor acceso al financiamiento de vivienda de la población de mayores carencias, por medio de la formalización de las potenciales garantías que requerirían las entidades financieras para brindar préstamos de mejoramiento cualitativo del inmueble o para adquirir una vivienda de mejores condiciones. Esto debe ir de la mano de una mejora en el funcionamiento operativo de los sistemas de registro de propiedad del país, ya que en la actualidad aún persisten métodos ampliamente basados en el papel físico, los trámites presenciales, y el cobro de tarifas que se traducen en unos mayores costos de transacción que asume la población más vulnerable.

En este sentido, es necesario diseñar una estrategia robusta de migración hacia sistemas digitales que se apoyen en los avances tecnológicos a disposición de las entidades estatales en la actualidad como registro, catastro, y licenciamiento. Hoy, hay avances en la escrituración virtual y aporte digital de muchos de los documentos necesarios para el trámite de compraventa liderados por la Superintendencia de Notariado y Registro, así como esfuerzos en digitalización de algunas operaciones realizados por parte de la administración de Bogotá y la normativa sobre reconocimiento de edificaciones y curaduría cero expedida por el Ministerio de Vivienda son avances significativos en esta dirección. No obstante, es necesario tener una estrategia coordinada a nivel nacional que permita continuidad en el tiempo y un mayor alcance en los distintos entes territoriales.

04

Marco Regulatorio, Estabilidad y Profundización Financiera

Introducción

El balance entre los objetivos, a veces contrapuestos, de desarrollo de mercado y estabilidad financiera es un componente central de la regulación financiera a nivel internacional. Algunos de los instrumentos que se utilizan de forma recurrente para evitar la formación de desequilibrios y burbujas en el mercado hipotecario que terminen afectando la estabilidad del sistema financiero son: requerimientos de capital para los establecimientos de crédito, límites a la razón de crédito al valor de la garantía (LTV – Loan to Value, por sus siglas en inglés), límites a la razón de endeudamiento a ingreso de los hogares (LTI – Loan to Income por sus siglas en inglés) y límites al valor de la cuota frente al ingreso de los hogares (DSTI – Debt Service to Income por sus siglas en inglés).

Una considerable cantidad de evidencia sugiere que las crisis económicas a lo largo de la historia suelen estar precedidas por crecimientos pronunciados del crédito bancario[16]. A estos estudios se suman los análisis que profundizan en el efecto de otros factores relacionados como el crecimiento del crédito hipotecario y las burbujas inmobiliarias sobre la magnitud de las crisis económicas. La revisión de literatura muestra que las crisis económicas asociadas con auges del crédito hipotecario e incrementos en los precios de las viviendas suelen tener una mayor profundidad, duración y costos económicos que otras crisis.

El marco regulatorio de la cartera hipotecaria en Colombia refleja este balance entre la promoción del acceso y la búsqueda de la estabilidad financiera. Como resultado de la crisis financiera hipotecaria que afectó al país a finales de la década de los años noventa, las normas colombianas incorporaron algunos de los instrumentos arriba mencionados años antes que otras jurisdicciones que se verían afectadas por la crisis financiera internacional de 2008-09, la cual también tuvo algunas de sus causas más importantes en desequilibrios en el mercado hipotecario. A diferencia del esquema vigente desde 1972[17], la Ley 546 de 1999 incorporó nuevos objetivos que se basaban, no solo en una política de desarrollo productivo y de empleo, sino además en proteger y promover la sostenibilidad financiera y el acceso a vivienda de los hogares[18]. Esta Ley planteaba explícitamente como objetivos proteger el patrimonio familiar y a los usuarios de crédito, fomentar el ahorro manteniendo la confianza en los instrumentos de captación, desarrollar mecanismos eficientes para la financiación de largo plazo, promover el acceso al crédito de forma equitativa al mayor número posible de familias.

En este contexto, el uso de herramientas macroprudenciales puede ayudar a manejar la acumulación de riesgos financieros sistémicos provenientes de expansiones del crédito para adquisición de vivienda seguidas por caídas pronunciadas de este. En este capítulo se revisa la literatura sobre estabilidad y profundización financiera en el caso del mercado hipotecario, y se analiza de forma específica el marco regulatorio colombiano, identificando ámbitos en los que pueda estar impactando la profundización financiera en el país.

16. Gorton y Ordoñez (2020) y Reinhart y Rogoff (2013). Ver anexo 1 para una revisión más exhaustiva.
17. Cuéllar (2005).
18. Urrutia y Namen (2012).

Estabilidad y profundización financiera

El auge crediticio como factor que predice las crisis financieras ha sido ampliamente tratado en la literatura académica[19]. Una considerable cantidad de evidencia sugiere que las crisis económicas a lo largo de la historia suelen estar precedidas por crecimientos pronunciados del crédito bancario. A estos estudios se suman los análisis que profundizan en el efecto de otros factores relacionados como el crecimiento del crédito hipotecario y las burbujas inmobiliarias sobre la magnitud de las crisis económicas. La revisión de literatura muestra que las crisis económicas asociadas con auges del crédito hipotecario e incrementos en los precios de las viviendas suelen tener una mayor profundidad, duración y costos económicos que otras crisis[20].

En este contexto, el uso de herramientas de regulación puede ayudar a manejar la acumulación de riesgos financieros sistémicos provenientes de expansiones del crédito para adquisición de vivienda. Las herramientas más comúnmente utilizadas son:

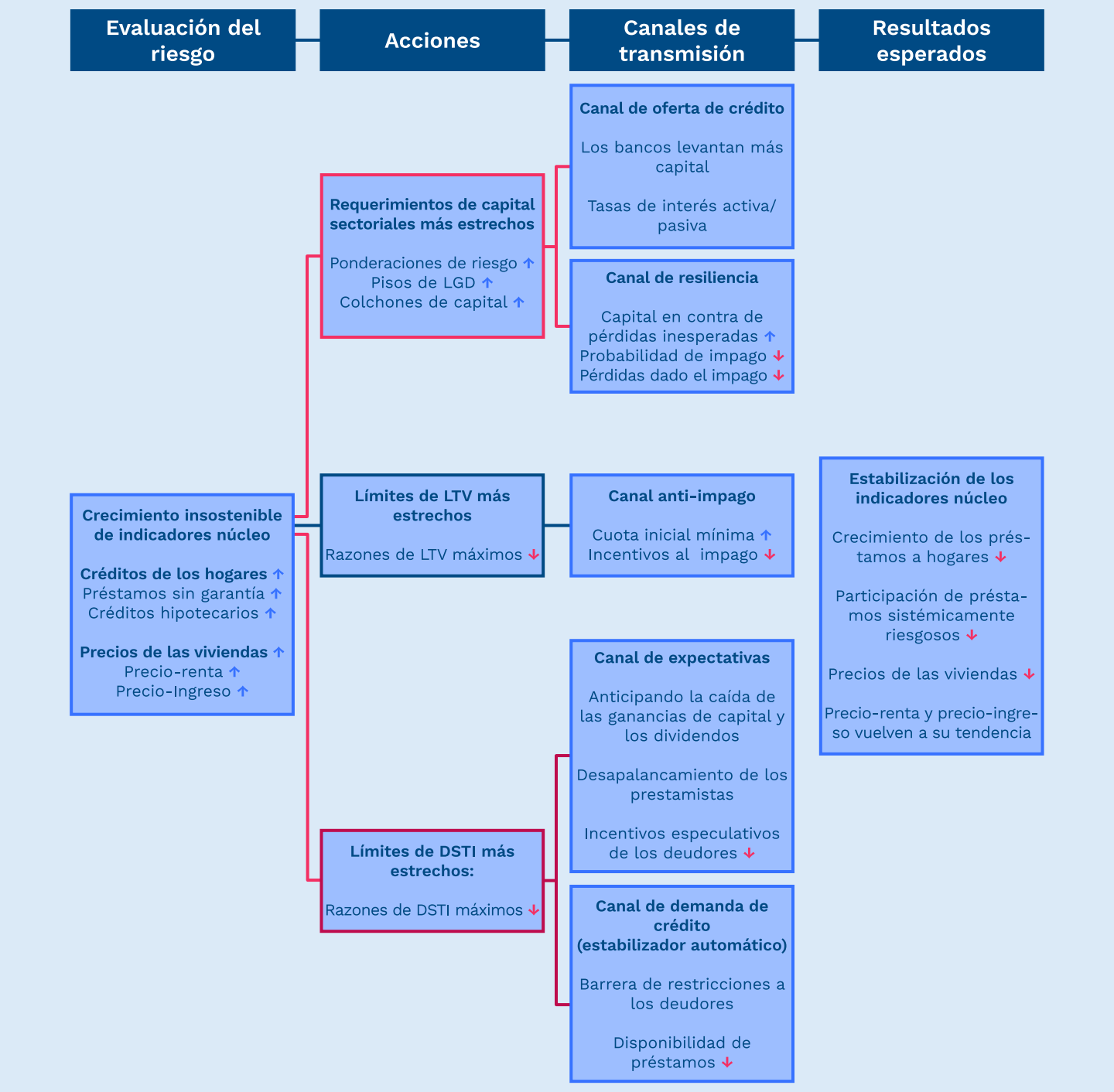
1. Requerimientos de capital bancarios: margen de conservación de capital, de capital contracíclico y de capital para entidades con importancia sistémica.
2. Límites a la razón préstamo-garantía (Loan To Value).
3. Límites a la razón servicio de la deuda frente al ingreso disponible (Debt Service to Income ratio o DSTI).
4. Límites a la razón préstamo frente al ingreso disponible (Loan to Income o LTI).

Los requerimientos de capital, que pueden ser los que se calculan sobre los activos ponderados por riesgo como el margen de conservación de capital o el margen de capital contracíclico u otras medidas como los pisos de pérdida en caso de impago, sirven para proteger la solvencia de los prestamistas y el sistema financiero frente a cambios en los precios de la vivienda o choques de ingreso de los hogares. También pueden ayudar a contener la relación procíclica que existe entre el ciclo del crédito y el de los precios de las viviendas.

Las últimas tres herramientas enumeradas sirven para incrementar la resiliencia de los deudores frente a las variaciones en los precios de las viviendas o los choques de ingreso. Los topes máximos al LTV, al LTI y al DSTI pueden disminuir el riesgo de inestabilidad financiera por medio de cuatro canales: (i) aumentando la resiliencia al disminuir la pérdida dado el impago, (ii) disminuyendo la probabilidad de impago estableciendo una cuota inicial mínima y, por ende, reduciendo los incentivos al impago, (iii) anticipando las expectativas de los prestamistas de ganancias de los créditos y disminuyendo los incentivos a la especulación con los créditos, lo que conllevaría a un desapalancamiento de los prestamistas y (iv) disminuyendo la demanda de créditos y, por tanto, la demanda de vivienda (Ver ilustración 4.1).

19. Barajas et al. (2007), Fang et al. (2020) y Mendoza y Terrones (2012), entre otros.
20. Bordo y Jeanne (2002), Jordà et al (2015) y Reinhart y Rogoff (2008, 2013), entre otros.

Ilustración 4.1. Mecanismos de transmisión de los instrumentos macroprudenciales



Fuente: Tomado de He et al., 2014.

Las herramientas de regulación mencionadas están dirigidas reducir la vulnerabilidad de sistema hipotecario al moderar el crecimiento de los créditos nuevos de vivienda, la participación de los préstamos sistémicamente riesgosos y los precios de las viviendas y a llevar a los indicadores de precio-renta y precio-ingreso a sus tendencias de largo plazo. El comportamiento adecuado de estas variables contribuye a una mayor estabilidad financiera y debe ser monitoreado por las autoridades para establecer si se requieren estrechar o relajar los límites de las herramientas prudenciales.

La forma en que se implementan estas medidas en cada país afecta la efectividad que tienen sobre los objetivos a los que están dirigidas. En un estudio para el Fondo Monetario Internacional, He et al. (2014) recomiendan que la aplicación de las medidas debe hacerse de manera gradual, de ser necesario tomar acciones en contra de la acumulación de riesgos para la estabilidad del sistema financiero provenientes de las dinámicas del crédito hipotecario, las autoridades deben empezar por realizar una supervisión más estricta e implementando estrategias de comunicación con los prestamistas. Luego, se pueden estrechar las medidas de requerimientos de capital para construir márgenes adicionales. Si estas medidas no son suficientes para alcanzar los objetivos de la política, a nivel teórico y dependiendo para su implementación del contexto específico de cada mercado, unos límites más estrictos en el LTV, DSTI y LTI sobre los nuevos créditos generados se pueden implementar como medida adicional.

Las medidas macroprudenciales sobre las condiciones de los prestamistas y deudores del mercado de crédito hipotecario pueden tener importantes efectos en el mercado de vivienda por medio de cambios en la demanda que luego pueden impactar los precios. En consecuencia, las medidas de regulación pueden ser utilizadas para suavizar los ciclos de los precios de las viviendas. En las fases de caídas en los precios de las viviendas las medidas pueden ser relajadas para mitigar los efectos de otros factores como el precio de la tierra y las dinámicas demográficas. Por el contrario, en las fases de incrementos sostenidos y pronunciados en los precios de las viviendas las medidas pueden ser más exigentes para reducir los riesgos de una burbuja inmobiliaria (He et al, 2014).

El objetivo de lograr una mayor estabilidad financiera debe tener un equilibrio con otros objetivos de las políticas públicas como incrementar la tasa de propiedad y la asequibilidad de vivienda. Un crecimiento en los precios de las viviendas que vaya por encima del crecimiento del ingreso disminuye la asequibilidad de la vivienda, mientras que unas condiciones de acceso al crédito más restrictivas dificultan el incremento de la tasa de propiedad de vivienda. Por ejemplo, un marco regulatorio que incremente el acceso al crédito de vivienda puede permitir que un porcentaje de la población logre ser propietaria de vivienda, a expensas de que el precio de la vivienda crezca de manera tal que para otro porcentaje de la población se haga más difícil convertirse en propietarios.

Entre el 2010 y el 2019, el incremento en los precios de las viviendas ha llevado a una menor asequibilidad de vivienda en algunos países europeos, además de sus consecuencias en la estabilidad financiera. Entre estos países se encuentran Austria, Suecia, Luxemburgo, Turquía, Noruega y Alemania. Adicionalmente, la desviación frente a la tendencia de largo plazo de la razón precio-ingreso ha sido la más grande en los últimos 15 o 20 años en países europeos y no-europeos, así como la desviación de la razón precio-renta (Arena et al., 2020).

Las medidas macroprudenciales que hemos mencionado determinan el balance entre los objetivos gubernamentales de lograr un mayor acceso a vivienda y de mantener la estabilidad financiera. No obstante, los cambios en las medidas regulatorias para influir en los precios de las viviendas sólo deben hacerse si los cambios en los precios se deben a presiones crediticias, no si provienen de factores no financieros como cambios demográficos, cambios en el valor de la tierra o en los costos de construcción (Arena et al., 2020).

La demanda de vivienda de los hogares de menores ingresos es especialmente sensible a los efectos restrictivos de las medidas de regulación sobre los créditos de vivienda, al mismo tiempo que estos sectores de la población son los que tienen menor acceso a vivienda. Los créditos a las personas de bajos ingresos tienden a ser los más riesgosos, imponiendo presiones adicionales sobre la estabilidad financiera (Arena et al., 2020). En la medida en que se originen menos créditos de este tipo, los riesgos sobre la estabilidad financiera disminuyen.

La efectividad de las medidas macroprudenciales en los países que las han aplicado ha sido analizada por diversos estudios como Herzberg y Watson (2014), IMF (2011) y IMF, (2013), que encuentran efectos favorables de las herramientas dirigidas a los prestamistas (LTV y LTI) en los precios de la vivienda y en algunos casos el crecimiento del crédito asociado, en países desarrollados y de la Unión Europea.

En un estudio para cinco países de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú) que aplica análisis de Big Data en datos confidenciales de préstamos bancarios Gambacorta y Murcia (2017) encuentran que las medidas macroprudenciales han sido muy efectivas en estabilizar los ciclos del crédito y que los efectos de las herramientas macroprudenciales es mayor si la política monetaria está dispuesta en la misma dirección.

En una evaluación de la introducción de las medidas macroprudenciales de un esquema de provisiones dinámicas de bancos comerciales y de requerimiento de capital contracíclico en Colombia entre el 2006 y el 2009, Gómez et al. (2020) encuentran resultados que sugieren que ambas políticas y una medida agregada de la política macroprudencial tuvieron un efecto negativo en el crecimiento del crédito. El efecto varía dependiendo de las características específicas del deudor y del banco, siendo más grande en aquellos con un mayor riesgo. Los resultados del estudio indican que las medidas macroprudenciales en Colombia han funcionado adecuadamente para estabilizar los ciclos del crédito y redujeron la toma de riesgo por parte de los agentes.

Las medidas macroprudenciales surgen en respuesta a la existencia de externalidades del mercado de crédito, Cerruti et al. (2017) las clasifican en tres tipos:

Complementariedades estratégicas:
son aquellas que surgen de las interacciones estratégicas de las instituciones financieras y causan vulnerabilidades durante la fase expansiva del ciclo financiero.

Fire sales y credit crunch:
aquellas que surgen de una venta generalizada de activos que causan una caída en los precios de los activos, un deterioro de las hojas de balance de los intermediarios e inversionistas, una restricción en la oferta de financiamiento, especialmente durante la fase contractiva del ciclo financiero.

Interconectividad:
Surge por una propagación de los choques desde las instituciones sistémicas hacia los mercados financieros.

Estas externalidades se presentan dependiendo de la fase del ciclo financiero o de negocios por el que atraviese la economía. Las del primer tipo se suelen presentar durante la fase expansiva del ciclo, en cambio, las dos últimas suelen hacerlo en la fase recesiva. En consecuencia, la efectividad de las medidas macroprudenciales puede variar de acuerdo con el tipo de externalidades y el momento del ciclo financiero en el que surjan. Así lo confirman los resultados de las estimaciones que realizaron Cerruti et al. (2017) sobre la efectividad de 12 medidas macroprudenciales diferentes aplicadas en una muestra de 109 economías avanzadas y emergentes sobre el crecimiento del crédito y los precios de las viviendas. Con base en estas estimaciones, los autores encontraron evidencia de una asimetría de los efectos de las medidas, la cuales tienen efectos adicionales cuando el crecimiento del crédito y de los precios es mayor. En las fases de crecimiento negativo del crédito el efecto de las medidas macroprudenciales es menor, incluso, para los países en desarrollo deja de ser estadísticamente significativo. Este hallazgo sugiere que la efectividad de las políticas macroprudenciales dependen de la intensidad y la fase del ciclo financiero o económico.

Una posible consecuencia del efecto negativo de las medidas macroprudenciales en las fases de auge sobre el crecimiento del crédito, es una reducción del crecimiento económico en el mediano y largo plazo. Sin embargo, Crespo et al. (2019) encuentran mediante un modelo bayesiano que permite incluir la incertidumbre aplicado a una muestra de 66 países entre 1985 y 2015, que un nivel medio de requerimientos de capital puede tener efectos óptimos sobre el crecimiento de mediano-largo plazo, brindando evidencia en contra de la hipótesis que afirma que las medidas macroprudenciales pueden tener efectos favorables sobre la estabilidad financiera, a expensas del crecimiento económico. En línea con estos resultados, Ma (2020) encuentra que una política macroprudencial óptima reduce sustancialmente la frecuencia de las crisis financieras, al tiempo que tiene un efecto negativo muy pequeño en el crecimiento anual promedio.

Marco Regulatorio de la Cartera Hipotecaria en Colombia

A continuación, se presenta un análisis sobre el marco que regula las actividades hipotecarias en Colombia, este análisis se divide en tres secciones. En primer lugar, se realiza una breve revisión sobre el sistema UPAC y sus implicaciones sobre la crisis hipotecaria experimentada a finales de la década de 1990. Esta revisión es de relevancia dada la relación entre el sistema UPAC y el surgimiento del marco regulatorio vigente. Segundo, se expone la Ley 546 de 1999 y cómo esta estableció los parámetros bajo los que funciona actualmente el mercado de financiamiento de vivienda en Colombia. Finalmente se realiza un análisis sobre las regulaciones de cuatro parámetros: Loan To Value, Debt Service to Income, tasa máxima de intéres y plazo máximo, que pueden estar limitando el crecimiento de la cartera hipotecaria.

El marco regulatorio previo a la crisis de finales de los años noventa

La creación del sistema de Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC) en el año de 1972, fue una respuesta de política al bajo acceso que tenían los hogares al crédito hipotecario, además de un esfuerzo por estimular la economía y el empleo en el país. Sus mecanismos de funcionamiento corresponden a un contexto de alta inflación y bajos incentivos al ahorro privado. El sistema tuvo un adecuado funcionamiento durante sus primeras dos décadas de implementación lo cual impulsó la adquisición de vivienda por parte de las familias. Sin em-

bargo, el sistema UPAC, como fue inicialmente planteado, no era compatible con las ideas de liberalización económica que se impulsaron a inicios de la década de 1990. Esta incompatibilidad se tradujo en una serie de modificaciones y transformaciones al sistema, que junto a las condiciones macroeconómicas de la época concluyeron en la crisis hipotecaria experimentada a final de la década y condujo a la creación de un nuevo marco normativo para la adquisición de vivienda a través de la Ley 546 de 1999. Este nuevo marco de regulación tenía como objetivo crear un sistema de financiamiento de vivienda equitativo de libre competencia procurando la estabilidad del mismo.

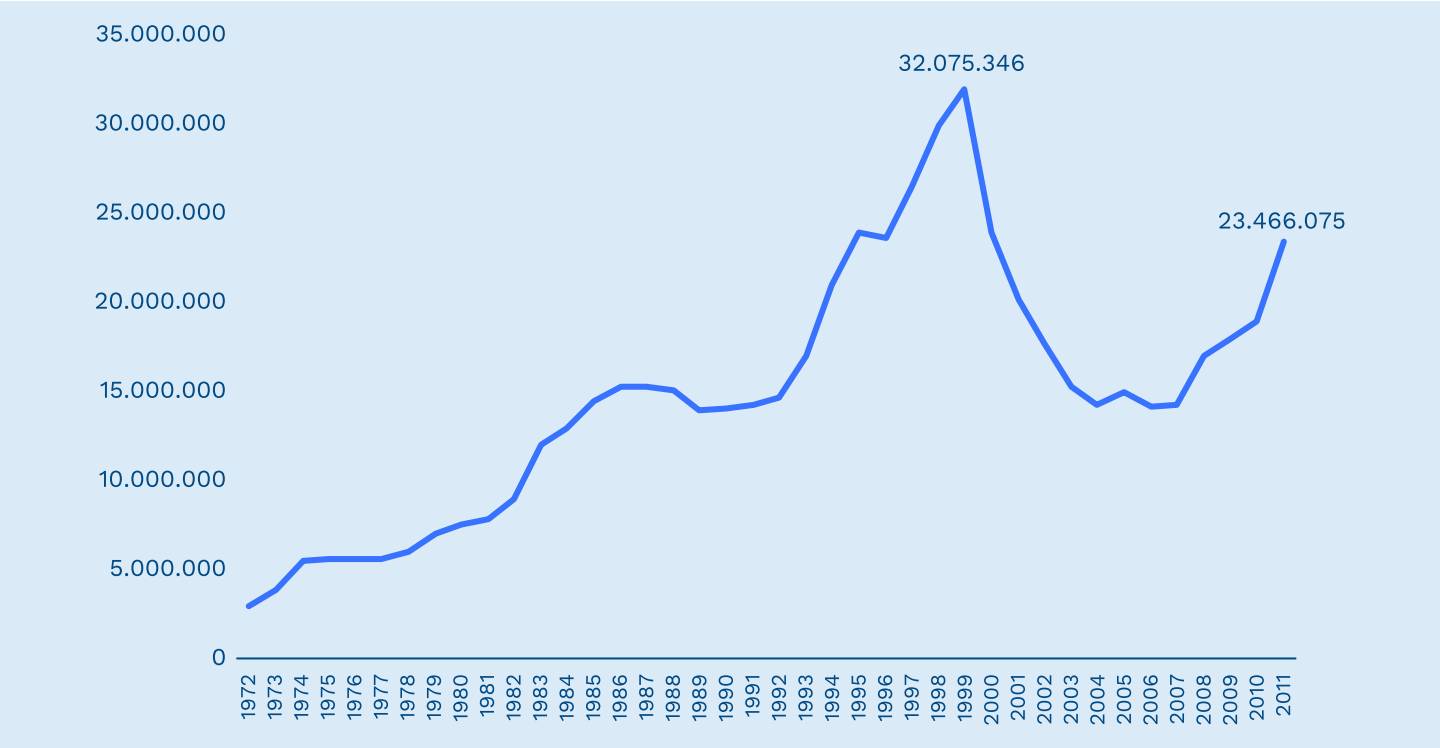
La implementación del sistema UPAC fue parte central del plan de desarrollo conocido como “Las cuatro estrategias” del presidente Misael Pastrana Borrero. El sistema UPAC tenía como objetivo estimular el ahorro privado y canalizarlo a la financiación de construcción bajo un contexto de alta inflación y baja circulación monetaria (Asobancaria, 2019). La creación de un sistema de ahorro y vivienda en Colombia, que estimulara la economía a través de la construcción y la generación de empleo, fue inicialmente propuesta por el economista estadounidense Lauchin Currie a mitad del siglo XX. En 1972 Pastrana Borrero acoge la recomendación de Currie y crea un sistema de poder adquisitivo constante basado en una unidad de cuenta de valor constante (el UPAC) soportado por un nuevo marco institucional que permitiera su correcto funcionamiento. La creación del sistema UPAC es adecuado dadas las condiciones macroeconómicas que experimentaba Colombia y está soportado por la implementación de esquemas similares en Estados Unidos y Brasil.

El elemento principal del sistema es la unidad de cuenta de valor constante dado que esta permitía realizar ahorros y préstamos que mantenían el poder adquisitivo de los agentes a través de la corrección monetaria. Para mantener su valor constante, la unidad de valor debía corregirse de acuerdo con las variaciones del Índice de Precios al Consumidor para empleados y obreros. El privilegio de realizar captaciones y prestamos de valor constantes fue otorgado a la recién creadas Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) segundo elemento dentro del sistema UPAC. La creación de estas instituciones financieras, vino acompañado de la creación de nuevos instrumentos de ahorro y captación de uso exclusivo que otorgaban rendimientos diarios, poniendo en ventaja a las CAV sobre otros intermediarios financieros (Mora, 2010). Finalmente, las CAV tenían el privilegio de ser las únicas instituciones que podían realizar prestamos de largo plazo con recursos que eran captados a la vista. Las obligaciones y privilegios de las Corporaciones de Ahorro y Viviendas tenían como principal problema un descalce intrínseco dentro de la operación.

La implementación del sistema UPAC estuvo acompañado de la creación de un marco institucional que garantizara su correcto funcionamiento. En primer lugar, se creó la Junta de Ahorro y Vivienda cuya obligación era calcular mensualmente el valor del UPAC basándose en un principio a la variación de la inflación. La junta también tenía como objetivo revisar la metodología con la que se realizaba la estimación del UPAC y proponer modificaciones a su estimación. Este segundo derecho fue utilizado en múltiples ocasiones, incorporando elementos a la metodología, que modificaron el objetivo inicial de la unidad de valor de mantener un valor constante. En segundo lugar, se estableció el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) este resolvía el problema de descalce que presentan las CAV proporcionando liquidez cuando estas lo requerían, lo que nuevamente ponía a estas entidades financieras en ventaja frente a sus competidores. Este marco institucional creaba un sistema autocontenido que subsi-

diaba las tasas de ahorro y los préstamos hipotecarios. Inicialmente el sistema UPAC logró alcanzar sus objetivos generando acceso al crédito hipotecario, especialmente para hogares de ingreso medio (ver gráfica 4.1. para la evolución de la cartera de 1972 a 2011). A lo largo de la existencia del UPAC dos millones de viviendas fueron adquiridas a través de este sistema.

Gráfica 4.1. Evolución de la cartera hipotecaria total. 1972-2011



Fuente: Funding for Housing, Serrano (2011).

Los privilegios otorgados a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda a través del sistema UPAC no eran compatibles con los ideales de liberalización financiera promovidas a principios de la década de 1990 por el presidente Cesar Gaviria (Gómez, 2016), lo que se tradujo en el desmonte gradual de estos privilegios. Las reformas financieras promovidas a través de las Leyes 45 de 1990 y 35 de 1993 tenían como objetivo equipar las condiciones de mercado para promover la competencia entre entidades financieras y beneficiar a los consumidores. Se destaca la autorización de todos los intermediarios financieros para utilizar sistemas de amortización con capitalización de intereses, se restringe la posibilidad de usar recursos de captación a la vista para financiar operaciones de largo plazo, liberación de la tasa de colocación, eliminación del monopolio de las CAV sobre la captación de depósitos a la vista remunerados y la autorización de otras entidades financieras de participar en el mercado hipotecario. Estas modificaciones crearon un descalce sobre la tasas activas y pasivas de las CAV que se hizo insostenible una vez la corte constitucional indicó que el Banco de la República “no podrá establecer cupos de crédito ni otorgar garantías a favor de particulares” es decir, se declaró inconstitucional la función que realizaba el FAVI y se procedió a su liquidación. Sin esta herramienta de liquidez el funcionamiento del sistema UPAC a través de las CAV no era sostenible, dado que estás presentaban una desventaja frente a sus competidores dando lugar a importantes modificaciones sobre la metodología de cálculo de la unidad de Valor.

La liberalización del sistema financiero impulsó las modificaciones sobre la metodología de cálculo del UPAC con el objetivo de mantener competitivas a las corporaciones de ahorro y vivienda. Como se mencionó anteriormente las modificaciones sobre el sistema financiero tuvieron un impacto negativo sobre la sostenibilidad de estas entidades al eliminar sus privilegios de captación y cortar los flujos de liquidez que obtenían del FAVI. La respuesta del ICAV, instituto que agremiaba estas corporaciones, fue solicitar al Banco de la República que modificara la metodología de cálculo del UPAC para que en esta se incorporara con un mayor peso la DTF eliminando la limitación impuesta por el IPC. La incorporación de la DTF tiene su primer antecedente en el año 1984 con un peso del 35% y un techo impuesto por la inflación. No obstante, no fue sino hasta 1993 con la resolución externa de 1993, que la DTF tomó un peso preponderante en la metodología del cálculo del UPAC, hasta tal punto que para el año de 1995 el IPC había dejado de ser parte de la metodología de cálculo (Mora, 2010).

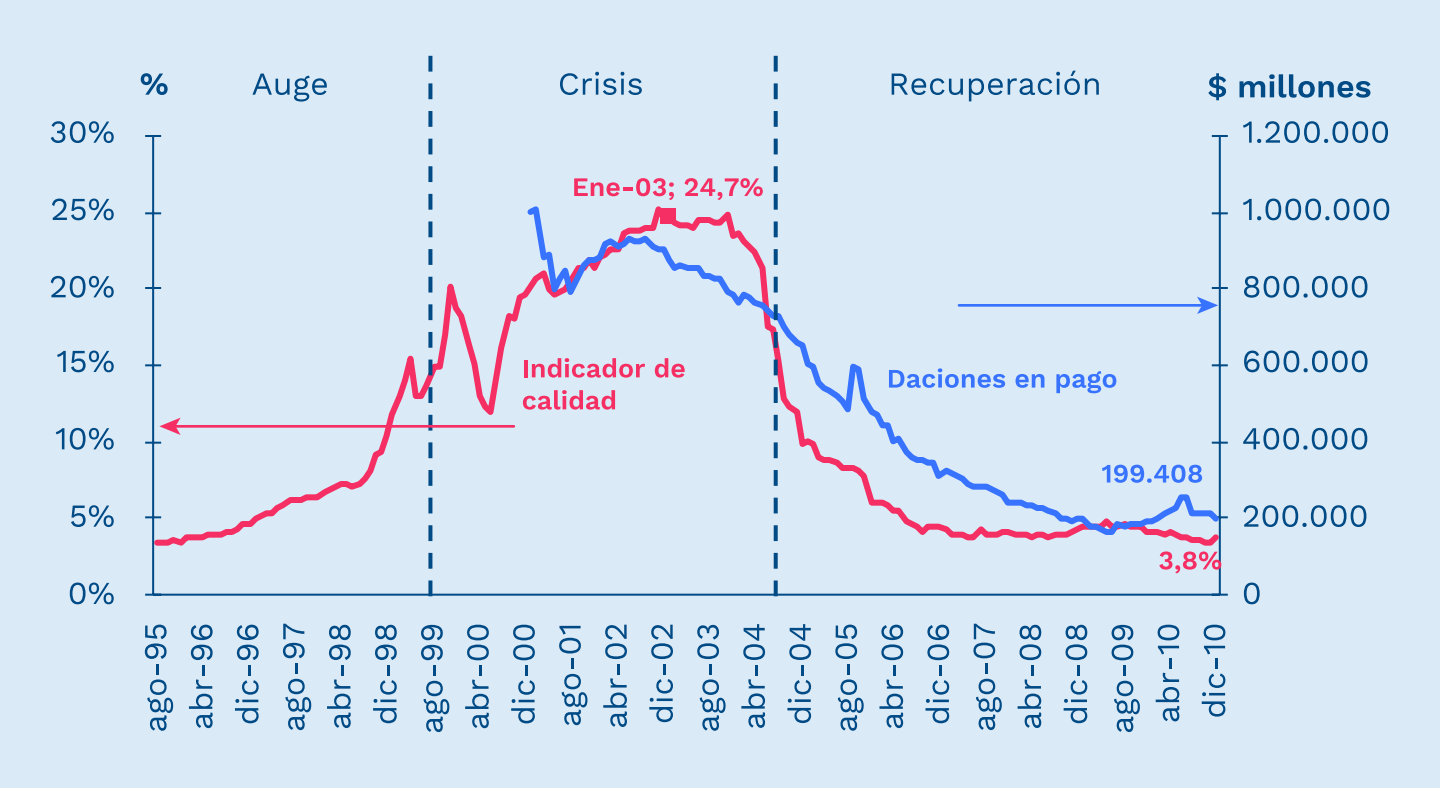
La nueva metodología de cálculo generaba una alta vulnerabilidad de los consumidores ante los choques de la economía. En particular, los hacía vulnerables a circunstancias que provocaran incrementos pronunciados de la tasa de interés de mercado, los cuáles se trasladarían directamente al valor de los créditos hipotecarios denominados en UPAC, dado que esta unidad de valor ahora incorporaba en su totalidad la DTF. No fue sino hasta la segunda mitad de la década de 1990 que Colombia comenzó a experimentar una desaceleración en su economía producto de una disminución en los flujos de capitales externos que inicio tras las crisis económicas del Sudeste Asiático y contagio a las economías emergentes (Gómez, 2016). De manera simplificada fueron estos dos elementos; la incorporación de la DTF en la metodología de cálculo del UPAC y la desaceleración económica, los que combinados dieron lugar a la crisis hipotecaria que se experimentó al final del siglo XX.

En un esfuerzo por evitar un mayor deterioro en la balanza de pagos, resultado de una crisis económica global, las autoridades monetarias decidieron aumentar la tasa de interés lo cual tuvo un efecto directo sobre las cuotas hipotecarias que ahora estaban sujetas a la DTF, aumentando la carga financiera de los hogares. Por otro lado, la desaceleración generalizada de la economía tuvo un efecto negativo sobre los precios reales de la vivienda, el desempleo y los salarios reales de los trabajadores. Como resultado, los hogares debían realizar pagos hipotecarios de mayor valor con un menor ingreso, si aún lo tenían, para saldar una deuda que en muchos casos superaba con creces el valor del activo.

La consecuencia de este escenario fue un deterioro pronunciado en la calidad de la cartera hipotecaria[21], pasando de un 9,2% de cartera vencida en noviembre de 1998 a 14,8% en noviembre del siguiente año (ver gráfica 4.2). Ante estas circunstancias, un gran número de deudores se vieron en la necesidad de entregar sus inmuebles para pagar sus deudas. Según la Superintendencia Bancaria, en 1999 fueron entregados 1724 inmuebles en dación de pago, cifra casi 5 veces mayor que la del año precedente. La relación entre UPAC y DFT en un contexto de desaceleración económica desencadenó en una crisis hipotecaria para la cual era necesario un nuevo marco de regulación que fue consagrado en la ley 546 de 1999.

21. Asobancaria, (2019).

Gráfica 4.2. Valor de los Bienes Hipotecarios Recibidos en Dación de Pago e Índice de Calidad de Cartera Hipotecaria (Cartera vencida/Cartera bruta). 1995-2010



Fuente: El Crédito Hipotecario en Colombia, Anif (2011)

Ley 546 de 1999

La Ley 546 de 1999 estableció un nuevo marco de regulación para el "sistema especializado de financiación de vivienda individual de largo plazo" (Franco, D. V., 2011) en respuesta a la crisis hipotecaria que se había desencadenado bajo el sistema UPAC. Esta ley marco, no solo intentó corregir los problemas surgidos por las modificaciones a la metodología de cálculo del UPAC, creando una nueva unidad de valor constante, el UVR, ligado únicamente al índice de precios del consumidor. También, se establecieron las normas generales y estructurales para la financiación de vivienda incluyendo medidas de regulación que procurasen promover mecanismos de financiación que evalúen la capacidad de pago de los deudores. Es decir, se estableció un sistema de libre competencia cuyo crecimiento se debe dar en forma sostenible restringiendo el acceso para los deudores de menor capacidad de pago, protegiendo a los consumidores que logren acceder a la financiación.

En primer lugar, se creó la UVR como unidad de valor que reemplazaría el UPAC. Esta unidad de cuenta debe reflejar la evolución del poder adquisitivo de la moneda local por lo que su equivalencia varia únicamente con el crecimiento del Índice de Precios al Consumidor (Asobancaria, 2019). Además, la metodología es establecida por el Consejo Nacional de Política Económica y Social. La eliminación del UPAC forzó la reconversión de todos los créditos hipotecarios vigentes a la nueva unidad de valor, para el año 2003 más del 95% de los créditos hipotecarios se regían en UVR. Sin embargo, la progresiva caída en la participación de los créditos denominados en UVR en favor de los créditos denominados en pesos es señal

del impacto que la crisis tuvo en la confianza de distintos actores (consumidores, entidades financieras, etc.) en los esquemas de valor constante. No obstante, bajo escenarios de poca inflación, como los observados durante la última década, estos mecanismos de amortización son más atractivos al ser comparados con la amortización en moneda local.

El nuevo marco regulatorio impulsó la competencia entre entidades financieras en el mercado de crédito hipotecario. En primer lugar, se forzó la conversión de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) en bancos comerciales, impulsando un sistema multibanca. Sin embargo, esta conversión resultó en el abandono de la línea de crédito hipotecario por parte de entidades que antes se especializaban en esta. La nueva regulación también contempló nuevos mecanismos de fondeo que impulsaran el acceso a recursos y la entrada de nuevos jugadores. El nuevo mercado secundario permitiría a las entidades financieras emitir títulos representativos de créditos otorgados para financiar la adquisición y construcción de viviendas, además de impulsar las sociedades titularizadoras. Si bien el marco regulatorio estableció normativas que procuran la competencia entre entidades y expansión de un mercado secundario, la realidad es que existe una alta concentración del mercado[22] y bajo acceso de estos mecanismos de fondeo para las entidades de menor tamaño.[23]

El marco regulatorio tiene como pilares la sostenibilidad y estabilidad del sistema de financiamiento de vivienda. Para lograr el crecimiento sostenible de la cartera hipotecaria en Colombia se establecieron topes sobre variables que determinaran la capacidad de pago de los hogares. Es así como un hogar que desee adquirir una vivienda diferente de interés social no podrá recibir más del 70% del valor de dicha vivienda como préstamo hipotecario, si es una vivienda de interés social este valor aumenta a 80%. Por otro lado, el valor de la cuota mensual que debe pagar un hogar que adquiera crédito hipotecario no debe superar el 30% de los ingresos de dicho hogar refiriéndose exclusivamente al núcleo. Finalmente, el préstamo tendrá un plazo máximo de 30 años y la tasa de interés será fija durante toda la vigencia del mismo. Si bien estas medidas de regulación podrían contribuir a la estabilidad del sistema, lo cual fue puesto a prueba durante la crisis hipotecaria del 2008, se debe analizar la proporción de hogares que están siendo excluidos del sistema y como se podría generar accesos sin comprometer la estabilidad.

Por último, se resalta el componente de protección al consumidor incorporado dentro del marco regulatorio. Bajo la Ley 546 de 1999 los consumidores tienen derecho a: realizar prepagos parciales o totales sin que esto sea sujeto de penalidad, se garantiza información transparente respecto al producto financiero que se va a adquirir, se prohíbe la capitalización de intereses, se prohíbe la modificación unilateral de la tasa de interés y se establece un valor máximo de esta. De acuerdo con las sentencias C-481 del 7 de julio de 1999 y C-208 del 1 de marzo de 2000, la tasa de interés para la adquisición de vivienda será siempre inferior a la menor tasa real que se este cobrando en las demás operaciones crediticias en la actividad financiera según certificación de la Superintendencia Financiera de Colombia y su máximo será determinado por la junta directiva del Banco de República. Teniendo en cuenta los avances logrados por la Ley 2030, es necesario garantizar los recursos presupuestales para que las autoridades competentes puedan realizar de manera oportuna estas diligencias. Reconociendo las distorsiones que puede generar los límites a la tasa de interés el Banco de la República se ha pronunciado expresando que “la existencia de límites a la tasa

22. Ver gráfica 2.13.
23. Resultado de entrevistas.

de interés son resultado de decisiones políticas" (Asobancaria, 2019). Sin embargo, este tipo de restricciones puede crean barreras de acceso a los hogares que resultan más costosos de atender, como los informales y de menores ingresos, y por ende terminan afectando justamente a los segmentos de la población que se intentaba proteger.

Tabla 4.1. Régimen de financiación de vivienda a largo plazo Ley 546 de 1999

Concepto	Condiciones
Denominación	UVR o pesos
Tasa de interés	Fija durante toda la vigencia del crédito
	No puede capitalizarse
Plazos	Entre 5 y 30 años
Préstamo - garantía	Máximo 70% en No VIS y 80% en VIS
Préstamo - ingresos	Máximo 30% de ingresos familiares
Seguro de riesgos de incendio y terremoto	Obligatorio

La evaluación del marco regulatorio vigente revela una preferencia hacia la sostenibilidad y estabilidad del mercado impulsando la competencia entre agentes. Estas fuertes regulaciones son el legado de la crisis hipotecaria experimentada al final de siglo y el contexto socioeconómico del momento. Se debe realizar una evaluación que determine el impacto de las restricciones sobre acceso al crédito hipotecario y su aporte a la sostenibilidad del mercado.

Revisión parámetros de regulación

La presente sección realiza una revisión sobre cuatro parámetros que actualmente se encuentran restringidos bajo el marco regulatorio; valor máximo de crédito frente a garantía (LTV, Loan To Value por sus siglas en inglés); razón de cuota ingreso (DSTI, por sus siglas en inglés); tope sobre la tasa de interés y plazo máximo del crédito hipotecario. El objetivo de este ejercicio es determinar si los parámetros mencionado, generan una restricción de acceso al crédito de vivienda. Si este es el caso se proponen modificaciones sobre estos determinantes, procurando la sostenibilidad y estabilidad de la cartera hipotecaria.

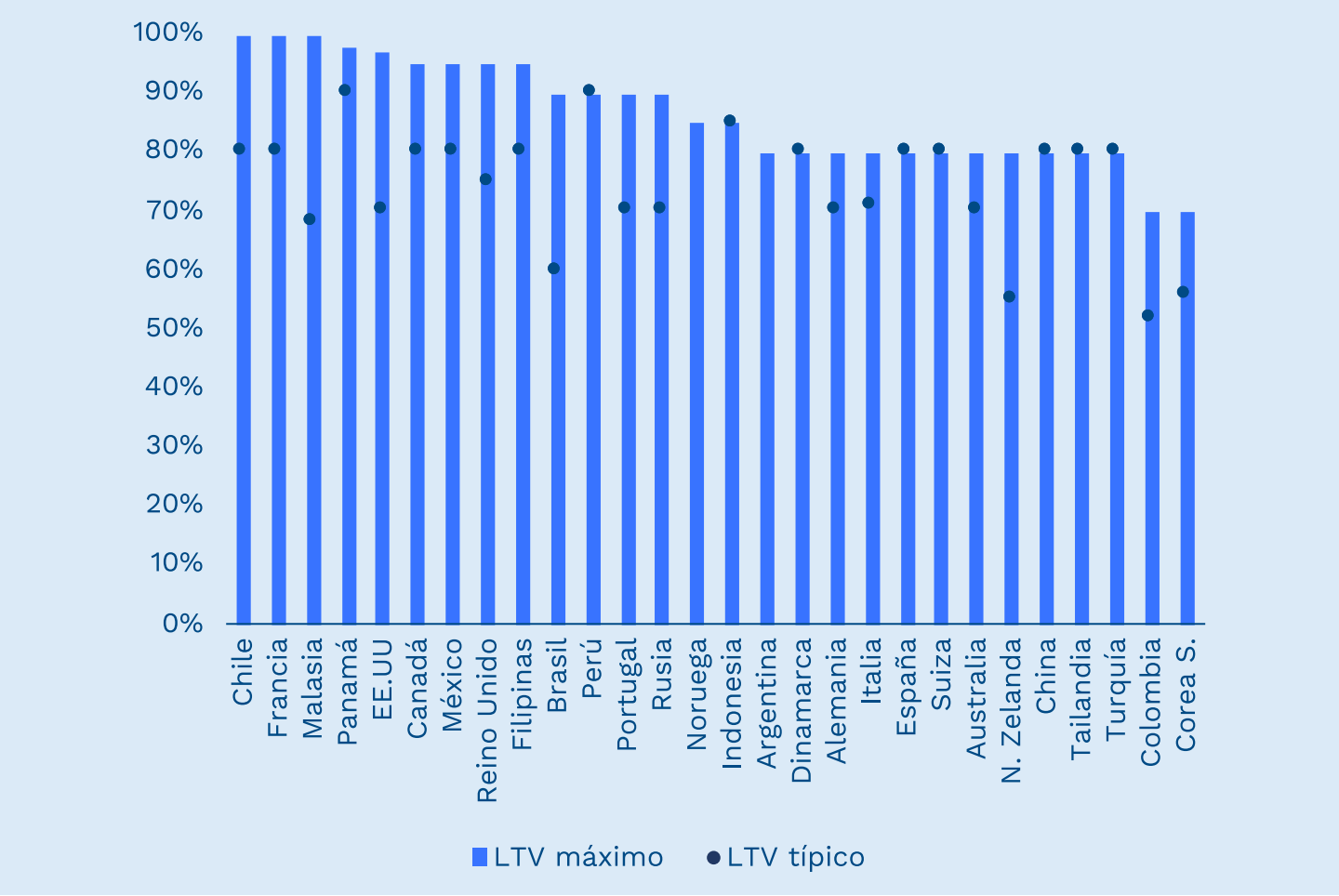
Loan To Value

El primer parámetro regulatorio que se examinará es el Loan To Value (LTV) es decir la razón máxima entre el desembolso y el valor de la garantía. Se encuentra que Colombia presenta uno de los mayores niveles de restricción referente al LTV cuando se realiza la comparación internacional. No obstante, esta restricción parece no ser un limitante para el crecimiento de la cartera hipotecaria. Al analizar el comportamiento de los hogares se observan muy

pocos préstamos cercanos al límite. Para comenzar, solo el 13% de los préstamos hipotecarios para vivienda No VIS, optaron por adherirse al límite máximo impuesto en el marco regulatorio. Por otro lado, la autorización para el funcionamiento de otras herramientas de adquisición de vivienda como el leasing habitacional, con menores restricciones sobre LTV, permite a los hogares con menor capacidad de ahorro acceder a la financiación de vivienda. En conclusión, el tope vigente sobre el LTV es una medida macro prudencial adecuada, que bajo el contexto actual no desacelera el crecimiento de la cartera hipotecaria dadas las preferencias de los hogares y las alternativas de financiación.

De acuerdo con lo establecido en la Ley 546 el tope sobre el LTV es de 80% en el caso de vivienda VIS y 70% para No VIS. Sin embargo, al comparar internacionalmente, Colombia tiene uno de los límites máximos sobre el LTV más estrictos en la muestra de países con información disponible en Hofinet (ver gráfica 4.3). Con excepción de Turquía (75%) y Corea del Sur (70%), los demás países de referencia tienen un LTV superior al 80%. En Chile, Francia y Malasia el límite máximo sobre el LTV alcanza el 100%, seguidos por Panamá y Estados Unidos donde es del 98% y 97%, respectivamente. Las diferencias entre los niveles promedio y los máximos regulatorios indican que el comportamiento del mercado depende de equilibrios en los cuales el máximo puede ser no restrictivo en segmentos del mercado.

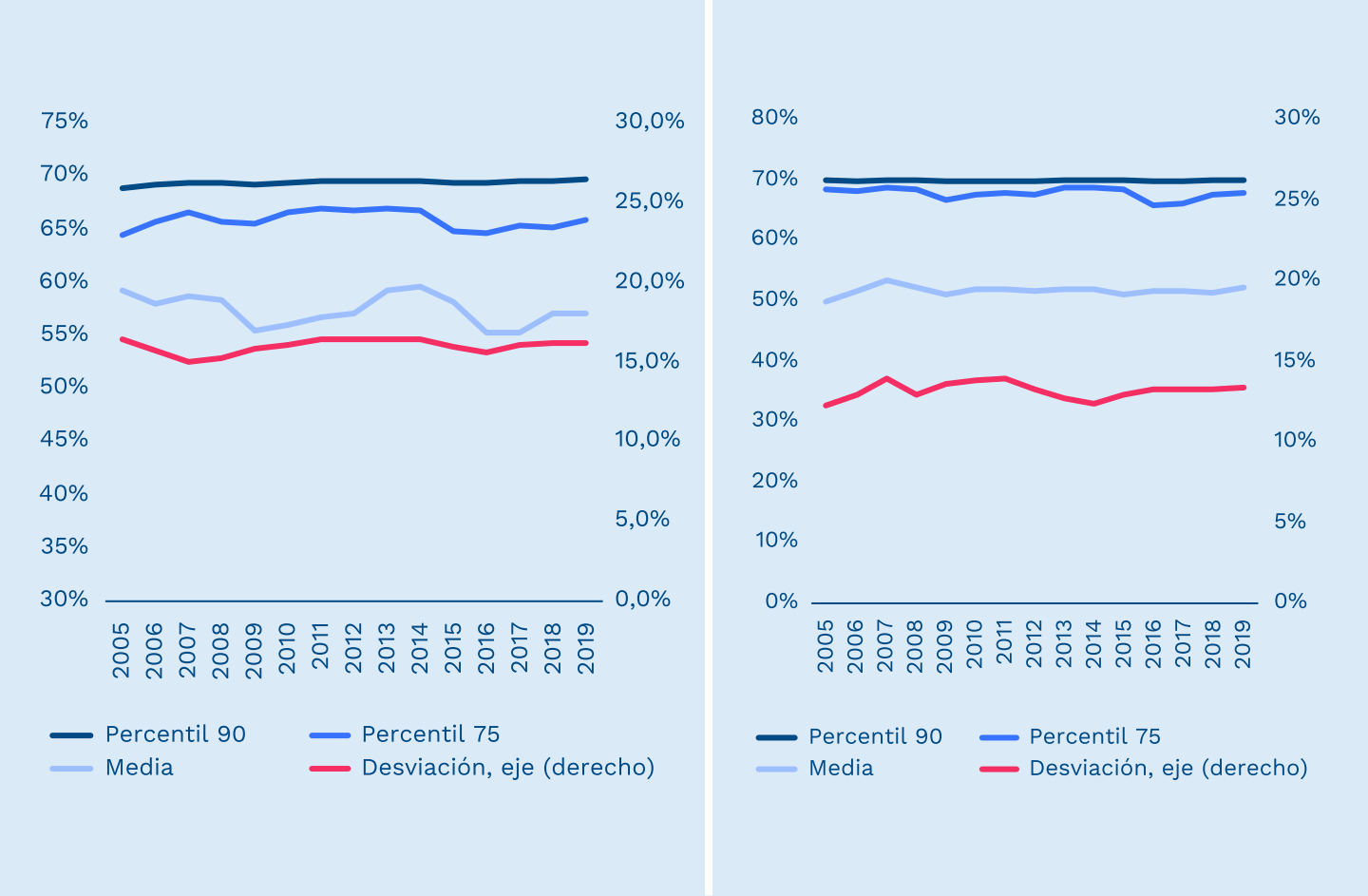
Gráfica 4.3. Límites máximos sobre el LTV por países



Fuente: Hofinet (2018)

La gráfica 4.4. muestra que la gran mayoría de deudores de cartera hipotecaria reciben créditos con LTV inferiores al tope máximo establecido en la regulación, una muestra de que esta restricción no parecería ser un determinante de acceso a la adquisición de vivienda en país. La distribución del LTV en Colombia muestra una dispersión que se ha mantenido estable en el tiempo, tanto para el segmento VIS como para el No VIS. De acuerdo con información de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre los créditos desembolsados, para el periodo 2005-2019, la razón promedio del desembolso frente al valor de la garantía ha sido de 57% para el segmento VIS y de 52% para el No VIS. En ambos casos, este promedio se encuentra muy por debajo de los límites regulatorios establecidos en la Ley 546. En la muestra, cerca de un 10% de los desembolsos se encuentran cerca al tope regulatorio. A pesar de que el LTV promedio fue mayor y el coeficiente de variación de los datos fue menor para las viviendas del segmento VIS frente a las viviendas del segmento No VIS, en ambos casos la desviación estándar estuvo cerca al 15%, tuvo poca variación a lo largo del tiempo. En el segmento VIS, en promedio, durante el 2019 el porcentaje de créditos con un LTV en el rango 79%-80% fue de 1,5%, en el rango 77%-80% fue de 2,4% y en el rango 75%-80% fue de 3,2% (ver gráfica 4.5). Estas participaciones fueron menores a las observadas en las fases expansivas del ciclo económico que, además, estuvieron acompañadas por un incremento en los subsidios de vivienda del gobierno.

Gráfica 4.4 Media y desviación estándar del LTV de los establecimientos de crédito y el FNA, por segmento VIS (izquierda) y No VIS (derecha)

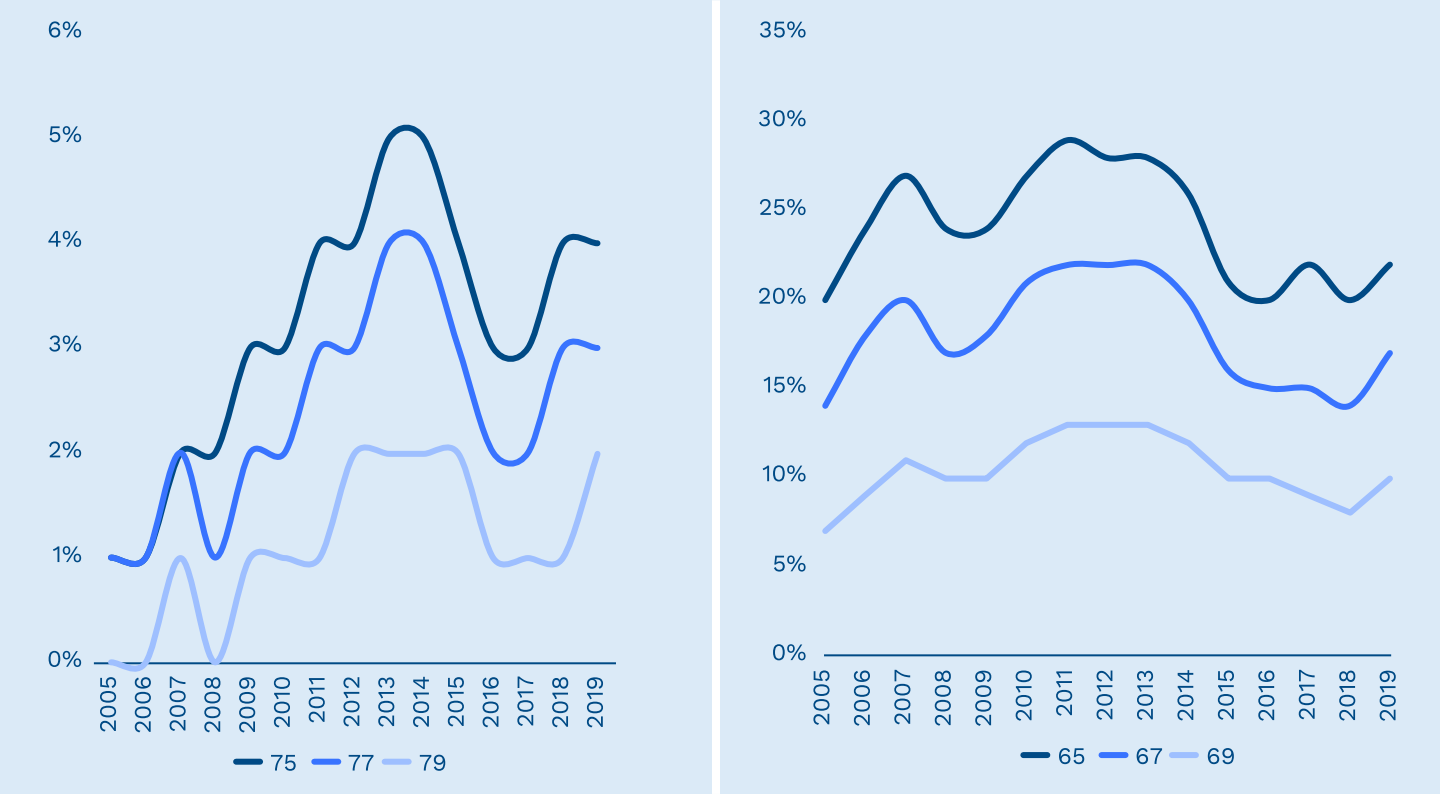


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

En este sentido, y en línea con los resultados presentados en el eje 3 de la investigación, otros factores como la falta de capacidad de pago frente a las cuotas de los créditos parecen ser limitantes más importantes.

La restricción sobre el tope del LTV parece tener un mayor impacto en el segmento de vivienda diferente a interés social. En el segmento No VIS, la participación de los créditos con un LTV cercano al tope es mucho mayor comparada con el segmento VIS y es mayor su volatilidad. En promedio, durante el 2019 el porcentaje de créditos con un LTV para la No VIS en el rango 69%-70% fue del 13%, en el rango 67%-70% fue del 20% y en el rango 65%-70% fue del 25%. Estos valores son similares a los observados en el periodo 2009-2015, en los que el promedio fue del 26% para el rango 65%-70%. El año 2007 fue el año en el que el porcentaje de créditos con un LTV entre el 65%-70% alcanzó un mayor nivel, con un 30% (ver gráfica 4.5). Sin embargo, la posibilidad de utilizar mecanismos de financiación de largo plazo sin la limitación de LTV máximo como el leasing habitacional mitiga de forma muy importante la limitación de acceso a crédito hipotecario por parte de los hogares que demandan viviendas de mayor valor.

Gráfica 4.5 Porcentaje de créditos con un LTV cercano al límite máximo para los establecimientos de crédito (sin FNA), VIS (izquierda) y No VIS (derecha)



Fuente: SFC

Se plantean dos hipótesis que podrían explicar la menor proporción de créditos hipotecarios adheridos al límite del LTV en el segmento VIS. En primer lugar, la suma de los subsidios gubernamentales y los ahorros familiares resultan en una menor proporción requerida de financiamiento. Por otro lado, puede que existan un gran número de inversionistas que adquieren viviendas de interés social los cuales poseen una alta capacidad financiera y requieren un me-

nor nivel de financiamiento. Bajo ambos escenarios el LTV no es un parámetro que restringe el acceso de los hogares a la financiación de vivienda. Por otro lado, si bien existe una mayor proporción de hogares No Vis que se adhieren al tope máximo de LTV aquellos que encuentren en este parámetro un impedimento de acceso pueden optar por el Leasing Habitacional.

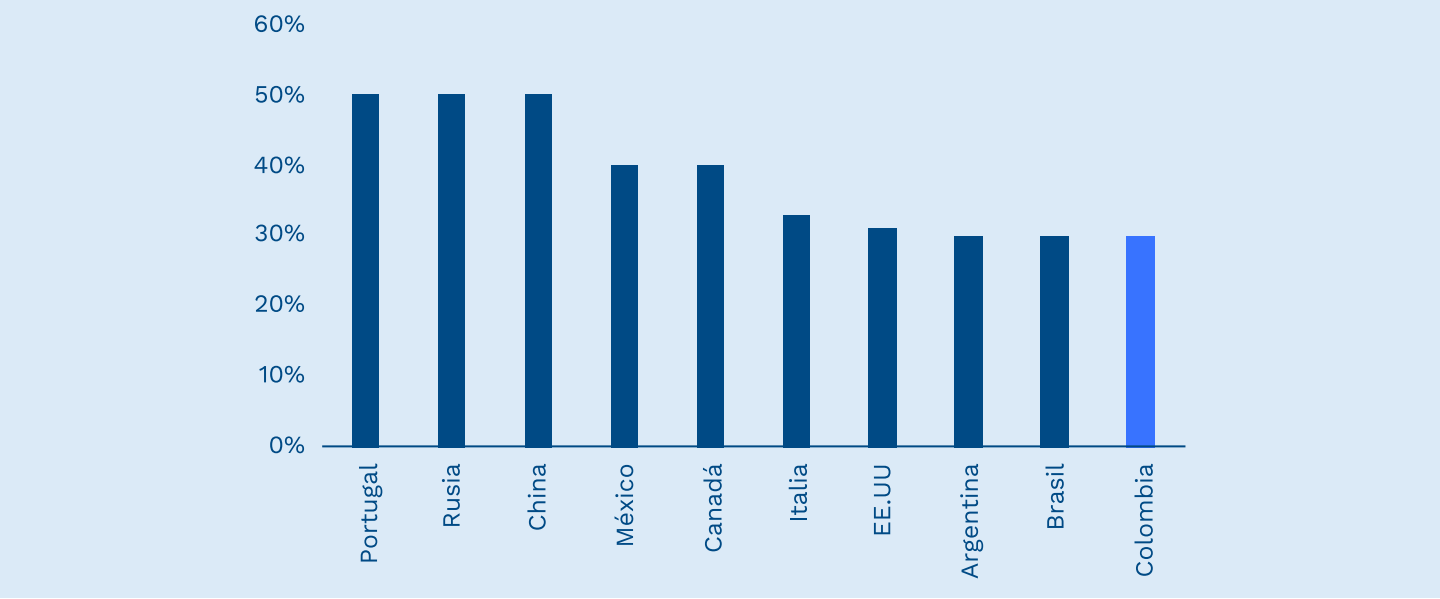
La normatividad del crédito leasing se encuentra enmarcada en el artículo 12 de la Ley 546 de 1999. Para todos los efectos, incluyendo la posibilidad de ser objeto de titularización, se entiende que el leasing es una figura de financiación de vivienda de largo plazo. Las características del leasing habitacional dan acceso al financiamiento de vivienda a aquellos hogares para los cuales el tope sobre el LTV del crédito hipotecario es un limitante. El arrendamiento financiero con derecho de compra o leasing es un mecanismo financiero a través del cual una entidad bancaria adquiere una propiedad para el uso y goce de una persona particular durante un periodo de tiempo determinado, quien en compensación dará un pago periódico denominado “canon”. Al término de este plazo el arrendatario tiene la opción de adquirir el bien arrendado, devolverlo o renovar el contrato con otra persona. Para el caso de Colombia, bajo esta figura no existe un límite de la proporción del desembolso sobre el valor de la vivienda que se desea adquirir.

Tal como lo identifica Hernández (2020), la experiencia internacional ha reconocido el rol del LTV como instrumento fundamental para prevenir problemas de estabilidad financiera relacionados con el mercado de vivienda, y por ende cualquier modificación debe tener en cuenta criterios prudenciales. Adicionalmente, el LTV está directamente ligado con la capacidad de acceder efectivamente a las garantías por parte de los acreedores. En la medida en que los tiempos de los procesos judiciales asociados a las garantías hipotecarias se mantengan en horizontes excesivamente largos, los riesgos para los establecimientos de crédito frente a caídas potenciales del valor de las viviendas son mayores y por ende los LTV máximos viables se reducen.

Cuota sobre ingreso

La restricción de cuota sobre ingreso, es decir la proporción máxima del ingreso que un hogar puede destinar al pago de la cuota hipotecaria, es una medida de la capacidad de pago de lo hogares y puede convertirse en una limitante para el acceso a la financiación de vivienda y el crecimiento de la cartera hipotecaria. El límite máximo de la razón de la primera cuota del crédito sobre ingreso del hogar (DSTI) en Colombia es del 30%; es uno de los más conservadores de la muestra de países con datos disponibles (gráfica 4.6). No obstante, está en niveles similares con el límite adoptado en países como Brasil, Argentina, Estados Unidos, Italia e Indonesia. En Portugal, Rusia y China el límite máximo alcanza el 50% del ingreso del hogar, mientras que en México y Canadá el límite es del 40%.

Gráfica 4.6. Límites máximos del nivel de Cuota sobre ingreso (DSTI) por países



Fuente: Hofinet, 2018.

La imposición de límites sobre DSTI es una regulación adecuada para limitar el sobreendeudamiento de lo hogares, no obstante restricciones mas laxas acompañadas de mejores modelos de predicción del riesgo pueden aumentar el acceso de los hogares sin generar inestabilidad en el sistema. La literatura empírica todavía no establece una relación entre DSTI y probabilidad de impago, O'tolle (2016) encuentra una relación positiva entre niveles de DSTI y probabilidad de impago, sin embargo, Quercia et al. (2012) no establece significancia estadística entre tasas de default y la razón cuota ingreso. Finalmente, Dietsch (2014) encuentra que, si bien puede hay una correlación positiva entre DSTI y la probabilidad de impago, existen otras componentes y características de los individuos que deben ser incorporados en la calibración de los límites de la carga de la deuda que garantizan la estabilidad de la cartera. La evaluación de riesgo que se debe limita a los indicadores clásico de sostenibilidad, como el DSTI, es una idea que apoya Richard K. Green profesor de la universidad de Pensilvania. De acuerdo con Green la Fintech y el Big-data (2018) abren una ventana de oportunidad para mejorar la calificación de los individuos que antes podían ser descartados bajo los sistemas de evaluación tradicionales.

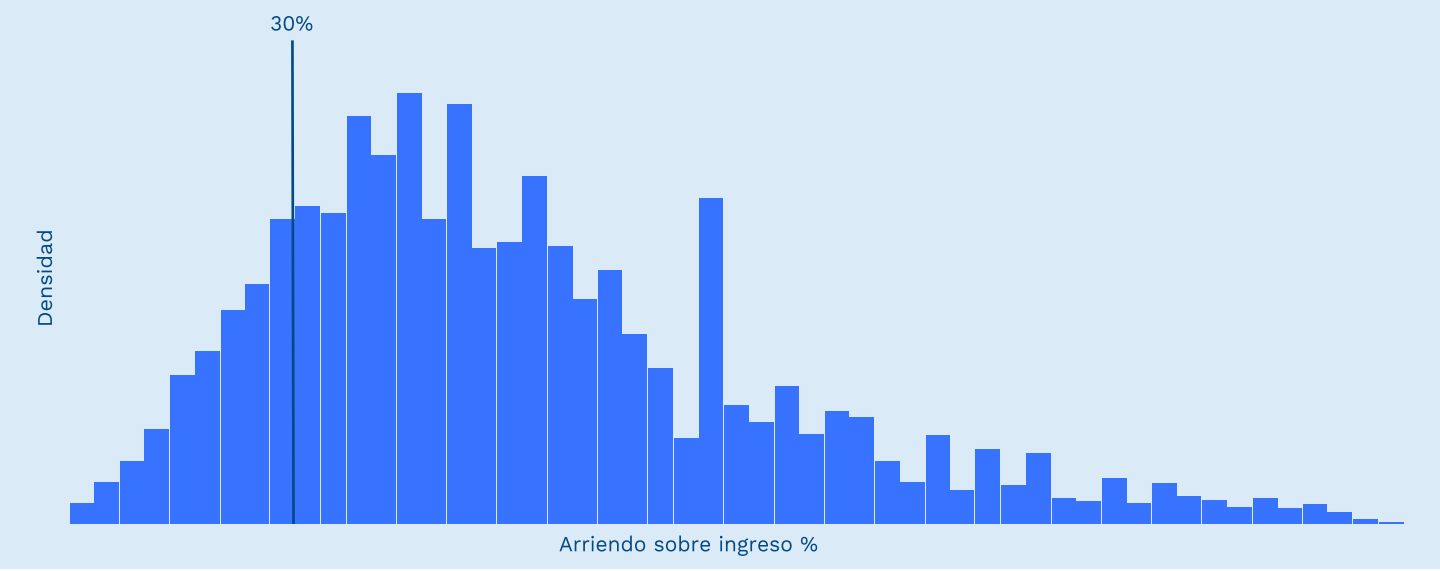
Sin embargo, la definición actual puede tener algunas limitaciones frente a la gestión de riesgo que permite. En primer lugar, esta razón solamente incorpora los pagos de la deuda hipotecaria y en ese sentido deja por fuera otros componentes de la carga financiera, como son los pagos de otros tipos de crédito, que en últimas son determinantes centrales de la capacidad de pago de los hogares. Segundo, el buen comportamiento de un individuo frente a sus obligaciones financieras no solo depende de su ingreso, este comportamiento puede ser predicho por la incorporación de otras variables dentro de modelos riesgo. La restricción ad-hoc referente al ingreso, limita la capacidad de análisis de riesgo, descalificando automáticamente a individuos que podrían compensar su bajo ingreso con un buen comportamiento en otras variables. Tercero, el nivel actual parece restrictivo toda vez que en Colombia existen otras modalidades de crédito que permiten cuotas sobre ingreso mayores a las permitidas en el crédito hipotecario, sin que esto haya generado inestabilidad en el mercado de dichas

modalidades. Tal es el caso de la modalidad de libranza que se encuentra regulada por la Ley 1527 de 2012, que permite que "el descuento por libranza se puede hacer siempre que el trabajador no reciba menos del 50% del salario después de los descuentos de ley." En este sentido, el crédito de libranza tiene una mayor flexibilidad que el crédito hipotecario ya que este último tiene un mayor DSTI. A partir de esto surge una discusión importante sobre las limitaciones del crédito hipotecario al compararse con otros tipos de crédito pues estos otros mecanismos permiten una mayor carga financiera sobre los individuos sin que esto comprometa la calidad de la cartera de dichos mecanismos.

Por último, se argumenta que los hogares pueden soportar una mayor carga financiera, bajo la modalidad de crédito hipotecario, si se tiene en cuenta que en la actualidad muchas familias destinan más del 30% de su ingreso al pago mensual del canon de arrendamiento. De acuerdo con la Gran Encuesta de Hogares (2018) la carga promedio del arrendamiento sobre el ingreso de lo hogares es 28,3% para el total nacional, por debajo del DSTI establecido para un crédito Hipotecario. Sin embargo, la proporción no es igual para todos los hogares si se discrimina por nivel de ingreso. La carga financiera por arrendamiento de 47% para los hogares que devengan menos de 1 SMMV contrasta con la carga del 11% para hogares con ingresos superiores a 8 SMMV. La situación más interesante se presenta en el grupo de ingreso de 1 SMMV a 2 SMMV, donde se encuentra que la carga financiera promedio es 32,5%. Es en este segmento de ingreso donde se observa el mayor número de hogares arrendatarios: 1.9 millones de estas familias están en arriendo.

La gráfica 4.7 muestra la distribución de la carga financiera para hogares pertenecientes a este segmento de ingreso, en esta se observa la alta prevalencia de hogares, 48,2%, cuya carga financiera por arrendamiento es superior al 30%. Esto es un indicativo de la capacidad de los hogares para adaptar su consumo ante mayores cargas financieras en vivienda. El presente documento no aboga por la eliminación del tope sobre el DSTI más bien plantea una revisión sobre sus determinantes con el objetivo de generar mayor acceso para hogares cuyo ingreso los ubica próximos a la restricción vigente.

Gráfica 4.7. Distribución carga financiera hogares arrendatarios cuyo ingreso es menor a 2 SMMLV



Fuente: GEIH (2018)

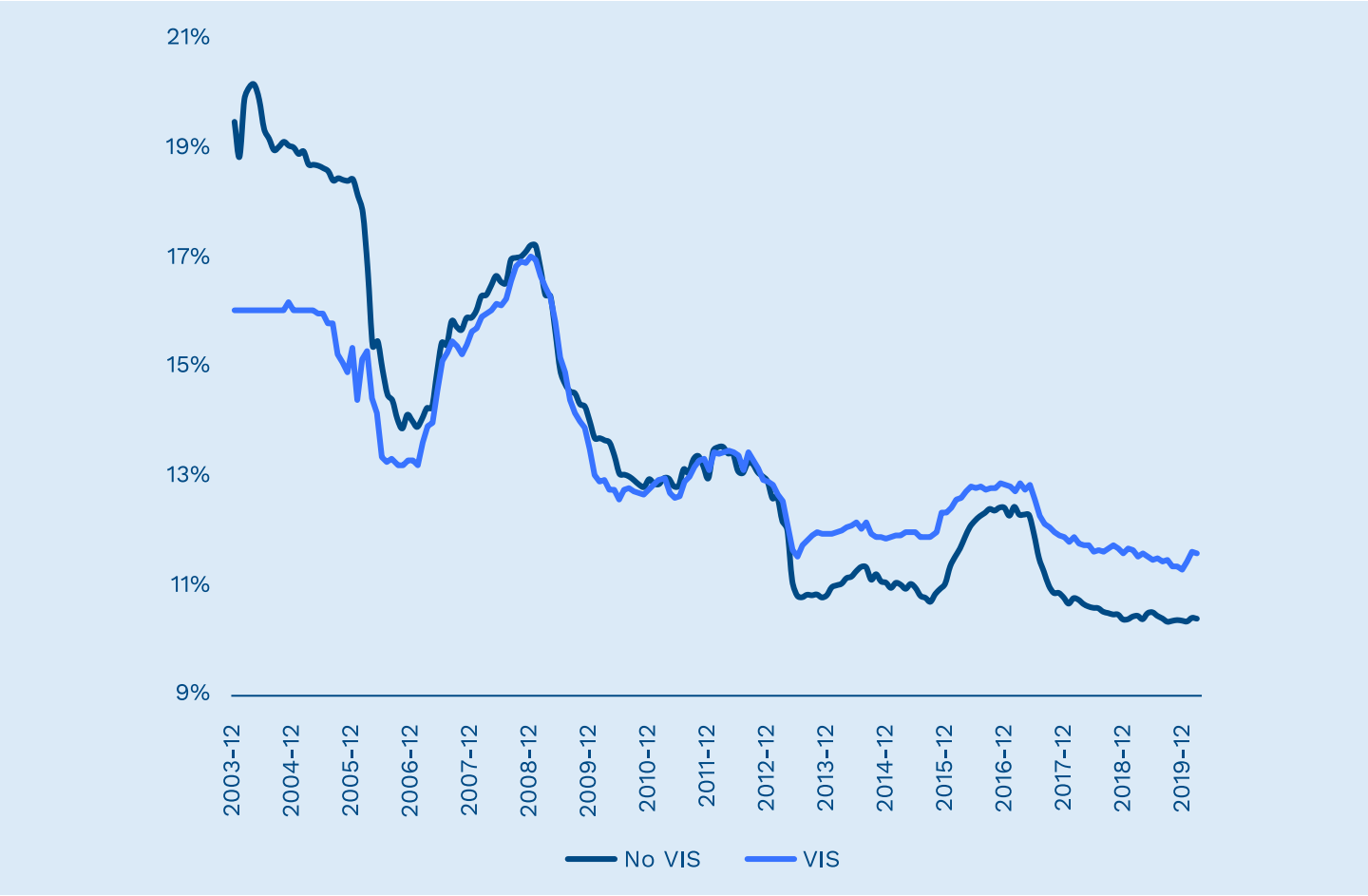
Tasa de interés

La tasa máxima de interés para financiación de vivienda puede ser un limitante en la adquisición de inmuebles ya que los bancos comerciales no pueden fijar una tasa acorde a la naturaleza de los individuos de mayor riesgo. Existe un número importante de individuos con suficiente capacidad de pago para financiar su vivienda que no pueden acceder a un crédito por su alto riesgo, que no es compensado vía tasa de interés. Bajo la Ley 546 de 1999 se establece una tasa máxima de interés para la financiación de vivienda y construcción de largo plazo, el cual debe ser fijado por el Banco de la República bajo su concepto técnico, nunca superando a la menor tasa real que se esté cobrando en las demás operaciones crediticias en la actividad financiera. Con base en el marco legal impuesto por la ley, ratificada a través de la sentencia C-955 de 2000 que encuentra exequible los lineamientos de la Ley 546 de 1999 se establece una tasa máxima remuneratoria de 13,9% E.A. (No VIS) adicionado a la UVR.

El lineamiento básico para la formulación de la tasa máxima establece que “la tasa de interés remuneratoria a que se refiere no incluirá el valor de la inflación, será siempre inferior a la menor tasa real que se esté cobrando en las demás operaciones crediticias en la actividad financiera, según certificación de la Superintendencia Bancaria, y su máximo será determinado por la Junta Directiva del Banco de la República, conforme a lo resuelto por la Corte Constitucional en sentencias C-481 del 7 de julio de 1999 y C-208 del 1º. de marzo de 2000”. El Banco de la República, a través de sus instrumentos técnicos y facultades otorgadas por la ley ha reevaluado en dos oportunidades, 2006 y 2012, con base en los reportes de los estados financieros de los establecimientos bancarios la tasa máxima remuneratoria, en donde se establece una tasa máxima para viviendas diferentes de VIS de 13,9% E.A. para 2000, 12,76% E.A. para 2006 y 12,44% E.A. para 2012, adicionado a la UVR. Por su parte, la tasa máxima efectiva para viviendas de tipo VIS se establece en 11 % E.A. adicionado a la UVR, tasa que se ha mantenido estable hasta la actualidad.

La evolución de la tasa nominal de interés hipotecario, tanto para vivienda VIS como para vivienda no VIS muestra una clara tendencia decreciente, la cual es explicada esencialmente por las dinámicas de consolidación macroeconómica observada en el país con posterioridad a la crisis financiera de finales de los años noventa (gráfica 4.8). A pesar de que existe un límite máximo sobre la tasa de interés, este no es alcanzado en ningún momento de la muestra, lo cual implica que los individuos que tienen acceso a un crédito hipotecario actualmente no están sujetos a la restricción que impone la regla dictada por el Banco Central. Sin embargo, existe un segmento importante de la población al cual se le restringe el acceso a créditos hipotecarios dada la regla existente; hogares en condición de informalidad disponen de un ingreso que les permite, teóricamente, financiar su vivienda a través de un crédito hipotecario.

Gráfica 4.8. Evolución tasa de interés, créditos en pesos



Fuente: Banco de la República

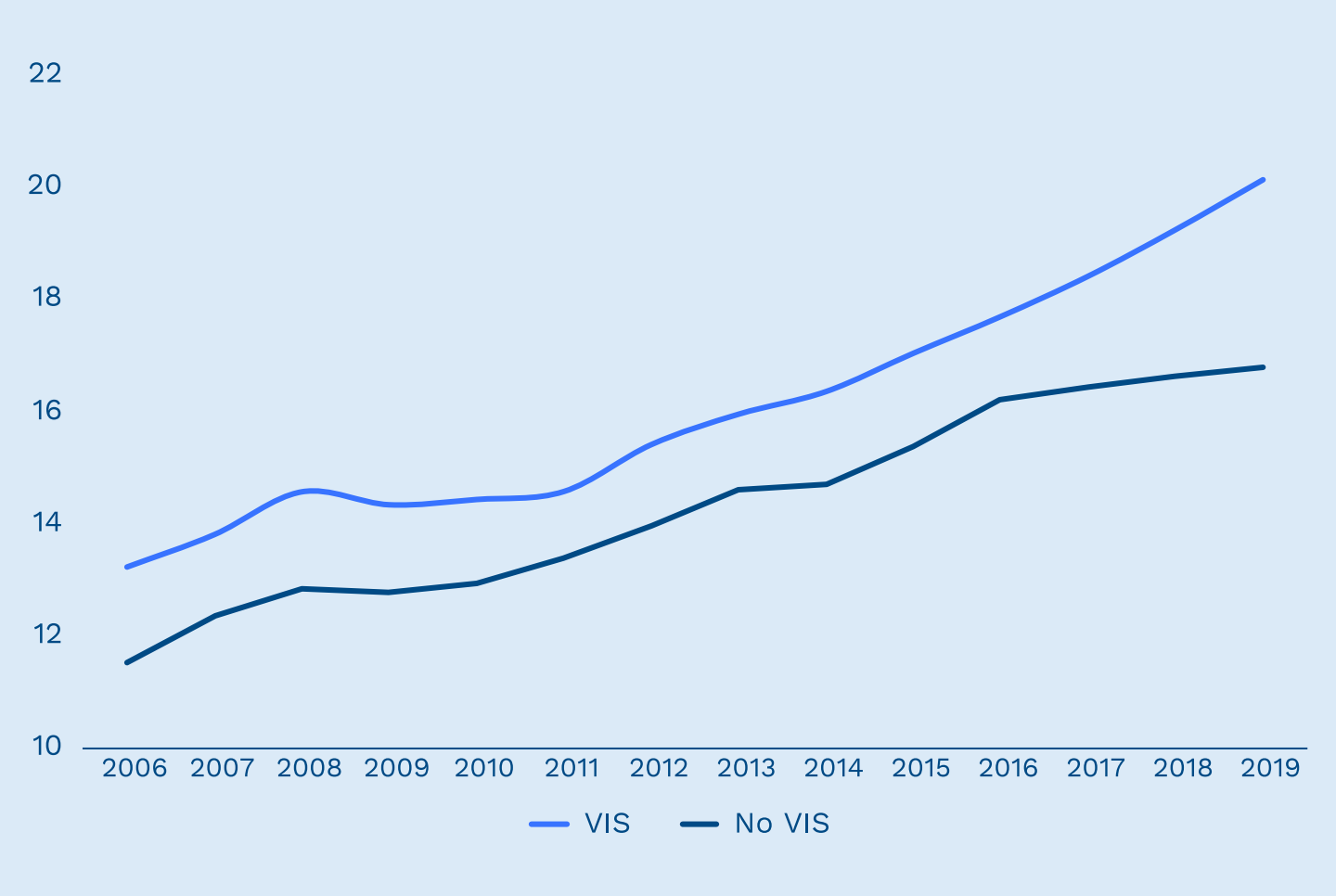
Dado el nivel de riesgo que supone este segmento, la tasa de interés, como corrector natural del riesgo, no puede establecerse por encima de la tasa máxima impidiendo el acceso al crédito hipotecario. En síntesis, a pesar de que existe una tasa de interés máxima que busca velar por el bienestar de los individuos al asegurar un acceso garantizado al sistema de crédito hipotecario este no tiene un efecto real sobre las tasas efectivas ya que estas se encuentran sistemáticamente por debajo de la cota, pero sí impide el acceso a un segmento con disposición de asumir una tasa de interés mayor dado su riesgo.

Plazo

El comportamiento del plazo típico para un crédito hipotecario en Colombia presentó una tendencia creciente para ambos segmentos de vivienda, VIS y No VIS, durante la última década (ver gráfica 4.9). En 2019 el plazo de un crédito hipotecario, para la adquisición de una vivienda de interés social, se ubicó en 20 años, lo anterior contrasta con el comportamiento observado en el año 2009 cuando este plazo promedio era de 14 años. El segmento de precios No VIS también presenta un comportamiento al alza con una pendiente menos pronunciada. Este comportamiento responde al incremento de precios reales de la vivienda en Colombia, la gráfica 4.10 muestra como la cuota de un crédito hipotecario varía de acuerdo con la ampliación del plazo de originación. Como se observa en la misma figura, la tasa de

reducción es más pronunciada entre un plazo de originación de 15 y 30 años, no obstante, la ampliación del plazo genera reducciones en la cuota hipotecaria más allá de este valor. Como se ha mencionado anteriormente, el marco regulatorio limita el plazo de un crédito hipotecario a 30 años. Sin embargo, la ampliación de este límite podría generar mayor acceso, al reducir el valor de la cuota hipotecaria, además de ser una medida de mitigación ante la posible reducción de ingreso que generaría el Covid-19.

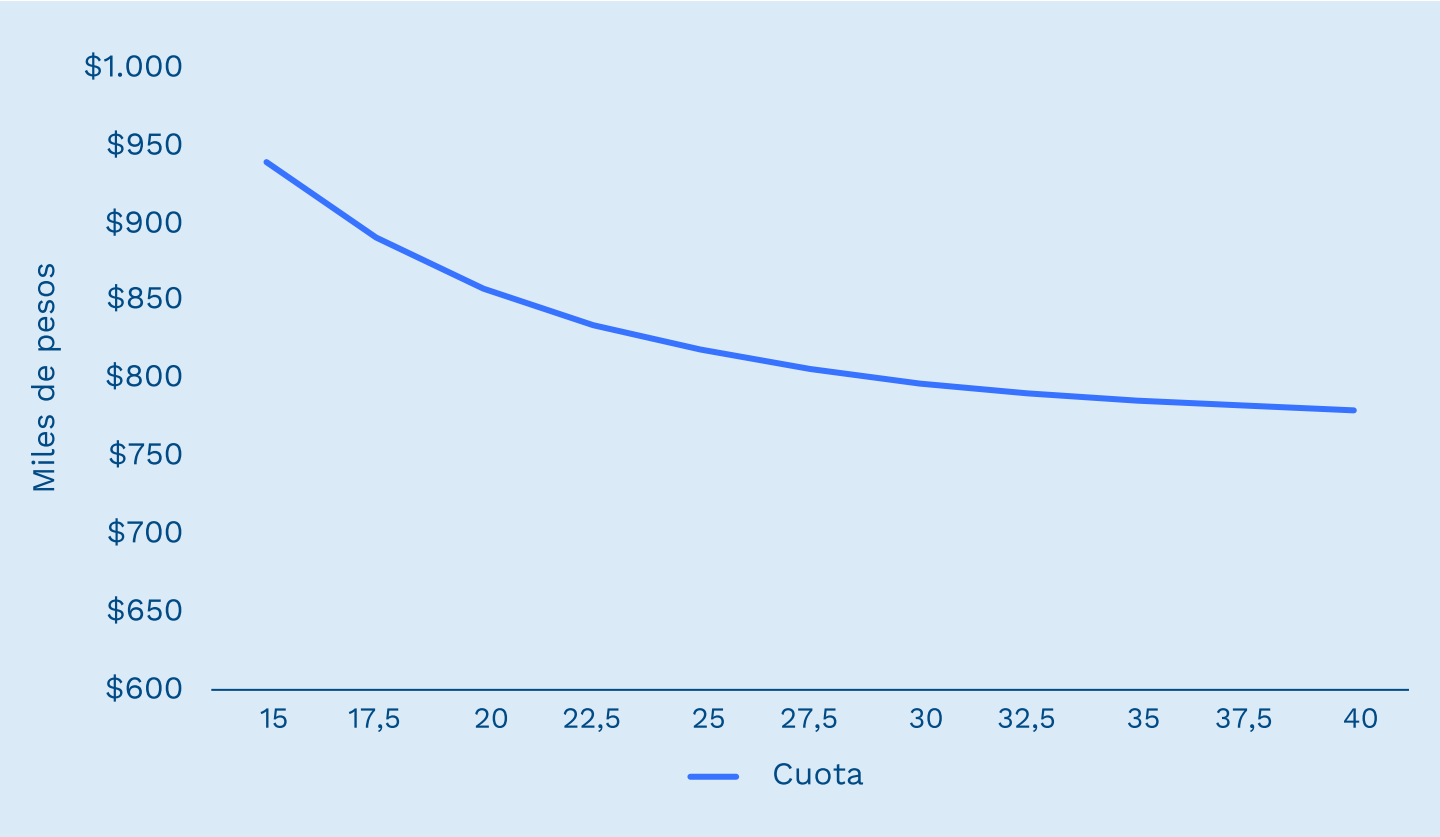
Gráfica 4.9. Evolución plazo promedio de originación, años 2006 - 2019



Fuente: SFC

Existen referentes internacionales para la ampliación del plazo límite asociado a un crédito hipotecario por encima de 30 años. Algunos ejemplos son: Japón (35 años), Reino Unido (40 años) y España (40 años). En principal reto a la modificación del plazo límite es el descalce que presentan las entidades financieras respecto a los recursos captados y el plazo de crédito hipotecario. Sin embargo, este problema puede ser resuelto incentivando la relación entre inversionistas de largo plazo, como los fondos de pensión, y las entidades hipotecarias. La ampliación del plazo máximo del crédito de vivienda podría beneficiar principalmente a aquellos hogares que han visto afectados de manera estructural sus ingresos debido al Covid-19. En este sentido, las entidades de crédito podrían aumentar el plazo efectivo de los créditos ya adquiridos disminuyendo las cuotas con el fin de que estas se ajusten al nuevo ingreso de los hogares.

Gráfica 4.10. Cuota para un crédito de $100 millones, versus plazo de originación (años)



Fuente: Cálculos propios. **Nota:** Para un crédito de $100 millones, con una tasa de interés de 11.6%.

Conclusiones

El límite de crédito sobre valor de garantía no parece ser la restricción limitante de acceso al mercado de crédito hipotecario. En el caso de vivienda VIS, la gran mayoría de los desembolsos están por debajo del límite y las restricciones de ingreso y ahorro parecen ser más significativas (ver Eje 3). Para el caso de vivienda No VIS, la existencia de alternativas con límites de préstamo superiores, tales como el leasing habitacional, están disponibles y son utilizadas activamente en el mercado, y permiten una gestión más adecuada del riesgo en particular en escenarios de difícil ejecución de la garantía como el colombiano.

Buscar mecanismos para promover la utilización del leasing habitacional en el segmento de vivienda VIS para brindar alternativas que mitiguen las dificultades asociadas a la ejecución de la garantía en este mercado y posibiliten la mayor participación de los intermediarios financieros. Con el fin de atender las preferencias de los consumidores en el sentido de optar por productos que les otorguen la titularidad de los inmuebles se puede considerar diseñar productos que combinen esquemas de leasing en los primeros años de la financiación -que a su vez son los más riesgosos- con conversiones a crédito y cambio de titularidad en momentos posteriores. La apropiada explicación de los beneficios de estos esquemas en términos de mejores condiciones financieras, por ejemplo, debería promoverse en los programas de educación financiera diseñados para la población beneficiaria.

En el caso de la razón de cuota a ingreso, existe posibilidad de revisar el límite existente a niveles entre 35% y 40% de ingreso de los hogares. Tal como muestra el eje 3, este límite representa una barrera importante de acceso a productos hipotecarios en particular para los hogares de menores ingresos. Una preocupación natural de aumentar el límite a la razón de cuota a ingreso es aumentar la carga financiera de los hogares. Sin embargo, los gastos en vivienda para los primeros cinco deciles de la población se encuentran en niveles por encima del límite regulatorio actual. Mantener los límites actuales estaría limitando la posibilidad de compra aún manteniendo los mismos niveles de carga financiera que enfrentan los hogares hoy en día.

Desde la perspectiva de estabilidad financiera, este incremento también puede justificarse si en la propuesta se contempla que el cálculo de la cuota incluya todas las obligaciones con el sistema financiero para tener una visión más completa de la carga financiera de los hogares. Esta aproximación es una práctica de mercado y utiliza límites más amplios cercanos al 35%-40% propuestos. Adicionalmente, entendiendo que este límite corresponde al máximo legal permitido, se pueden contemplar instrucciones adicionales de la Superintendencia Financiera de Colombia para ajustar los sistemas de gestión de riesgo a las realidades de entidades o productos específicos.

A pesar de que existe una tasa de interés máxima que busca velar por el bienestar de los individuos al asegurar un acceso garantizado al sistema de crédito hipotecario, este techo no tiene un efecto real sobre las tasas efectivas ya que estas se encuentran sistemáticamente por debajo de la cota, pero sí impide el acceso a un segmento con disposición de asumir una tasa de interés mayor dado su riesgo. Se debe revisar la conveniencia de mantener los techos sobre la tasa de interés, lo anterior requiere generar espacios con la Corte Constitucional pues implica revisar sentencias anteriores.

Por último, si bien la duración del crédito se ha venido incrementando y para 2019 alrededor del 10% de los créditos se desembolsaban en el límite regulatorio de 30 años, la posibilidad de extender adicionalmente este umbral puede considerarse. En todo caso es conveniente revisar la pertinencia y viabilidad política de una modificación legal de esta naturaleza teniendo en cuenta que las reducciones en el valor de la cuota para estos horizontes son muchos más pequeñas. Sin embargo, alternativas que permitan una mayor flexibilidad pueden ser útiles de cara a la coyuntura actual, en la que algunos hogares requieren refinanciar sus obligaciones a plazos más largos, y los horizontes de pago efectivos desde el inicio de los créditos superan los 30 años. Asimismo, la reciente colocación de títulos de deuda pública en pesos a 30 años crea un referente adicional para los instrumentos hipotecarios de largo plazo, lo cual permite avanzar en la consolidación de un mercado de créditos de mayor duración.

05

Ejes de Investigación

El mercado de crédito hipotecario está directamente ligado con el desempeño del mercado de la vivienda y, en este sentido, el nivel de profundización de la cartera hipotecaria depende crucialmente de las preferencias de los hogares y de la oferta de vivienda disponible. Sin embargo, es necesario reconocer que la relación de causalidad no va en una sola dirección: menores niveles de demanda de vivienda limitan el desarrollo del mercado de crédito hipotecario, y simultáneamente altos costos de financiación o limitaciones al acceso de los hogares al mercado de crédito desincentivan la compra de inmuebles por parte de las familias.

Con el fin de entender estas dinámicas, en los siguientes tres capítulos se profundizan algunas de las hipótesis identificadas en las discusiones con los miembros de la Misión y distintos actores interesados. En particular, en el Eje 1 se analiza hasta qué punto las decisiones sobre el tipo de tenencia de vivienda de los hogares colombianos influyen en los niveles de profundización y cuáles son los principales factores que afectan esa decisión; En el Eje 2 se aborda la problemática de los costos de financiación como variable determinante de la decisión de compra de vivienda por parte de los hogares; y, en el Eje 3 se aborda la problemática de la población informal y de bajos ingresos, segmentos que tienen niveles de acceso al mercado de crédito hipotecario que son aún menores que los del resto de la economía, y que adicionalmente son los que presentan una mayor afectación en términos del déficit habitacional. Frente al efecto de la crisis derivada del COVID19 sobre el crédito hipotecario y el mercado de vivienda, se incluye un Eje 4, que describe los principales efectos a la fecha.

05.1 | Eje 1: Profundización Financiera y Demanda de Vivienda

Introducción

La baja profundización financiera de la cartera hipotecaria del país está influenciada por dinámicas más amplias del mercado de vivienda. Hay factores que impactan la decisión de compra de inmuebles por parte de los hogares y que simultáneamente reducen la demanda de instrumentos para financiarla. Las bajas tasas de propiedad observadas en Colombia, las menores de la región y también por debajo de las observadas en países desarrollados, plantean un reto significativo para la profundización financiera y pueden explicar parte de la evolución de esta.

Desde esa perspectiva, este capítulo presenta un análisis de la decisión financiera que enfrenta un hogar para adquirir vivienda mediante crédito hipotecario frente a la alternativa que tiene de arrendar un inmueble para vivir en él teniendo en cuenta los distintos costos que influyen en esa decisión, tales como los impuestos asociados, las valorizaciones esperadas, el costo relativo de arriendo y las características de los productos financieros a los que puede acceder. Este análisis se realiza para distintos rangos de precios de vivienda y se complementa con ejercicios que muestran el impacto de los programas de subsidios existentes en la toma de esta decisión por parte de los hogares.

Los resultados muestran que para el escenario base, desde la perspectiva puramente financiera, es preferible comprar vivienda para las categorías de inmuebles de menor valor (VIS y

VIP), hay indiferencia para el caso de la vivienda media y es preferible arrendar para el caso de vivienda de valor alto. Cabe aclarar que en este capítulo no se aborda la capacidad de los hogares desde el punto de vista de los ingresos o cantidad de ahorro disponible, asuntos que se tratarán en los ejes de investigación siguientes.

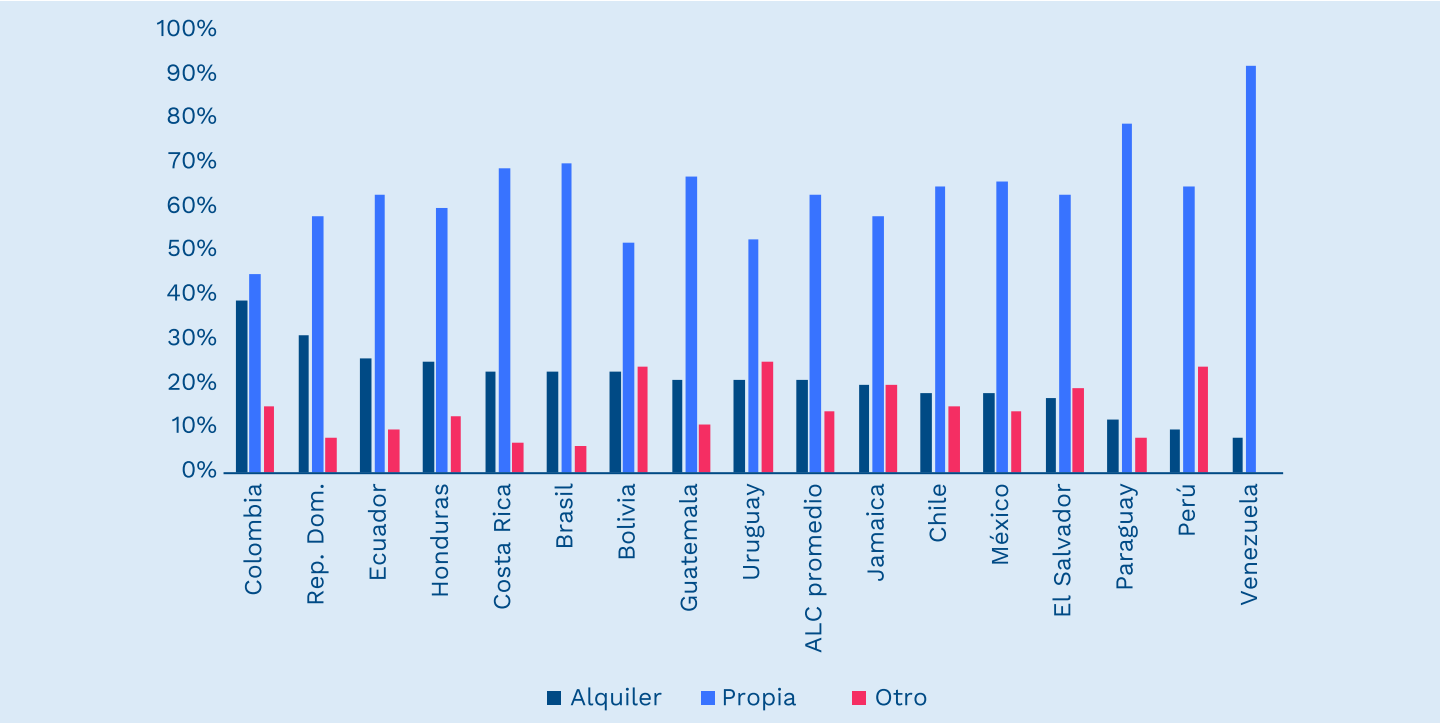
En una segunda parte, se analiza la decisión de compra para renta, como alternativa de inversión para inversionistas que no piensan habitar en el inmueble adquirido, y que se han convertido en uno de los motores más importantes de desarrollo tanto del mercado de inmuebles como del de crédito per se. También se encuentra que, con las variables del escenario inicial, la inversión genera retornos positivos para las viviendas de interés social, cercano a cero para las de rango medio, mientras que la inversión en inmuebles de alto valor tiene un VPN negativo. Estos resultados están en línea con la evolución diferencial que se ha presentado recientemente en el país, con una mayor dinámica del mercado inmobiliario de los rangos de vivienda de menor valor y rangos medios, y una ralentización en los segmentos de mayor valor. La mayor dinámica que mostró la oferta de vivienda en el segmento No VIS por muchos años impactó de manera importante el stock de vivienda disponible y se reflejó en unos menores valores de arriendo sobre valor de los inmuebles en este mercado comparado con el de vivienda de interés social (y aún más en el de prioritario) en el que la oferta de vivienda formal creció más lento que la demanda.

Para los análisis presentados se utiliza una aproximación de Valor Presente Neto para comparar el valor de los flujos asociados a cada alternativa. Para un hogar que cuenta con el ahorro necesario para pagar la cuota inicial de la vivienda, se compara el valor presente de tomar un crédito hipotecario, pagar las cuotas y vender el inmueble (materializando la valorización esperada del mismo), con la alternativa de pagar arriendo por el mismo periodo y mantener el ahorro en inversiones alternativas. En el caso de un inversionista, se incluyen los ingresos de la renta, y se descuentan los pagos asociados a la cuota del crédito, los gastos de mantenimiento del inmueble, los impuestos a la propiedad y finalmente se reconoce la ganancia al momento de la venta. En ambas líneas de trabajo se realizan ejercicios de estática comparativa para identificar el impacto de modificaciones en algunas de las variables más importantes del modelo con el fin de revisar el efecto que medidas de política pública y cambios condiciones de mercado tienen sobre la decisión del tipo de tenencia de vivienda de los hogares.

Tipo de tenencia de vivienda en Colombia

Colombia tiene la tasa de propiedad de vivienda más baja de América Latina, siendo el único país de la región en el que los hogares que habitan una vivienda propia representan una proporción inferior al 50% del total (ver Gráfico E1.1). De la misma manera este estudio resalta la alta participación de hogares viviendo en arriendo con casi 40% para 2011, un nivel que casi casi duplicaba la participación observada en el total de la región.

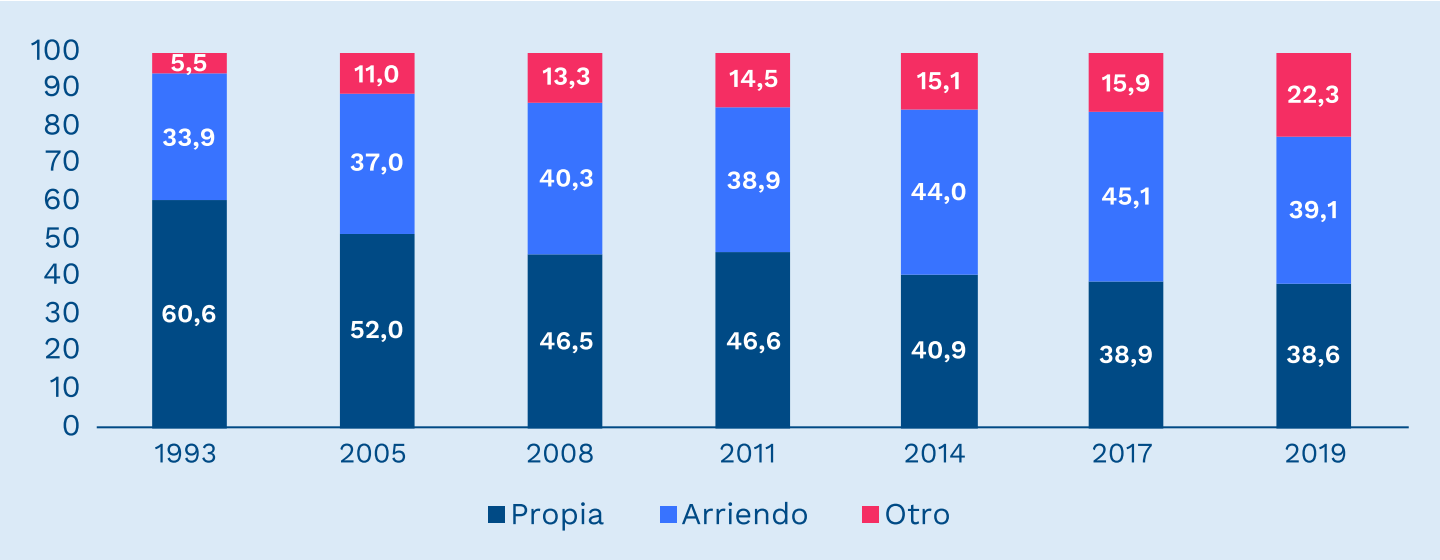
Gráfico E1.1. Tasa por tipo de tenencia de vivienda América Latina circa 2011



Fuente: BID (2015). Alquiler en números: La tenencia de vivienda en América Latina y el Caribe.

Un contraste adicional frente al promedio regional esta relacionado con la profundización de esta tendencia. Tal como se observa en el Gráfico E1.2., en Colombia se observa una caída de la participación de los hogares que viven en vivienda propia frente a los que habitan en otros tipos de ocupación. La proporción de hogares viviendo en vivienda propia ha caído de más de 60% en 1993 a menos de 39% en 2019. Esta reducción se ha visto acompañada por un aumento de la proporción de hogares que viven en arriendo de 5.2 puntos porcentuales, y de más de 15 puntos porcentuales en el caso de otros tipos de tenencia durante el periodo referenciado.

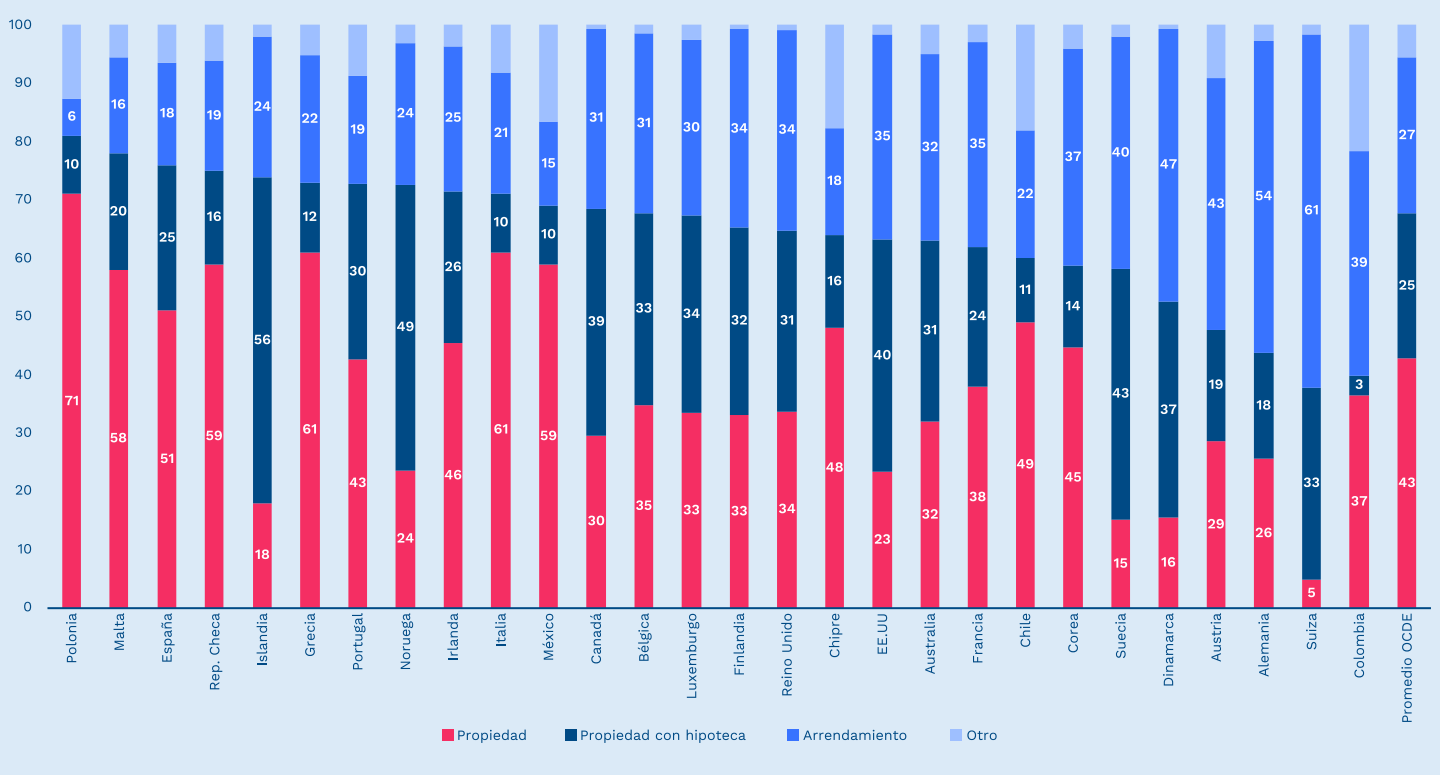
Gráfico E1.2. Tasa por tipo de tenencia de vivienda en Colombia 1993-2019



Fuente: DANE – Censos nacionales y Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH). Cálculos de los autores.

Una lectura similar se da en el caso de una muestra de países desarrollados que pertenecen a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE (Ver Gráfico E1.3). En 2018, Colombia tenía la segunda menor tasa de propiedad de vivienda de la organización (propia y en proceso de pago). En particular, en 2018 el 68% de los hogares de los países de la OCDE vivía en una vivienda de su propiedad totalmente pagada o con hipoteca, mientras en el caso colombiano este porcentaje se situaba alrededor del 40%. Adicionalmente, la proporción de hogares que residían en vivienda propia con hipoteca era de apenas 3% frente a 25% en promedio de la OCDE, y más del 10% en los otros dos países latinoamericanos incluidos en la muestra (Chile y México).

Gráfico E1.3. Tasa de Propiedad de Vivienda en la OCDE 2018



Fuente: GEIH (2019), OECD: Affordable Housing Database (2018).

La evolución en el caso colombiano contrasta con la tendencia internacional durante la segunda mitad del siglo XX, en la cual la mayoría de los países experimentaron un rápido crecimiento en la tasa de propiedad asociada al desarrollo económico de las naciones, así como a la promoción activa de los gobiernos a la adquisición a través subsidios, alivios financieros, transferencias directas, desarrollo de garantías bancarias, y exenciones tributarias (Salvi del Pero, A., et al., 2016).

Las políticas de fomento a la adquisición de vivienda por parte de los gobiernos se sustentan en la hipótesis de que una mayor tasa de propiedad resulta en sociedades democráticas más estables y alivia las presiones sociales de la desigualdad[24]. Sin embargo, la literatura ha encontrado resultados mixtos sobre estas hipótesis. Por una parte, a nivel individual la titularidad de un bien inmueble es sinónimo de estabilidad financiera, y el pago de un crédito hipotecario está asociado a una mejor planeación financiera. También que la propiedad de

24. Kohl (2018).

vivienda se correlaciona con ingresos más altos, mayor participación comunitaria y un mejor rendimiento educativo para los niños (Andrews et al, 2011). Por otra, debe considerarse que los propietarios, en particular de ingresos bajos, están expuestos a la carga de costos de los créditos hipotecarios y la necesidad de inversiones considerables de mantenimiento a lo largo del tiempo (Edgar et al., 2007). Adicionalmente, el alquiler es más accesible para los hogares con recursos limitados e implica un menor costo de transacción que la compra de una casa propia y puede proporcionar una mejor solución para los hogares cuyas necesidades de vivienda cambian a corto plazo (Salvi del Pero, A., et al., 2016).

Se asocia el tipo de ocupación de vivienda a decisiones individuales de los hogares que tienen en cuenta el nivel de ingreso, el costo de la propiedad frente a otras formas de habitación como el arriendo, y de alternativas de inversión disponibles para los inversionistas[25]. En este sentido, las viviendas ocupadas por sus dueños son a la vez bienes de consumo y de inversión porque sus residentes perciben una utilidad por vivir en la vivienda y están expuestos a las fluctuaciones de los precios en el mercado de vivienda (Marekwika y Stamos, 2010). El alto valor relativo de estos bienes frente al nivel de riqueza de los hogares hace que la decisión de compra también sea contingente a la capacidad de generación de ahorro de las familias, y en muchos casos implica agrupar recursos provenientes de diversas fuentes como ahorros propios, préstamos e incluso subsidios del gobierno.

Metodología

En este capítulo se analizarán los factores económicos que inciden en la decisión de comprar o arrendar una vivienda con el fin de entender los incentivos a demandar vivienda propia y las potenciales implicaciones sobre el nivel de profundización de la cartera hipotecaria en Colombia y comprender los mecanismos mediante los cuales la política pública puede impulsar el crecimiento del financiamiento hipotecario. Al analizar la decisión de comprar o arrendar se identificarán los determinantes del financiamiento que puedan limitar la posibilidad de que más hogares accedan a una solución de vivienda a través del sistema financiero por medio de ejercicios de estática comparativa sobre los parámetros de un modelo de Valor Presente Neto (VPN). En este ejercicio se estima el flujo de efectivo de la decisión de comprar y de arrendar por el periodo de tiempo de tenencia del inmueble y se calcula el valor presente de estos flujos con el fin de comparar cuál decisión es mejor para un hogar.

Un ejemplo de este tipo de análisis es el que plantea Tabner (2016). Los resultados del autor muestran que el periodo de tenencia, la inflación y el costo de oportunidad afectan la decisión de compra. Este documento se vale de dicho modelo de Valor Presente Neto para realizar el modelamiento financiero que permita determinar qué decisión es óptima para un hogar: comprar o arrendar. A continuación, se presenta la decisión de un mismo hogar para diferentes tipos de vivienda partiendo del supuesto que el hogar tiene los ahorros suficientes para financiar la cuota inicial del inmueble establecida por el marco regulatorio. Con este fin, se divide el análisis por el rango de precio de la vivienda en los siguientes grupos: (i) tope VIP (70 SMMLV), (ii) tope VIS-No VIP (135 SMMLV), (iii) rango medio (tope 500 SMMLV) y (iv) viviendas de valor alto (mayores a 500 SMMLV). Se usan los datos de tope VIP y VIS anteriores a la Ley 1955 de 2019 para garantizar la comparabilidad en el tiempo.

25. Titularizadora Colombiana (2017).

El principal objetivo del presente ejercicio es el de analizar la decisión óptima de compra de los hogares para el contexto colombiano, así como sus principales determinantes. Posterior a la estimación base se procederá a realizar variaciones "ceteris paribus" sobre los parámetros con el fin de identificar los diferentes estados de equilibrio y efectos marginales sobre la disposición de compra. Algunas de estas variaciones son la tasa de interés, canon de arrendamiento, valorización, tasa de descuento, impuesto predial y LTV.

Modelo de cálculo del Valor Presente Neto de decisiones de compra y arriendo

Sea el Valor Presente Neto (VPN) de la decisión j para un individuo con un ahorro suficiente para comprar una vivienda del tipo i, la función del VPN es definida a continuación[26]:

$$[VPN]_{j,i} = \sum^{n}_{t=0} \frac{F_t\ (\ X_i, \emptyset_{j,i}\ )}{(1+p)^t} \qquad (1)$$

donde **j=**{comprar,arrendar}, **i=**{tope VIP, tope VIS, tope 500 smmlv, alto valor}, **X** corresponde al ahorro inicial necesario para una que el individuo compre una vivienda del tipo **i,** $\emptyset_{j,i}$ = {costos y beneficios de la decisión}, es la función de costos y beneficios, y **p** es la tasa de descuento inter-temporal. Se estiman los flujos para el cálculo del VPN desde el momento de compra o arriendo hasta el periodo n que es equivalente al momento de venta del inmueble. Los costos y beneficios de la decisión se describen a continuación:

En el caso en que **j={comprar}**, la función de costos y beneficios se comporta de la siguiente manera:

$$\emptyset_{comprar,i,t} = V_t\ (Valor_{i,t=n}, Valorización_i, venta) - C_{1,t}\ (LTV_i, T_i, Valor_{i,t=0}, venta) - C_{2,t}\ (Valor_{i,t}, Predial_i, Registro_i, Mantenimiento, Valorización_i, venta) \qquad (2)$$

Es decir, la ecuación de comprar depende del valor neto **(V_t)** al cual la persona puede vender el inmueble en el momento venta, de las cuotas de pago por el crédito hipotecario **($C_{1,t}$)** y de los costos de ser el dueño del inmueble **($C_{2,t}$)**. Todos estos flujos se calculan hasta el momento de la venta del inmueble.

$$V_t\ (Valor_{i,t=0}, Valorización_i, venta) = Valor_{i,t=0} * (1+Valorización)^{t=venta} - Saldo\ del\ Crédito_{t=n}\ (LTV_i, T_i, Valor_{i,t=0}, n, Subsidios_i) \qquad (3)$$

Donde **$Valor_{i,t=0}$** es el valor inicial y **Valorización** es la valorización porcentual mensual del valor de la vivienda **i**. De esta manera, se estima el valor al que se vende la vivienda **i** en el periodo **t=venta**. Adicionalmente, se le resta al valor de la venta el saldo del crédito al momento de la venta. Dependiendo del tipo de vivienda se ajustan las cuotas de pago de acuerdo con la cobertura y el subsidio a la cuota inicial aportado por el gobierno, respectivamente. La razón de incluir las cuotas restantes en este momento es que se deben cancelar con la venta del inmueble, por lo que esta función refleja realmente la venta neta de la vivienda **i**.

26. Modelo de elaboración propia con base en Tabner (2016).

$$C_{1,t}\ (LTV_i,\ T_i,\ Valor_{i,t=0},\ venta) = Cuotas\ de\ Pago\ (T_i,\ LTV_i\ *\ Valor_{i,t=0},\ n,\ Subsidios_i),$$
$$si\ t < venta.\ 0,\ en\ otro\ caso \qquad (4)$$

Donde **LTV_i** es la relación del préstamo al valor y T_i es la tasa de interés del crédito de vivienda del tipo **i**. Las cuotas de pago, como en la ecuación anterior, también dependen de los subsidios del gobierno. Con la tasa de interés y el valor del préstamo total se construyen los flujos de las cuotas mensuales de pago necesarias para pagar el crédito en el plazo **n**. Sin embargo, sólo se cuentan los flujos del crédito hasta el momento en que se vende el inmueble.

$$C_{2,t}\ (Valor_{i,t},\ Predial_i,\ Registro_i,\ Mantenimiento,\ Valorización_i,\ venta) =$$
$$Valor_{i,t}\ *\ (1 + Valorización_i)^t\ *(Mantenimiento + Predial),\ si\ t = 12, 24,\ldots,n \qquad (5)$$
$$Valor_{i,t}\ *\ (1 + Valorización_i)^t\ *\ (Registro),\ si\ t = 0$$
$$venta\ 0,\ en\ otro\ caso$$

La función **$C_{2,t}$** refleja los costos de mantener una vivienda formalmente. De esta manera, en primer lugar, se incluyen los costos de notariado y registro asociados a la compraventa **(Registro)**, y los costos de manteniendo de la vivienda **(Mantenimiento)**. Estos costos no dependen del tipo de vivienda, sino que corresponden a una proporción fija del valor del inmueble. Adicionalmente, se incluyen el impuesto anual a la vivienda **(Predial)** el cual depende del nivel del valor de la vivienda.

Por otro lado, la función de arriendo se comporta de la siguiente forma:

$$Ø_{arriendo,i,t} = X_i\ *\ (1 + p)^t + Valor_{i,t}\ *\ Arriendo_i \qquad (6)$$

$$X_i = (1 - LTV_i)\ *\ Valor_{i,t=0} \qquad (7)$$

Finalmente, cuando **j=arrendar** la función de costos y beneficios tiene dos elementos: en primer lugar, se tiene el ahorro del hogar que en este caso no utilizó para comprar el inmueble. Así, se incluyen los rendimientos financieros ajustados por la inversión en un instrumento financiero. Adicionalmente, se estima el valor del arriendo con respecto al valor temporal de la vivienda y el porcentaje del valor del arriendo y el precio de la vivienda por tipo de vivienda **i**. Para todos los casos se asume que el individuo representativo tiene los ahorros necesarios para la cuota inicial de la vivienda, por lo que **X** es igual a el saldo de la proporción que el hogar debe pagar del crédito **$(1 - LTV_i)$**. Los flujos de arriendo se calculan, al igual que la función de compra, hasta el momento de venta del inmueble para hacer comparable los periodos.

La adquisición de un bien inmueble es óptima cuando:

$$[VPN]_{comprar,i} > [VPN]_{arriendo,i} \qquad (8)$$

Como se verá en los resultados, en múltiples escenarios los VPN de las dos opciones son negativos. En tal caso será preferible para el hogar la alternativa que implique menores gastos para el consumo de vivienda definido, es decir la de menor valor absoluto, pero en todo caso manteniendo la desigualdad de la ecuación (8).

Selección de los parámetros para la calibración del escenario base

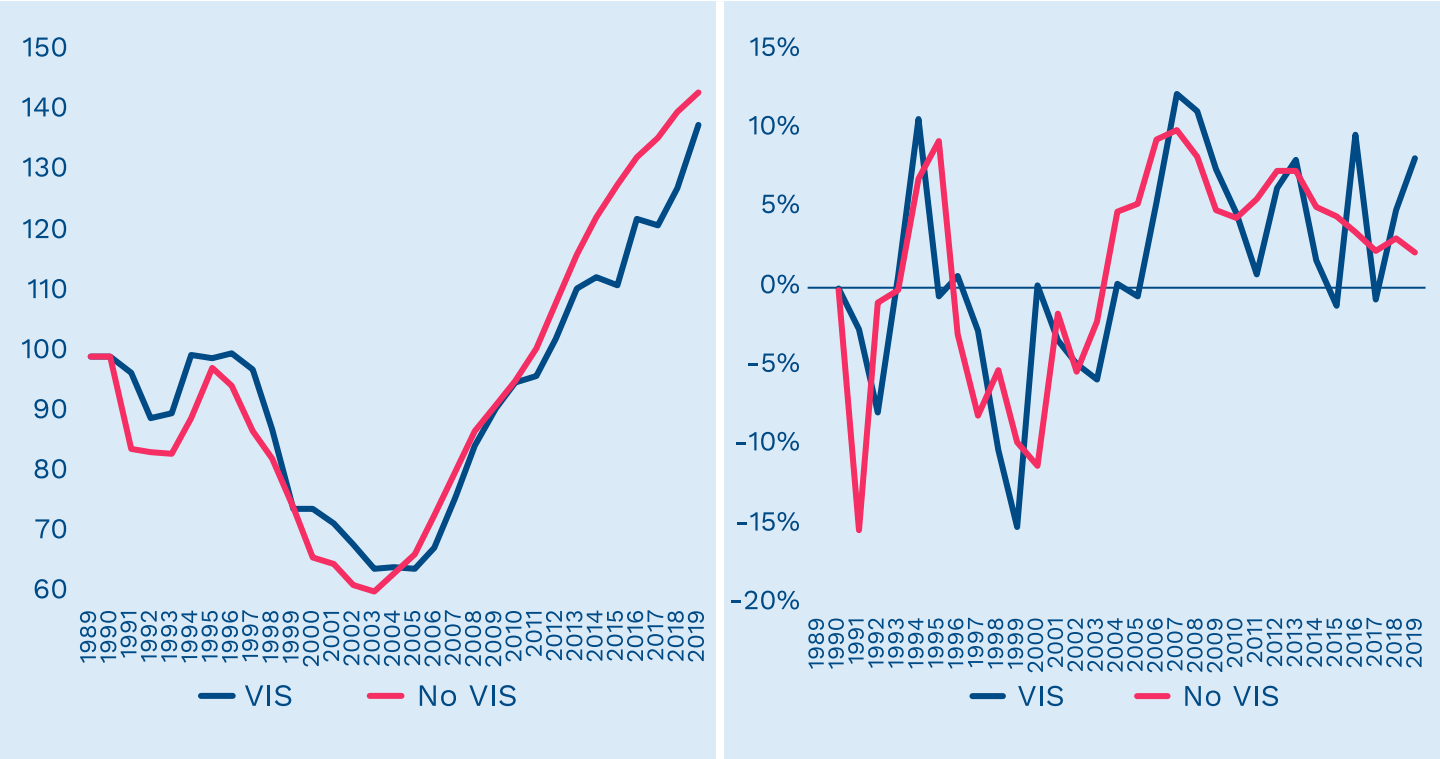
Los principales parámetros que se deben estimar para la calibración del modelo base son: LTV, la tasa de interés, la valorización, la tasa de descuento intertemporal, el canon de arrendamiento y la tasa del predial. El LTV se definió de acuerdo con los topes establecidos legalmente de 70% para vivienda No VIS y de 80% para vivienda VIS. Adicionalmente, se utilizan otros parámetros que son fijos como el salario mínimo de 2020, la tasa de cobertura (4p.p. para VIS y 5p.p. para VIP)[27] y la tasa de subsidio a la cuota inicial (30 SMMLV para hogares con un ingreso de menos de 4 SMMLV)[28]. Finalmente, se usan los siguientes supuestos detallados en la tabla E1.1 al final de esta sección: inflación esperada (3%), plazo del crédito (180 meses), un plazo de venta (120 meses), costos de mantenimiento de la vivienda (0,4% del valor del inmueble por año)[29] y costo de registro y notariado del inmueble (1,5%)[30].

Para el ejercicio se utilizó el promedio de la información mensual de las tasas de interés de los créditos para adquisición de vivienda en pesos reportada por el Banco de la República desde 2018 hasta la abril de 2020. Tal como se ve en la gráfica E1.4, este periodo coincide con la fase de estabilidad más reciente de la tasa tanto para la vivienda VIS como para la No VIS.

De manera similar, el índice de precios real de vivienda usada no muestra una tendencia estable para el caso de la vivienda No VIS por lo que se seleccionó un periodo largo para la valorización de las viviendas. Como se ve en la gráfica E1.5, el comportamiento del índice es irregular para el caso de la vivienda de interés social con periodos de crecimiento anual (2015, 2017) y periodos de crecimiento por encima del 5% (2016, 2018 y 2019). De esta manera, para el escenario base, se utilizó el supuesto de 1% de valorización, en línea con la tasa compuesta de valorización real desde 1990 a 2019, la cual ha sido de 1,3% y 1,1% para VIS y no VIS[31].

27. En el anexo 2 se incluye un cálculo adicional con el esquema de subsidio a la tasa de interés plano propuesto por el gobierno.
28. El supuesto del modelo es que el hogar tiene los recursos necesarios para pagar la cuota inicial. Así pues, para hacer comparable el ejercicio, se hace el supuesto que subsidio a la cuota inicial disminuye el crédito solicitado.
29. El valor de mantenimiento se base en cálculo del MVCT en el modelo financiero base del programa Semillero de Propietarios que parte de sondeos con inmobiliarias sobre el valor de este gasto.
30. La tasa de descuento se calculó con el retorno de los TES a 10 años.
31. En un ejercicio similar para Bogotá, Corficolombiana (2019) utiliza una valorización esperada de 1%.

Gráfica E1.4. Índice Real de Precios de la Vivienda Usada (IPVU) (izquierda) y variación anual real (derecha), 1989-2019



Fuente: Banco de la República. Cálculos de los autores.

Finalmente, la tasa del canon de arriendo como porcentaje del precio de la vivienda se calculó utilizando la información de la Gran Encuesta Integrada de Hogares del 2018. De acuerdo con la encuesta, el promedio ponderado del canon de arriendo tiene una relación inversa con el nivel de precio de la vivienda. Es decir, a mayor valor de la vivienda, se cobra menos como porcentaje del precio. En particular, se tiene que el canon es del 0,34%, 0,49%, 0,68% y 1,27% para los grupos de valor de la vivienda de alto valor, rango medio, VIS y VIP, respectivamente.

Tabla E1.1. Resumen parámetros del cálculo del valor presente neto - Escenario base

Variable		Tope VIP	Tope VIP + Subsidios	Tope VIS	Tope VIS + Subsidios	Tope 500 SMMLV	Valor alto	Fuente	Período
Crédito									
Plazo	Meses	180	180	180	180	180	180	Supuesto	
Subsidio cuota inicial	Millones COP	-	26,3	-	26,3	-	-	MVCT	2020
LTV	%	80%	80%	80%	80%	70%	70%	LTV Tope	2020
Subsidio cobertura	p.p	0,0%	5,0%	0,0%	4,0%	0,0%	0,0%	MVCT	
Tasa de interés E.A.	%	11,6%	6,6%	11,6%	7,6%	10,5%	10,5%	Banco de la República	2018-04/ 2020
Cuota	Mil COP	-577,4	- 200,1	-1.113,5	-638,7	-3.391,5	-4.524,3	Cálculo	
Tasa de descuento E.A.	%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	Promedio TES pesos 10 años, Banco de la República	2017-05/ 2020
Arriendo									
Renta/VR inmueble	%	1,3%	1,3%	0,7%	0,7%	0,5%	0,3%	GEIH 2018	2018
Ahorro	Millones COP	12,3%	12,3%	23,7%	23,7%	131,7%	175,7%	Supuesto	
Valor inmueble									
SMMLV	COP	877.803	877.803	877.803	877.803	877.803	877.803	SMMLV 2020	2020
V. Inicial	Millones COP	61,4	61,4	118,5	118,5	438,9	585,5	Cálculo	
Valorización real anual	%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	Banco de la República	1990-2019
Mantenimiento	%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	Supuesto	
Inflación anual	%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	Supuesto	
V. Venta Neta	Millones COP	63,7	79,6	122,8	141,5	483,9	645,6	Cálculo	
Crédito restante en venta	COP	-22,2	-10,2	-50,5	-31,8	-157,9	-210,6	Cálculo	
Venta t=	Meses	120	120	120	120	120	120	Supuesto	
Impuestos									
Predial	Tasa por mil	6	6	6	6	7	11	Predial Unificado Bogotá	2020
Ben. y Registro	%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	Supuesto	

Resultados del escenario base y ejercicios de sensibilidad

Los resultados evidencian que la decisión óptima es comprar para los niveles de precios de la vivienda de menor valor, viviendas VIP (con y sin subsidios) y VIS (con y sin subsidios), y arrendar para las viviendas de rango medio y rango alto de precios. En el caso de las viviendas de rango medio la diferencia entre ambas decisiones es marginal y depende altamente de los parámetros seleccionados. Las diferencias del VPN para cada decisión se resumen en la gráfica E1.6. Por ejemplo, para el caso de una vivienda VIS, el Valor Presente Neto de la compra equivale a un gasto de $46 millones mientras que del arriendo es $58 millones, casi un 27% superior, por lo cuál es preferible comprar.

Estos resultados se explican principalmente por los bajos niveles de valorización real, el canon de arriendo, el costo de oportunidad de utilizar los ahorros en otros instrumentos financieros y los costos impositivos para la vivienda. Estos resultados se mantendrían aun cambiando el esquema de subsidios de la tasa de interés del actual de puntos porcentuales al nuevo subsidio plano propuesto por el gobierno. No obstante, al introducir el subsidio para viviendas de rango medio cambia la decisión óptima en favor de la compra de vivienda.

Gráfica E1.5. VPN del escenario base de la decisión de compra y arriendo

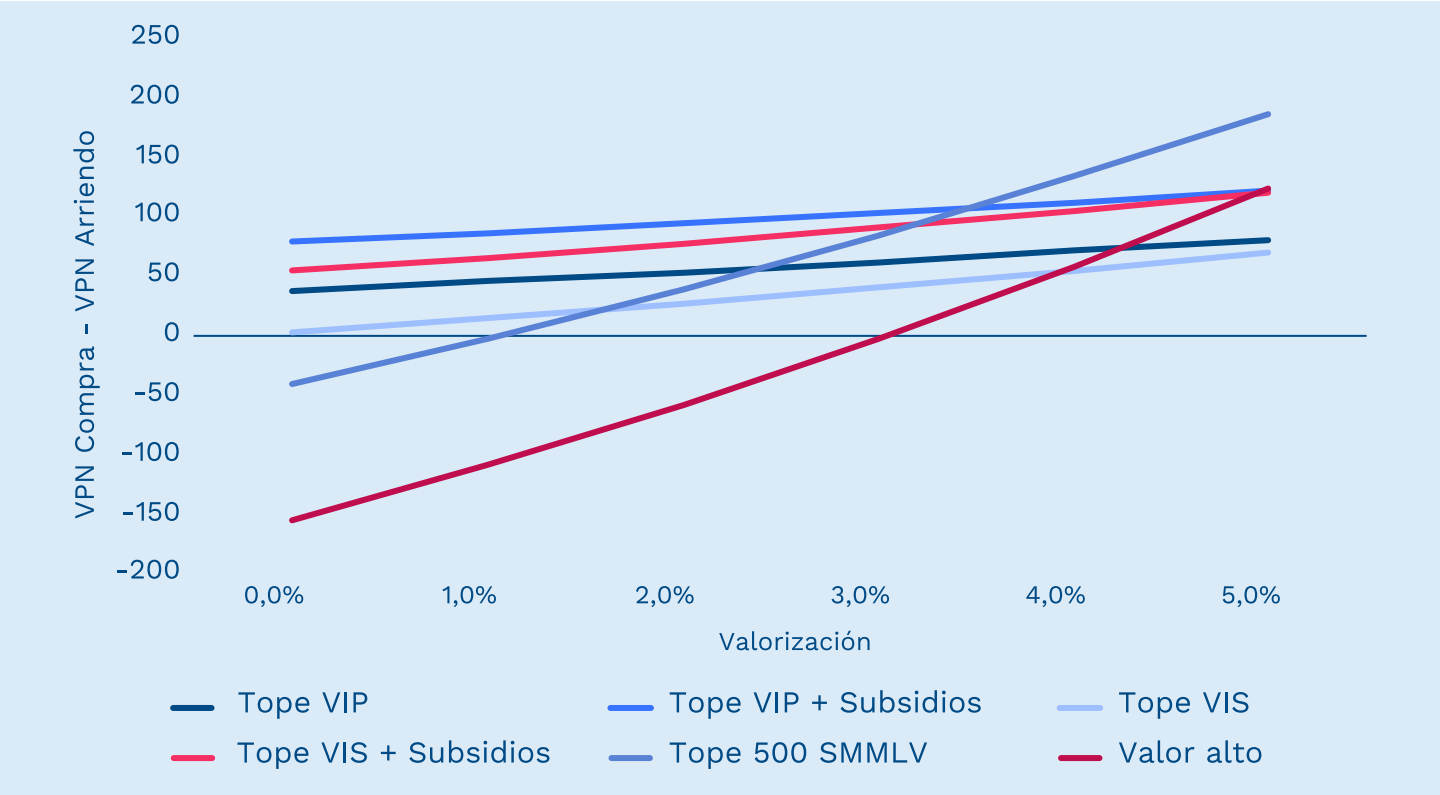


Fuente: Cálculo de los autores. Ver metodología del cálculo en la sección anterior.

Los ejercicios de sensibilidades para la valorización, canon de arriendo, la tasa de interés, el LTV y el predial muestran que la decisión óptima para las viviendas subsidiadas, la VIS sin subsidios y las viviendas de alto valor es relativamente estable mientras que la decisión de rango medio y VIS, en ausencia de subsidios, depende del nivel de las variables mencionadas con la excepción del impuesto predial para la vivienda VIS sin subsidio. Las gráficas E1.7- E1.11 muestran la diferencia entre el VPN de compra y arriendo; en el caso en que la diferencia sea positiva la decisión óptima es comprar y en el caso en que sea negativa es arrendar de acuerdo con la metodología definida en la sección anterior.

Al analizar el ejercicio de sensibilidad de la valorización, la decisión de comprar o arrendar cambia para las viviendas de rango medio y alto. Para las viviendas de rango medio una valorización de 2% real es suficiente para llevar a que la decisión óptima sea comprar, mientras que para las viviendas de rango alto es necesaria una valorización de 4% real. En el caso de las viviendas VIS y VIP, con o sin subsidios, la decisión se mantiene mientras el nivel de valorización real esperado sea positivo.

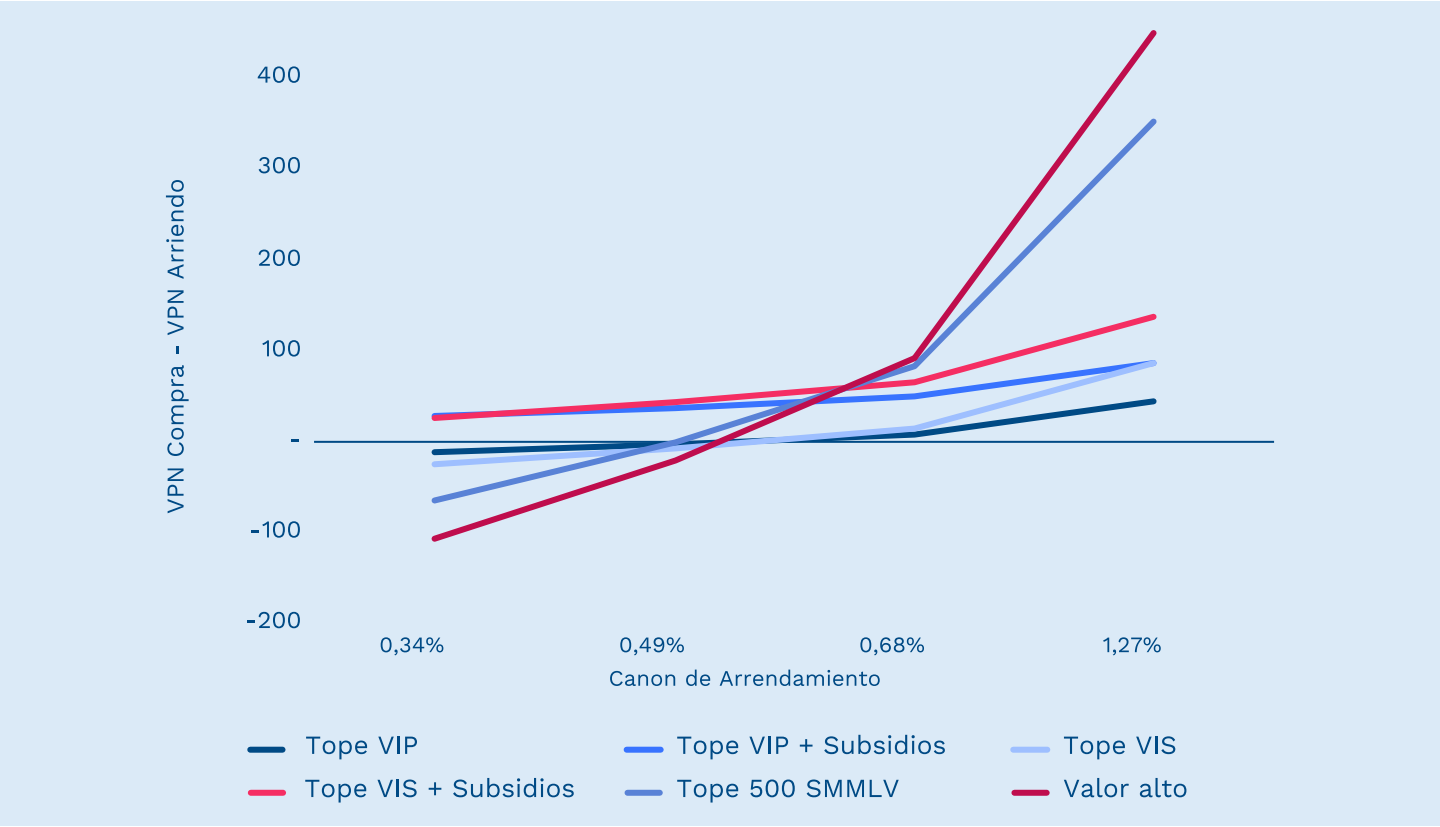
Gráfica E1.6. Ejercicio de sensibilidad de la valorización, Diferencia VPN Compra y Arriendo (millones COP)



Fuente: Cálculos de los autores.

Por otra parte, el ejercicio de sensibilidad del canon de arriendo afecta en mayor medida los resultados de compra y arriendo. Este parámetro evidencia la influencia del alto nivel del canon (1,3%) tiene en la decisión óptima para las viviendas VIP sin subsidios; cuando los demás tipos de vivienda tienen un nivel similar del canon de arriendo es siempre preferible comprar. Mientras que en el caso en que el canon de arriendo tenga niveles bajos (0,34-0,49%), similar a los observados en las viviendas de rango medio y alto, todas las viviendas prefieren arrendar con la excepción de las viviendas subsidiadas.

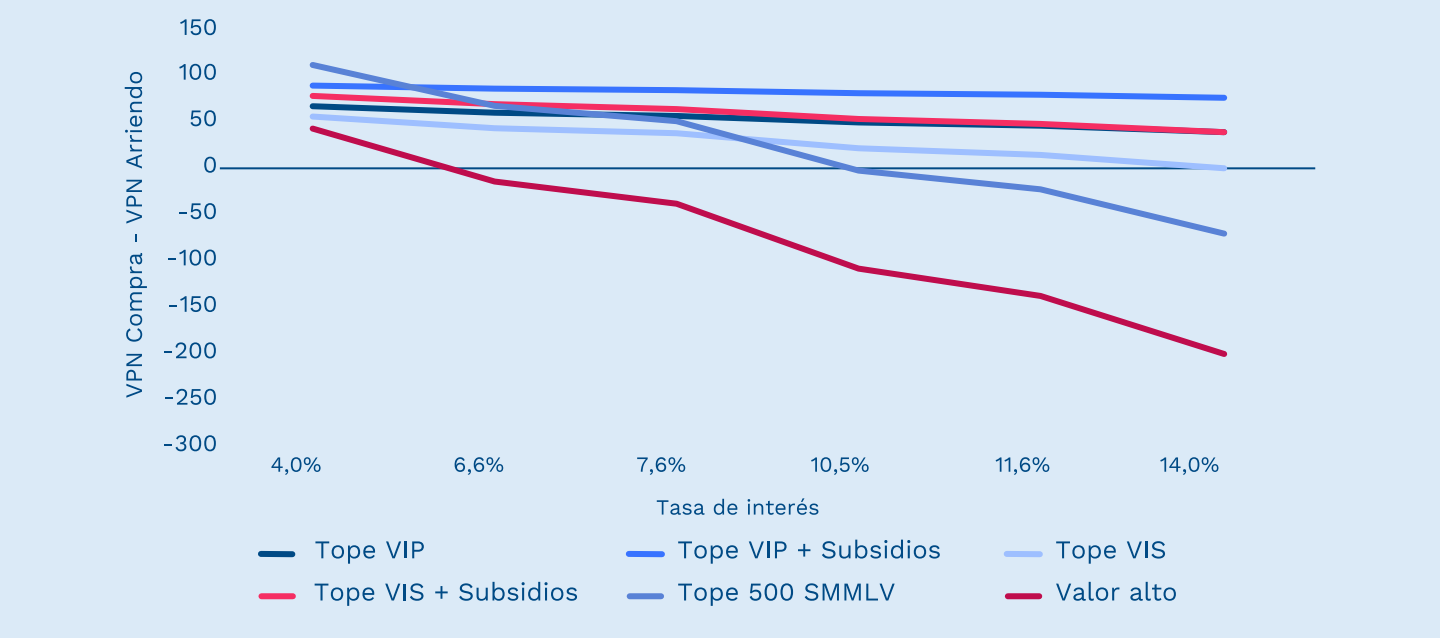
Gráfica E1.7. Ejercicio de sensibilidad del canon de arriendo, Diferencia VPN Compra y Arriendo Millones COP



Fuente: Cálculos de los autores.

La tasa de interés afecta de manera importante la decisión para las viviendas de rango medio y alto. En el caso de las demás categorías, no hay cambios en la decisión óptima para los niveles de tasa de interés analizados, solamente para las viviendas VIS sin subsidio, cuando la tasa de interés sube a niveles muy altos (14%) es preferible tomar la vivienda en arriendo. Mientras que las viviendas de rango medio por debajo de la tasa de interés promedio observada (10.5%) es preferible comprar y en el caso de las viviendas de alto nivel es necesario una tasa menor 6.6% (similar a las tasas subsidiadas para un hogar con un ingreso entre 2-4 SMMLV). Es claro que existe una relación inversa entre la tasa de interés y el VPN de compra, es decir, menores tasas de interés incentivan la compra de vivienda, lo que demuestra la importancia de esta variable en la decisión de los hogares y el efecto de los subsidios de tasa como instrumento de política pública. Sin embargo, el monto del subsidio necesario para alterar la decisión, en particular para el caso de las viviendas de rango amplio, hace cuestionar la pertinencia de la medida desde el punto de vista de progresividad del esquema.

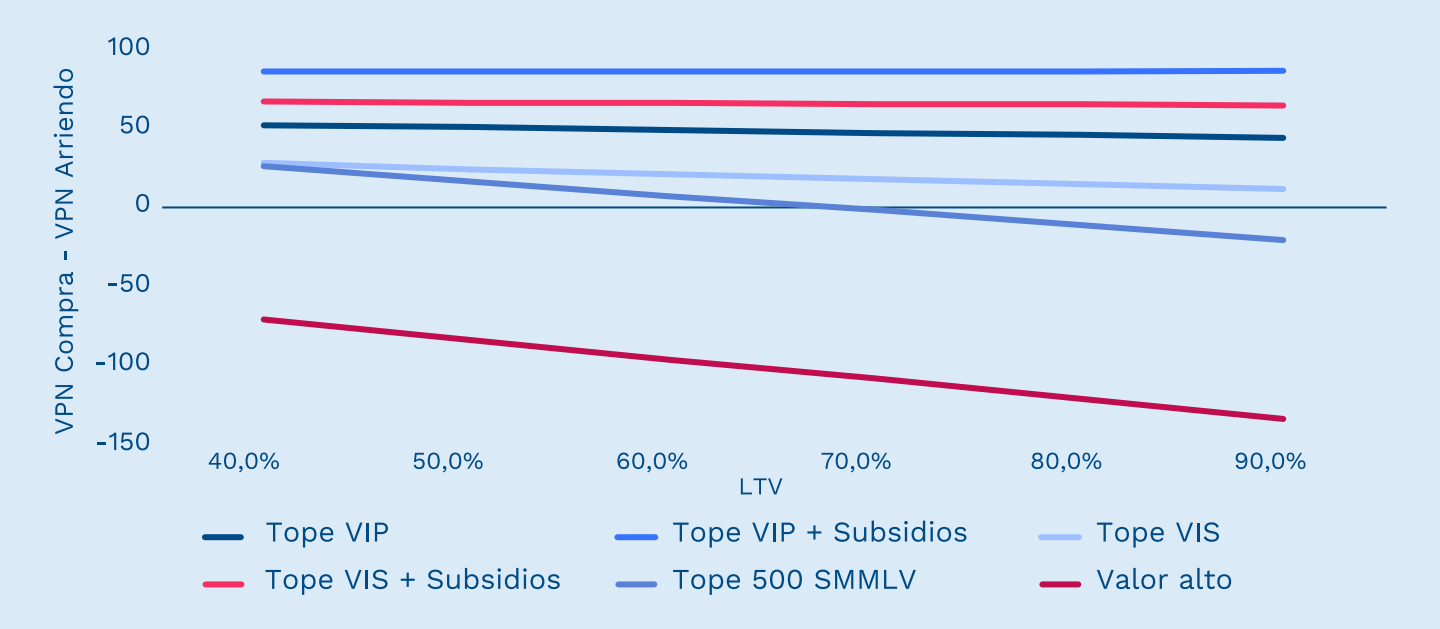
Gráfica E1.8. Ejercicio de sensibilidad de la tasa de interés, Diferencia VPN Compra y Arriendo Millones COP



Fuente: Cálculos de los autores. Nota: en el caso de las viviendas subsidiadas solo se incluye el subsidio a la cuota inicial y se ajusta la tasa de interés igual para todos los tipos de vivienda.

El ejercicio de sensibilidad de la razón del Loan-to-Value muestra que incrementarlo desincentivaría la compra de vivienda desde la perspectiva financiera. De forma análoga a varios de los ejercicios presentados, se modifica la decisión de compra de viviendas de rango medio únicamente, para las demás la decisión de compra no se ve afectada por este parámetro.

Gráfica E1.9. Ejercicio de sensibilidad del LTV, Diferencia VPN Compra y Arriendo Millones COP

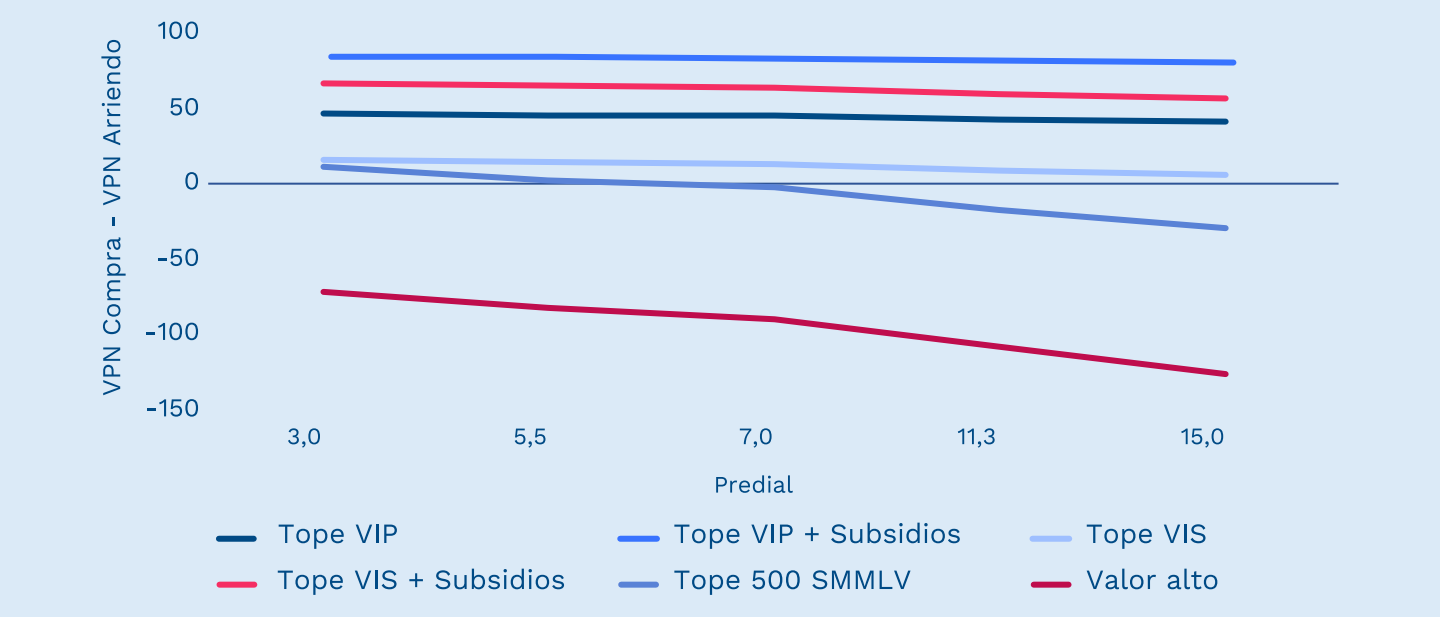


Fuente: Cálculos de los autores.

El impacto negativo del LTV, está relacionado con los mayores costos financieros asociados y con el hecho de que en el modelo se asume que los hogares tienen recursos suficientes para cubrir la cuota inicial. En ese sentido, los ahorros del hogar (equivalentes a 1-LTV por el valor de la vivienda) generan recursos adicionales en el escenario de arriendo para valores de LTV más bajos.

El ejercicio de sensibilidad frente al impuesto predial para entender cómo este parámetro afecta la decisión óptima. La gráfica E1.11, muestra que en un rango de la tarifa del predial[32] entre el 3 y 15 por mil la decisión óptima no cambia para ninguna de los tipos de viviendas, con o sin subsidio, con la excepción de la vivienda de rango medio. Aunque las viviendas VIS sin subsidios están en el margen de la decisión, sigue siendo preferible comprar vivienda aún para los máximos valores analizados (tasa de 15 por mil).

Gráfica E1.10. Ejercicio de sensibilidad del predial, Diferencia VPN Compra y Arriendo
Millones COP

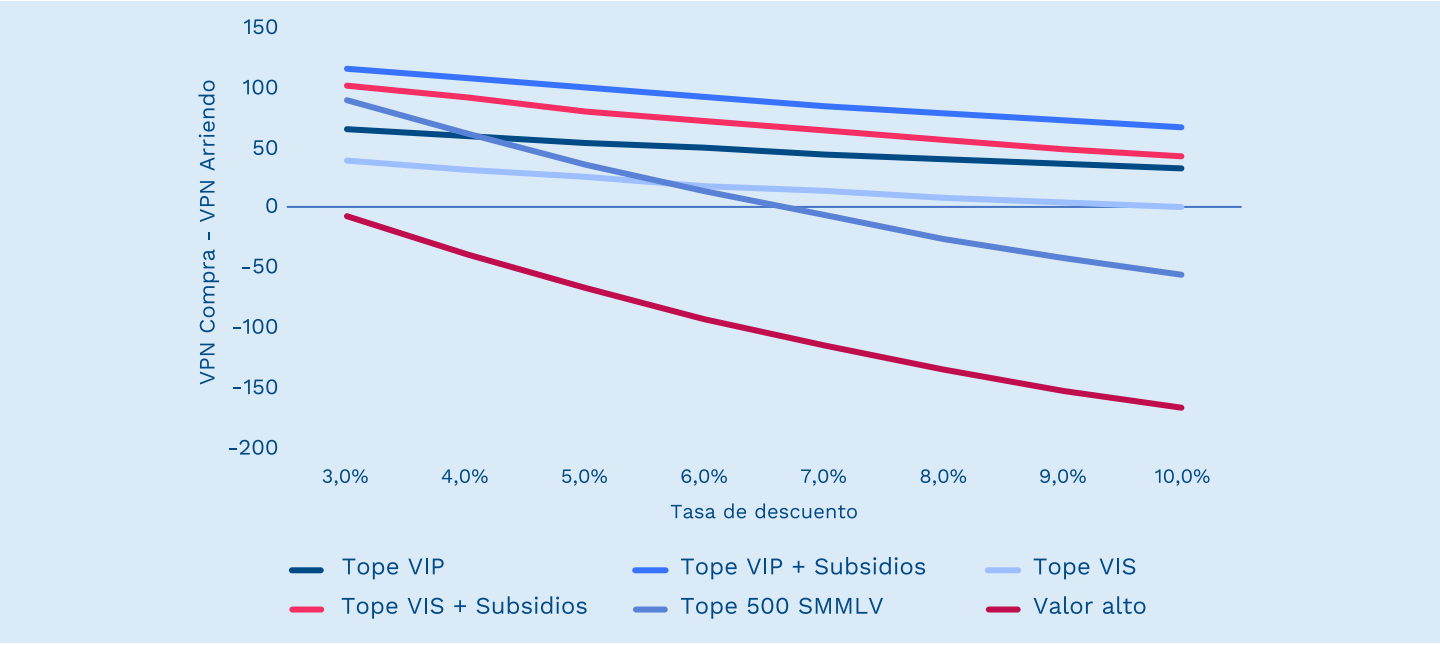


Fuente: Cálculos de los autores.

Finalmente, la tasa de descuento escogida afecta la decisión de las viviendas de rango medio. Como se mencionó anteriormente, cuándo se utiliza la tasa de los papeles del gobierno a 10 años, para las viviendas de rango medio y alto la opción preferida es arrendar. Sin embargo, cuando la tasa de descuento se reduce a niveles cercanos a 4%, más en línea con los retornos de los papeles ofrecidos por el sector financiero -CDTs entre otros-, la alternativa de compra se vuelve la decisión óptima para las viviendas de rango medio. Esta consideración es relevante si se tienen en cuenta que segmentos importantes de la población tienen acceso limitado a los mercados de capitales y en ese sentido el costo de oportunidad de sus recursos se aproxima más a la tasa ofrecida por establecimientos de crédito. Las viviendas de alto valor se ven más afectadas por el cambio de este parámetro por el alto nivel de recursos, que al descontarlo por diferentes factores tiene un impacto más alto en niveles, sin embargo, aún para tasas de descuento de niveles del 3% sigue siendo preferible arrendar que comprar en este segmento del mercado de vivienda.

32. Se utiliza la tarifa del predial unificado de Bogotá (2020) para modelar el rango de la sensibilidad.

Gráfica E1.11. Ejercicio de sensibilidad de la tasa de descuento, Diferencia VPN Compra y Arriendo Millones COP



Fuente: Cálculos de los autores.

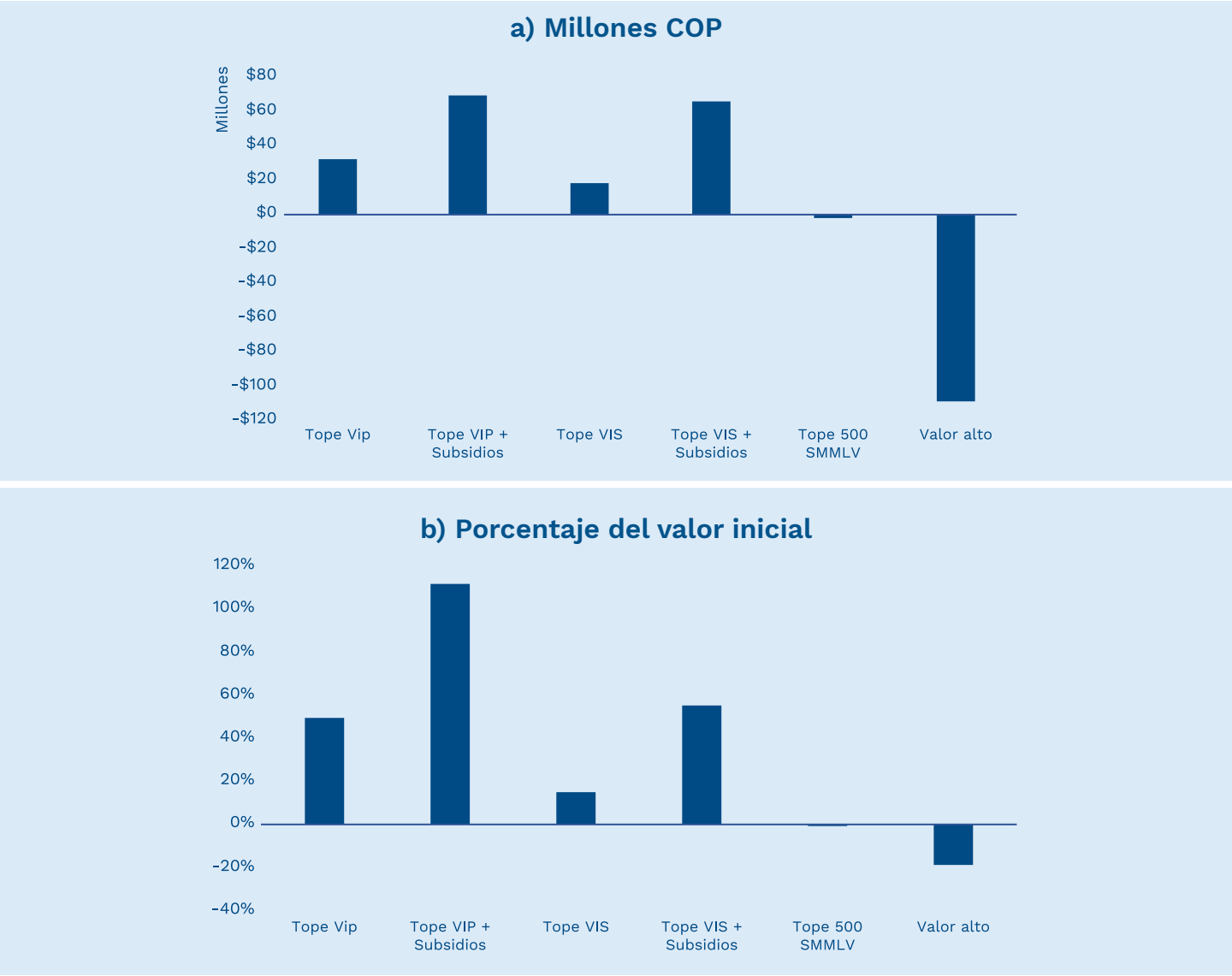
Resultados para la decisión de compra para arriendo (buy-to-rent)

Tal cmo se mencionó en la sección de caracterización del mercado de crédito hipotecario, los inversionistas que compran inmuebles para rentarlos juegan un rol cada vez más importante en los mercados de vivienda y crédito hipotecario. En ese sentido, se presenta un ejercicio adicional para la decisión de compra para arriendo como opción de inversión (buy-to-rent). Utilizando la metodología de Valor Presente Neto, asumiendo un LTV de 70% para todas las categorías de vivienda (con el fin de hacer comparables los distintos activos disponibles para el inversionista) y manteniendo las tasas de interés sin subsidios aplicables a cada segmento se calculan los retornos de la compra de un inmueble para arriendo utilizando crédito hipotecario[33].

En la gráfica E1.13 se muestran el VPN de cada inversión en pesos y como proporción del valor de la vivienda. Los resultados muestran un retorno positivo para las viviendas de interés social (tope VIP y VIS) mientras que para las viviendas de rango medio y alto el VPN es negativo. Este resultado se explica principalmente por las razones más altas de cánones de arriendo a valor de inmueble que se pueden obtener en las viviendas de menor valor, así como por unas menores tasas de impuesto predial.

33. En este ejercicio se ajustaron los parámetros del LTV en 70% para hacer comparable el ejercicio para un mismo inversionista, en el caso base se utilizó una valorización esperada del 1% y se estableció como máximo el 1% del valor arriendo como porcentaje del valor de la vivienda con el fin de cumplir con los parámetros legales. Se utilizan el costo de comprar vivienda y se beneficio de arrendar, de acuerdo con el modelo presentado.

Gráfica E1.12. VPN del escenario base de la decisión de comprar para arrendar[34]

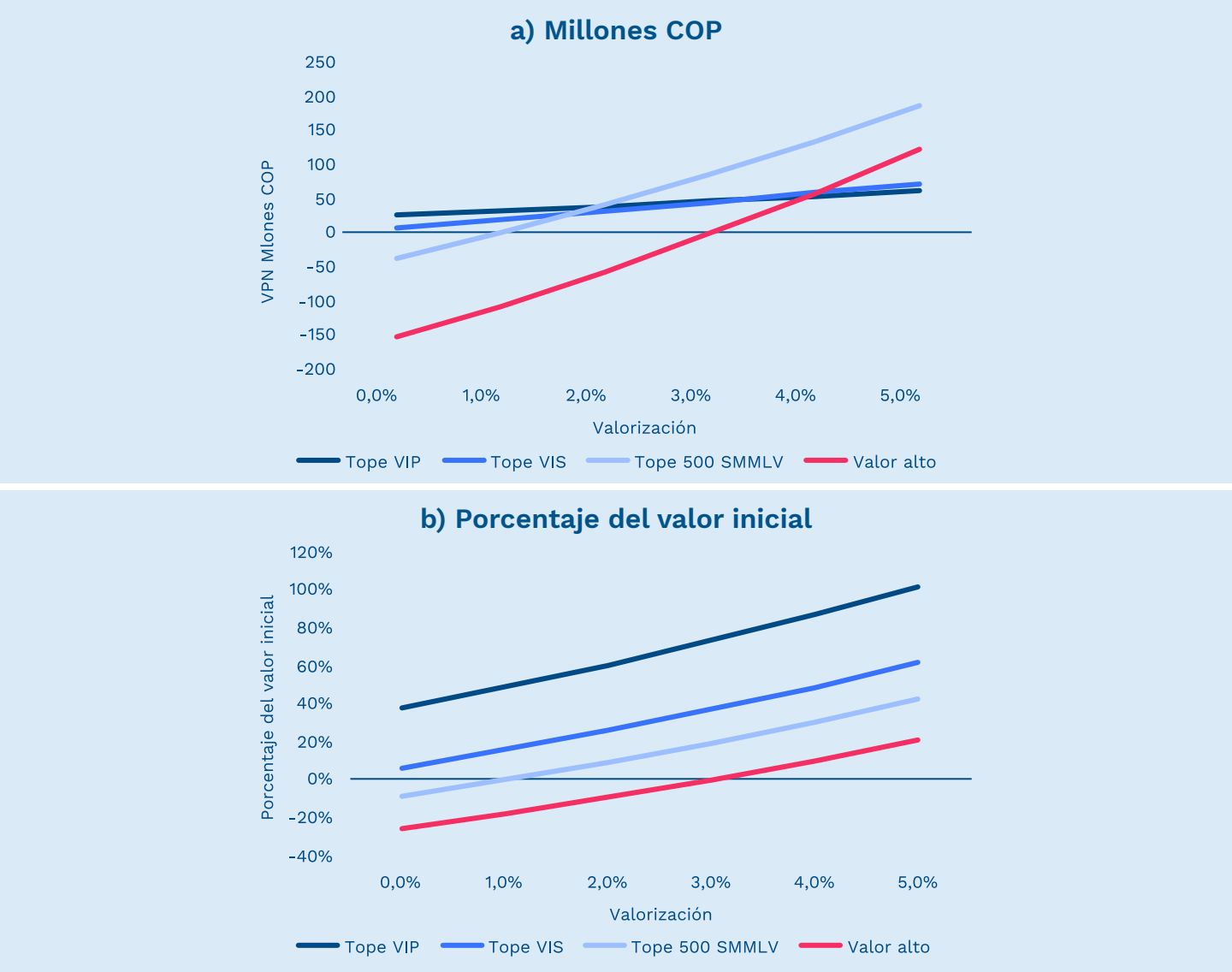


Fuente: Cálculos de los autores.

Como se mencionó previamente, el análisis de comprar para arrendar depende de manera importante del nivel de valorización esperada. En el caso particular de la inversión en viviendas de rango medio y alto, el VPN de las se vuelva positivo a partir de valorizaciones esperadas del 2% y 4%, respectivamente. De la misma manera que ocurre con la decisión de comprar o arrendar, una de las variables que más impacto genera es la razón del canon de arrendamiento al valor del inmueble. De nuevo, para valores similares a los observados en viviendas de menor valor (por encima de 0.7%) permitirían que la inversión para arrendar en viviendas de valores medio y alto tuviera Valores Presentes positivos. Estas dos variables están relacionadas directamente con la evolución de los precios en el mercado de vivienda. En la medida que los precios actuales se perciban como altos frente a las rentas que se pueden generar de los inmuebles, el atractivo de las mismas como activo para invertir o como bien de consumo se reduce.

34. Se excluyen las viviendas con subsidios por la restricción legal del uso comercial de las viviendas VIS con subsidios y porque los subsidios están destinados exclusivamente para la compra de la primera vivienda del hogar.

Gráfica E1.13. Ejercicio de sensibilidad de la tasa de valorización real del VPN de la decisión de comprar para arrendar



Fuente: Cálculos de los autores.

Conclusiones

Los ejercicios presentados en este capítulo permiten concluir que para las categorías de vivienda de interés prioritario y de interés social la comparación financiera favorece a la alternativa de compra frente a la opción de arriendo. En ese sentido la preferencia financiera no sería una de las principales justificaciones para explicar el bajo nivel de tenencia de vivienda propia por parte de los hogares colombianos de menores ingresos. Por esto, otras explicaciones como falta de ahorro, ingresos insuficientes o costos altos deben explorarse para abordar la baja tasa de tenencia y las posibilidades para incrementar la profundización financiera en el caso colombiano.

Para la vivienda de rango alto, los resultados indican que la opción de arrendar es preferible a la de comprar. Este resultado es robusto a los cambios en la mayoría de las variables del modelo incluyendo la tasa de interés, el LTV y el impuesto predial. La decisión solo se modifica para cambios significativos en la razón del canon de arrendamiento y el valor del inmueble (por encima de niveles de 0,68% frente al 0,39% actual), o para valorizaciones esperadas de más del 4%. En ambos casos, estos cambios que dependen fundamentalmente de la evolución de los precios en este segmento de vivienda. Adicionalmente, los cambios que se han presentado en la estructura tributaria, incluyendo incrementos en el costo del impuesto predial para los predios de mayor valor (asociados tanto a cambios en la tarifa como a las actualizaciones en el valor catastral que lo pueden llevar a niveles cercanos o incluso superiores al valor comercial del predio), cobros de valorización segmentados por estratos y el impuesto al consumo en la compraventa de vivienda de rango de precios altos (vigente en años anteriores) desincentivan la inversión en este tipo de activos, y pueden propiciar la canalización de recursos hacia otros mercados financieros nacionales y en el exterior. La carga de otros impuestos como el impuesto al patrimonio y la renta presuntiva, vigentes en distintos momentos en las décadas anteriores, reducen aún más la rentabilidad percibida de la inversión en inmuebles.

La implementación de la iniciativa de Hipoteca Inversa materializada con la propuesta de decreto de Renta Vitalicia Inmobiliaria preparada conjuntamente por los Ministerios de Hacienda y Crédito Público y Vivienda, Ciudad y Territorio puede contribuir a generar demanda adicional de vivienda y de crédito hipotecario en todas las categorías. Lo anterior en la medida en que hogares que perciban la menor volatilidad del activo (i.e. inmuebles) en el largo plazo como un complemento a los ingresos en la edad de retiro opten por invertir en vivienda como bien de consumo y de inversión simultáneamente. Adicionalmente, la participación de inversionistas institucionales (como establecimientos de crédito y aseguradoras) puede promover la formalización en los mercados de compraventa y arrendamiento de inmuebles y en este sentido contribuir a una mejor formación de precios. En todo caso es necesario que esta figura se acompañe de los mecanismos adecuados de protección al consumidor para garantizar un desarrollo sostenible y equilibrado de la misma. Así mismo, es pertinente considerar los retos existentes en el desarrollo de productos de aseguramiento de largo plazo como los implícitos en esta alternativa. La experiencia del bajo desarrollo de mercados como el de rentas vitalicias evidencia que existen barreras significativas, como la ausencia de referentes de largo plazo en los mercados de deuda pública, incertidumbre jurídica y falta de educación financiera de los consumidores sobre los riesgos y beneficios de estos productos que pueden limitar su desarrollo.

La creciente participación de compradores inversionistas en los mercados de vivienda y crédito hipotecario hace que este segmento del mercado represente oportunidades importantes para aumentar la profundización financiera. Tal como lo demuestran los resultados de este capítulo, la viabilidad financiera de la inversión de compra para arrendar está dada en particular en los segmentos de vivienda de menor valor. En todo caso, es pertinente analizar el impacto que esta mayor demanda puede tener en los precios de las viviendas de dichos segmentos del mercado.

Incentivar las inversiones de compra para arrendar (Buy-to-rent) puede mejorar la disponibilidad de viviendas y disminuir los precios de la vivienda en arriendo en distintos segmentos.

En esta dirección, se pueden implementar algunas medidas que hagan más atractiva la operación, tales como robustecer los mecanismos de recuperación de las viviendas en caso de impagos en arrendamiento con el fin de asegurar una mayor seguridad jurídica. Así mismo, la potestad del gobierno de recuperar la vivienda y el subsidio de vivienda establecida en la Ley 1955 de 2019 debe ser operacionalizada y presentada a potenciales inversionistas y se debe promover inversiones en vivienda para arriendo en el sector VIS, incluyendo aquellas asociadas al programa Semillero de Propietarios.

Adicionalmente, el desarrollo y formalización de la industria de actividades complementarias, como la realizada por inmobiliarias en segmentos de vivienda de menor valor, puede incentivar a inversionistas potenciales en la medida en la que reduce la carga operativa. En este sentido, la participación de vehículos institucionales como los Fondos Inmobiliarios puede facilitar esta formalización con unos costos bajos que mantengan el atractivo financiero de esta inversión. El desarrollo de un mercado de Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios que inviertan en inmuebles residenciales para arrendar es deseable en tanto permitiría canalizar parte del ahorro de los hogares a través del mercado de capitales, y reducir los costos a través de la estandarización de los procesos y las economías de escala. Sin embargo, la naturaleza informal de las inversiones en inmuebles actual y en particular el tratamiento tributario de los ingresos de los hogares en las mismas representa una asimetría frente a los vehículos del mercado de capitales y puede limitar el desarrollo de dichos vehículos.

Es necesario anotar que la vivienda no sólo es un bien de inversión sino también un bien de consumo. El análisis presentado no considera la utilidad que reporta la vivienda como bien de consumo, o las externalidades posibles de la compra de vivienda, que pueden llevar a cambios en los resultados analizados. Adicionalmente, el periodo analizado sólo considera la decisión hasta el momento simulado de venta del inmueble y no lo valora como mecanismo de ahorro de largo plazo.

Anexo E1.1. Resultados del VPN con subsidios a la tasa de interés ajustados a la propuesta del Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio.

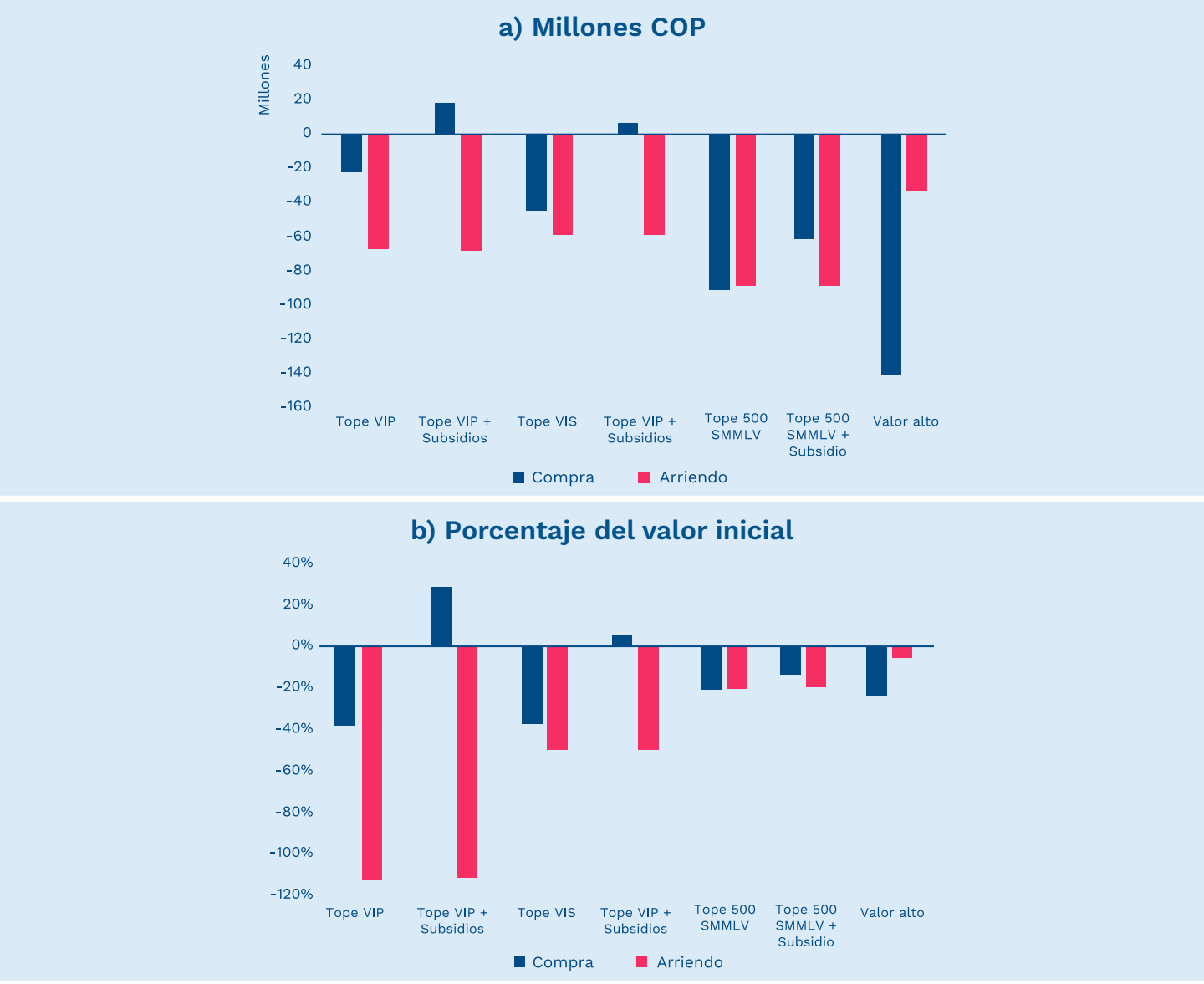
Con el propósito de mejorar la progresividad de los subsidios de vivienda, el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio, en línea con la circular 030 de 2012 de la Superintendencia Financiera, está en proceso de cambiar los subsidios de la tasa de interés. La propuesta de cambio es pasar de un esquema de coberturas a la tasa de interés a un esquema de aportes fijos a los intereses y se buscaría que este esquema rigiera para los subsidios a la clase media y VIS. La propuesta establece que los subsidios sean por 7 años y de un total de 18 SMMLV para las viviendas de interés social y de 42 SMMLV para la compra de viviendas No VIS de hasta 500 SMMLV, en un esquema similar al subsidio FRECH No VIS ejecutado hasta el 2018. De esta manera, se daría un aporte mayor como porcentaje del valor de la vivienda a los hogares de que adquieran un crédito menor para la compra de vivienda, en línea con el objetivo de política de progresividad de los subsidios.

Así, se modeló la decisión de compra en línea con el esquema de subsidios propuestos, sin embargo, la decisión óptima no cambia para ningún tipo de vivienda como se puede ver en las gráficas E1.15. Sin embargo, cuando se agrega el caso de los subsidios para el rango medio de viviendas (135-500 SMMLV), como parte de la propuesta de reactivación del sector No VIS

dada la coyuntura del COVID-19, se encuentra que es óptimo comprar. Este punto es particularmente interesante dado que demuestra la utilidad del subsidio para incentivar la compra de vivienda en este segmento. Ahora bien, cabe resaltar que la decisión de comprar vivienda depende de otros factores que no se consideran en el ejercicio como se mencionó previamente.

Adicionalmente, el ejercicio resalta la importancia de los subsidios en las viviendas de interés social para incentivar la compra de vivienda. Aunque en el caso de la vivienda VIP siempre es óptimo comprar a arrendar, en el caso de las viviendas VIS (No VIP) el subsidio juega un rol clave, en ambos esquemas al mejorar el VPN de comprar, pasando de ser negativo a positivo.

Gráfica E1.A1. VPN del escenario base de la decisión de compra y arriendo



Fuente: cálculo de los autores. Se utiliza la metodología descrita en la sección, pero con cambios en los instrumentos en línea con la propuesta del Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio. Se calcula para las viviendas VIS y VIP con un subsidio a la cuota inicial de 30 SMMLV y un subsidio a la tasa de interés de 18 SMMLV distribuido uniformemente por 7 años. En el caso de las viviendas de rango medio con subsidio se incluye únicamente el subsidio de 42 SMMLV distribuido uniformemente por 7 años.

05.2 | Eje 2: Profundización Financiera y Costos de Financiación

Introducción

En el caso de la financiación de vivienda, las altas tasas de interés y otros costos asociados al crédito hipotecario pueden desincentivar la adquisición de inmuebles y excluir a segmentos de la población de tener acceso a este mercado. En todo caso, es importante señalar que la capacidad de compra con productos hipotecarios por parte de los hogares depende no sólo de las variables financieras sino de su interacción con el valor de la vivienda y el nivel de ingresos de estos. La cuota mensual de crédito refleja las condiciones de la tasa de interés y el plazo del préstamo, así como el costo del bien que se va a adquirir.

Tal como se mencionó en el capítulo de caracterización del mercado hipotecario, las tasas de interés han presentado una tendencia decreciente importante en las últimas décadas, y se encuentran en mínimos históricos para el país. Sin embargo, se mantienen en niveles que son altos si se comparan internacionalmente y desde esta perspectiva presentan un reto para aumentar la profundización financiera en Colombia. De la misma forma, el alargamiento progresivo de los plazos de colocación de la cartera hipotecaria ha permitido que los pagos se reduzcan en la medida en que la deuda se distribuye en un periodo más largo del tiempo. El impacto agregado de las condiciones financieras de los créditos se ha visto reflejado en una reducción de la cuota por millón de entre 20% y 30% para las distintas categorías de vivienda en los últimos 15 años y desde esta perspectiva ha contribuido a facilitar el acceso al mercado hipotecario.

Continuar con esta tendencia a futuro implica retos importantes teniendo en cuenta los niveles actuales de la tasa de interés y el impacto más reducido que pueden tener ampliaciones adicionales en el plazo de colocación. Múltiples variables afectan el nivel de tasa de interés percibido por los deudores, incluyendo las fuentes de fondeo disponibles, la estructura de mercado y los riesgos asociados a la operación entre otros. Existe un piso efectivo asociado a la tasa de los papeles de gobierno de largo plazo, y reducirlo requerirá consolidar la posición fiscal del país y aumentar el nivel de ahorro de la economía. Por otra parte, los altos niveles de informalidad encarecen el perfilamiento de los usuarios potenciales de crédito y las barreras a la ejecución efectiva de las garantías aumentan el riesgo y terminan incrementando las tasas del mercado de crédito hipotecario.

Para analizar la evolución de la capacidad de compra de vivienda de los hogares colombianos y las variables que la afectan se construyó un índice que refleja la razón entre los ingresos reales de los hogares y la cuota hipotecaria necesaria para adquirir una vivienda tipo que está en función de los costos de financiación y el precio de la vivienda. Adicionalmente se desagregó el impacto de las distintas variables sobre ese indicador y sé replicó para distintos segmentos de precio de vivienda y zonas urbanas del país.

Los resultados muestran que entre los años 2006[35] y 2019 las familias en el país perdieron el 10,1% de su capacidad de compra de vivienda con crédito hipotecario en el agregado nacional, con el impacto más alto concentrado en las categorías de vivienda de menor valor y en las grandes ciudades. En este sentido, la capacidad de compra para Viviendas de Interés Social cayó un 26% mientras que para la vivienda No VIS se mantuvo casi constante en el periodo analizado. Así mismo, mientras que los habitantes de Bogotá perdieron 31% del poder adquisitivo en vivienda, los de Medellín 22%, mientras que la pérdida fue del 13% en Cali y 6 % en las ciudades intermedias[36].

Este eje tiene como objetivo plantear estrategias para optimizar la profundización hipotecaria en Colombia a partir de la evaluación de los costos asociados al crédito hipotecario que enfrentan los hogares. En primer lugar, se presenta una revisión de la literatura sobre el impacto de los costos de financiación y la profundización hipotecaria; posteriormente, una descripción de la evolución de los costos financieros y los precios de la vivienda en el país; y finalmente el modelo de asequibilidad agregado a nivel nacional, desagregado a nivel local y por niveles de ingreso.

Revisión de literatura: acceso al crédito y costos financieros

La profundización financiera hipotecaria medida a través del indicador de cartera hipotecaria total sobre PIB puede ser afectada por los costos financieros de adquisición de vivienda tanto de manera positiva como negativa, y los efectos totales dependen de la elasticidad precio (tasa de interés) de la oferta y la demanda de crédito (Florian, 2015; Lukaz, 2017). Los canales por los cuales operan los efectos negativos de los cambios en los costos de financiamiento de adquisición de vivienda están asociados a la variación en el número de nuevos créditos, debido a cambios en la capacidad de pago, el consumo y el ahorro de los deudores (Elmendorf, 2019). Por el lado de los efectos positivos, los canales pueden ser la variación en el valor total de la cartera, bien sea por una variación en la oferta de crédito derivado de un cambio en los incentivos de los prestamistas para participar en este mercado, por una variación en el valor total de los intereses a pagar por los deudores (carga financiera) (Gonzáles y Suárez, 2015) o un incremento en los precios de las viviendas (colaterales de los créditos) (Davis et al., 2020).

Con un modelo de ciclo de vida y un análisis empírico para países de la OCDE y la Unión Europea, Rubaszeck y Serwa (2014) muestran que una menor eficiencia del sector financiero, medida como el spread entre la tasa de interés de los depósitos y la tasa de interés de los préstamos, disminuye el valor de los préstamos a los hogares como proporción del PIB. Para el mercado de crédito de vivienda, dentro de la literatura se ha encontrado que existen cuatro factores que determinan esa diferencia en Colombia, también conocida como margen de intermediación: la tasa de interés de las fuentes de fondeo de los prestamistas, los riesgos del mercado y de crédito (Galindo y Hofstetter, 2008), las condiciones de competencia del mercado de crédito a lo hogares (Durán, 2016) y los requerimientos de capital de los bancos (Fang et al., 2020).

35. Este año base se selecciona por la disponibilidad de datos en términos de las características de los desembolsos contenidos en el formato 341 de la SFC. El anexo E2.1 presenta un ejercicio de robustez.
36. Barranquilla, Bucaramanga, Cúcuta, Manizales, Neiva y Villavicencio.

El acceso al crédito de los hogares en Colombia ha estado influenciado por los costos de los servicios financieros. Así lo han evidenciado estudios como el de Solo y Manroth (2006), que expone cómo los costos de apertura y uso de cuentas bancarias en Colombia eran altos a principios del siglo XXI frente a otros países de la región y el efecto negativo que estos podrían tener sobre la profundización financiera. Un estudio del Banco Mundial (2009) también documenta cómo los altos costos de los servicios financieros están asociados a una baja bancarización de los más pobres en los países emergentes. En el caso específico de los créditos hipotecarios, los costos financieros no dejan de ser un potencial factor determinante de la profundización del mercado hipotecario.

La dinámica de los costos financieros también afecta el comportamiento del mercado de vivienda por medio de una mayor asequibilidad al crédito. El Fondo Monetario Internacional (Cihak et al., 2008) encuentra que la tasa de interés de largo plazo tiene efectos negativos y significativos sobre los precios de la vivienda. Para Colombia, García et al. (2017) hallan una relación negativa entre la tasa de interés y el precio de la vivienda en Medellín, y positiva con el uso de las coberturas del FRECH. Esto sumado a los efectos de los subsidios de vivienda sobre la tasa de interés estimados por Hofstetter et al. (2011) son evidencia de que en Colombia los cambios en los costos de financiación tienen un efecto directo sobre el mercado de vivienda.

Gonzáles y León (2007) analizan los determinantes del endeudamiento de los hogares colombianos, a partir de las cuentas financieras del Banco de la República y de las declaraciones de renta, sus resultados sugieren que la carga financiera de los hogares, el colateral y los niveles de deuda anteriores afectan la razón de endeudamiento sobre ingreso de los hogares. En cambio, numerosos estudios para Colombia han abordado los determinantes del acceso al crédito y a otros productos financieros desde el lado de la demanda con el apoyo de encuestas como la Encuesta Longitudinal Colombiana de la Universidad de los Andes (ELCA) (Riaño y Rodríguez, 2016; Iregui et al., 2016; Fernández, 2017) y la Encuesta de Calidad de Vida del DANE (Murcia, 2007).

La deuda hipotecaria total, por su parte, puede tener efectos sobre el PIB, afectando el valor del denominador del indicador de profundización hipotecaria, y, por ende, el valor final de esta relación. Estos efectos pueden darse a través de canales como el cambio en el consumo y la pobreza asociado a unas mayores tasas de propiedad de vivienda (Ruprah, 2010; Wainer y Zabel, 2020) o la variación del valor agregado por un cambio en la dinámica de las actividades de construcción residencial y otros negocios derivados de un mayor acceso al crédito hipotecario (Bezemer et al., 2020; Discroll et al., 2019), entre otros.

Así como una mayor asequibilidad al crédito hipotecario puede conllevar a un incremento de la profundidad hipotecaria de un país, también puede implicar unos riesgos mayores en el sistema financiero. Canepa y Khaled (2018) encuentran que en países con unos sistemas financieros más liberalizados el riesgo de crédito del sistema financiero es mayor que en aquellos con regulaciones más restrictivas. En efecto, el incremento en las probabilidades de impago de los hogares con un crédito hipotecario puede llevar a caídas aceleradas en la profundización hipotecaria. La experiencia de la crisis financiera de 1999 en Colombia también confirma esta hipótesis, Carranza y Estrada (2007) encuentran significativa la relación entre el saldo del crédito y la probabilidad de default en Colombia para el periodo 1997-2004. En línea con estos hallazgos, en un reporte especial de estabilidad financiera

del Banco de la República (Capera et al., 2011) que analiza los resultados de la Encuesta de Carga y Educación Financiera de los Hogares (EFIC) encuentran que la carga financiera tiene una relación positiva y significativa con la probabilidad de incumplimiento en los pagos de un crédito. Asimismo, se encuentra que para el caso de los microcréditos la tasa de interés y el plazo de la obligación tienen una relación positiva y significativa con la probabilidad de caer en mora (Clavijo, 2016).

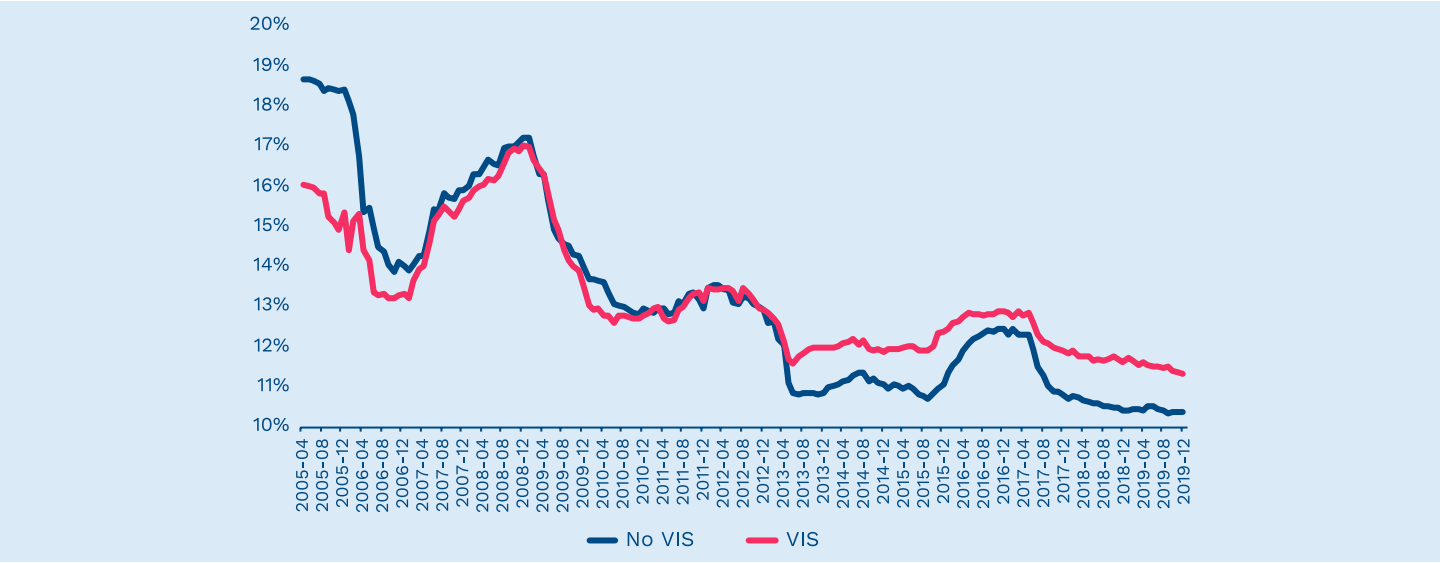
Evolución de la capacidad de compra con cartera hipotecaria

Los costos financieros de adquirir vivienda, medidos por valor de la cuota mensual del crédito son el resultado de la interacción entre las variables financieras y el costo del bien que se quiere adquirir. A continuación, se presenta la evolución de los principales componentes que afectan la capacidad de compra de vivienda de los hogares a través de productos financieros.

Evolución de los costos financieros

Unas tasas de interés más altas disminuyen el acceso a la financiación de vivienda ya que incrementan el valor de la cuota de amortización del préstamo (Cehak, et al, 2011; Arestis y Gonzáles, 2013). Por el contrario, unos mayores plazos de originación incentivan el acceso a la financiación de vivienda porque distribuyen los pagos en un horizonte de tiempo más extenso. Tal como se ve en la gráfica E2.1, En el caso colombiano, en los últimos 15 años se presentó una caída significativa de las tasas de interés de la cartera hipotecaria, más acentuada en el mercado No VIS.

Gráfica E2.1. Tasa de interés en créditos hipotecarios por tipo de vivienda, 2005-2019



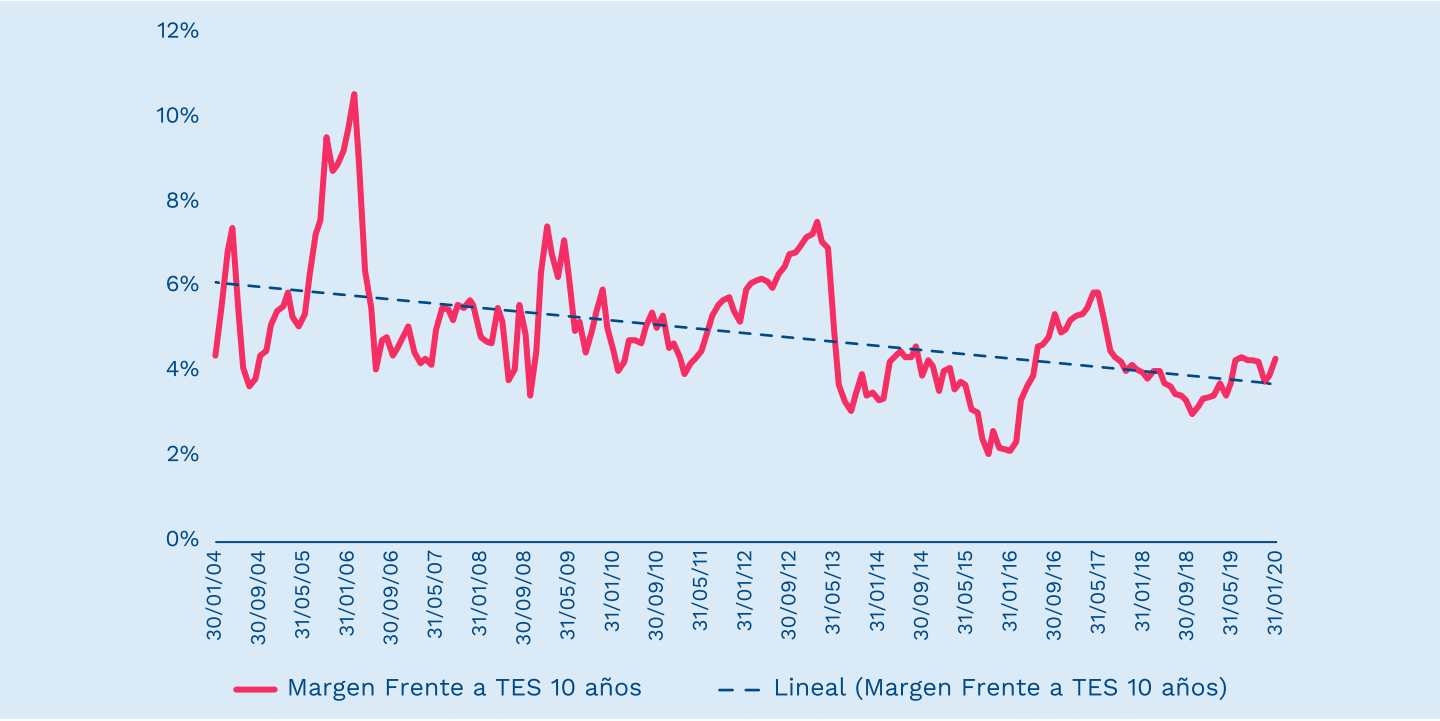
Fuente: Banco de la República. Cálculos de los autores.

Como se mencionó en el capítulo de Caracterización del mercado de cartera hipotecaria, esta tendencia recoge los efectos de la consolidación macroeconómica, incluyendo la estabilización de la inflación en niveles cercanos a la meta del Banco de la República, y una reducción de los niveles generales de tasas de la economía, en particular los tipos disponibles para el endeudamiento del gobierno de largo plazo.

A pesar de las importantes reducciones observadas en los últimos 15 años, los niveles de tasa de interés de los bonos del gobierno plantean un reto significativo para la reducción de la tasa de interés de los créditos de vivienda pues son a la vez costo de oportunidad de los recursos de los intermediarios financieros para un horizonte similar al de los créditos hipotecarios y un piso efectivo para los recursos que se obtienen en los mercados de capitales a través de bonos hipotecarios o titularizaciones.

Por otra parte, como se observa en el Gráfico E2.2, el margen entre la tasa del mercado hipotecario y los bonos de gobierno a 10 años ha presentado una tendencia a la baja, pero se mantiene en niveles que son altos frente a los estándares internacionales. Algunas variables que pueden explicar este nivel son el riesgo percibido de los deudores, las dificultades en los procesos de recuperación de las garantías, así como los costos administrativos y los niveles de competencia en este segmento del mercado financiero.

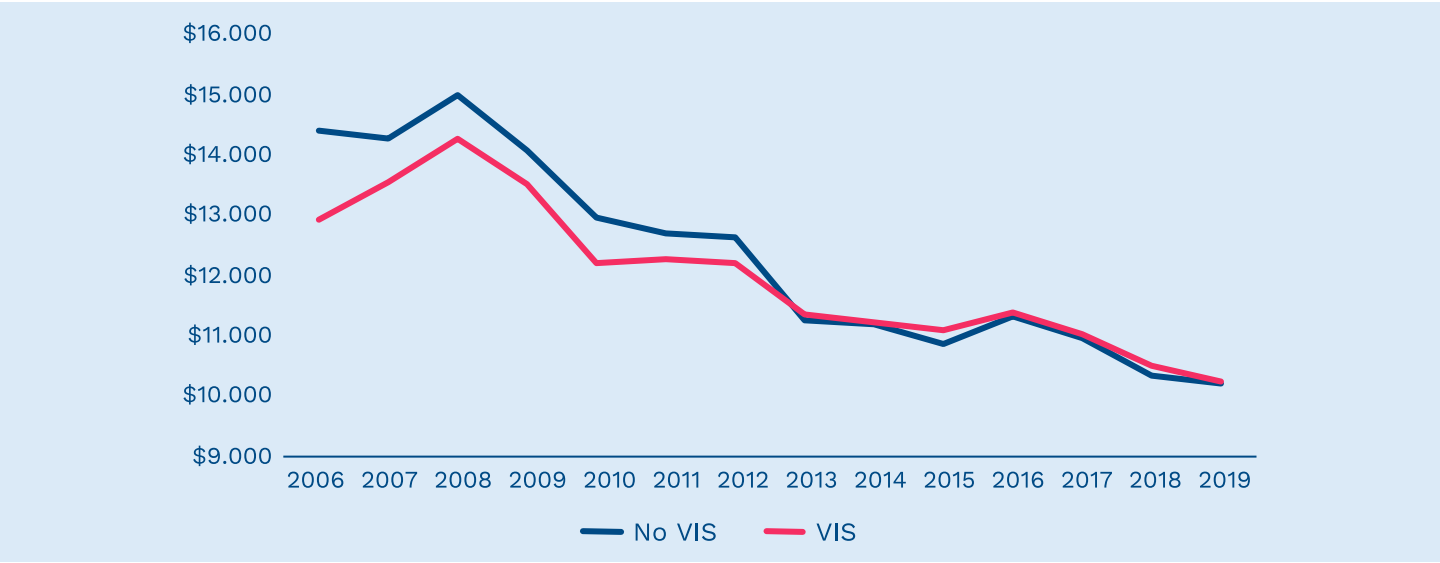
Gráfica E2.2. Margen tasa pesos no VIS frente a tasa TES 10 años, 2004-2020



Fuente: Cálculos propios, Banco de la República.

La combinación de las tendencias descritas en las tasas de interés y sus distintos componentes, y el progresivo alargamiento de los plazos de los desembolsos ha permitido que la cuota de amortización por millón de los productos hipotecarios haya caído de forma significativa. Como se observa en la Gráfica E2.3, la reducción ha sido más grande en el caso de los créditos para adquirir vivienda No VIS, para los que la cuota por millón cayó 29,2% en el horizonte analizado, una evolución más favorable asociada a una caída más pronunciada en las tasas de interés aplicables. En todo caso, los créditos en para adquisición de viviendas VIS también se han beneficiado de esta mejora en las condiciones financieras, registrando una reducción del 20,8% entre 2006 y 2019. En este último caso, además de la reducción en tasas refleja un alargamiento aún más pronunciado de la duración original de los créditos, la cual pasó de 160 meses en 2006 a 242 en promedio en 2019.

Gráfica E2.3. Cuota por millón, por tipo de vivienda. 2006-2019

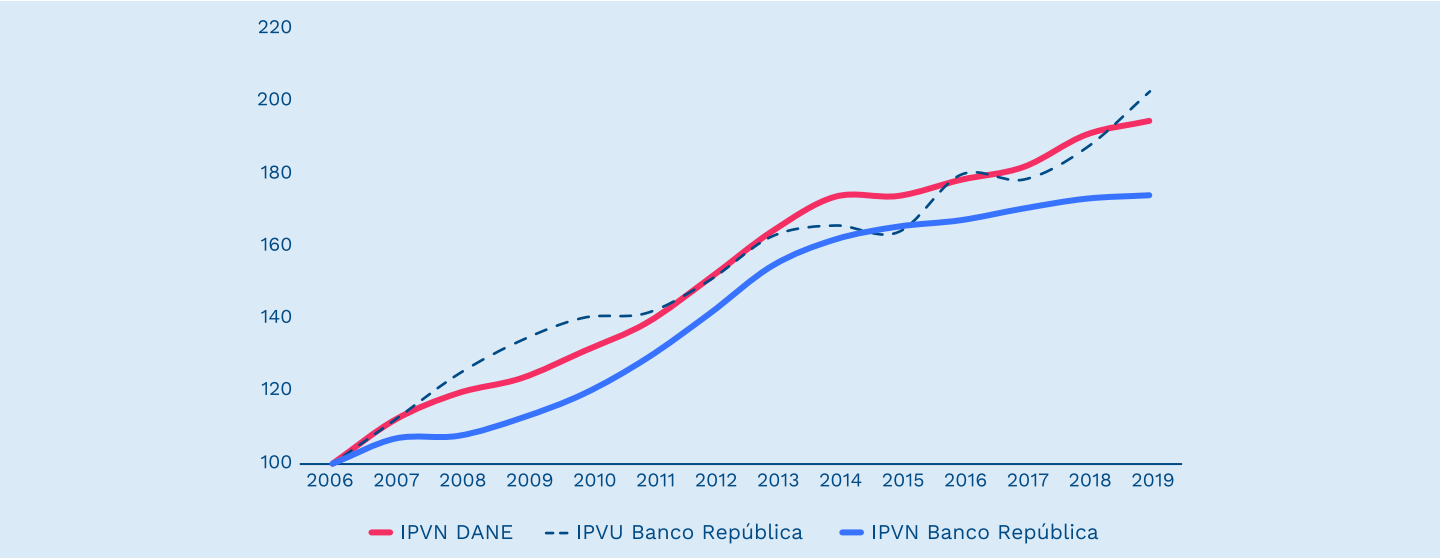


Fuente: Banco De la República, SFC. Cálculos propios.

Evolución de los precios de la vivienda

Usando datos del índice de Precios de Vivienda Usada (IPVU) del Banco de la República (ver E2.2) se observa que desde el 2006 los precios de la vivienda en Colombia han aumentado en términos reales todos los años, llegando a alcanzar incrementos reales en un solo año de 10,1% en el 2007.

Gráfica E2.4. Evolución precios reales de la vivienda en diferentes índices, 2006-2019



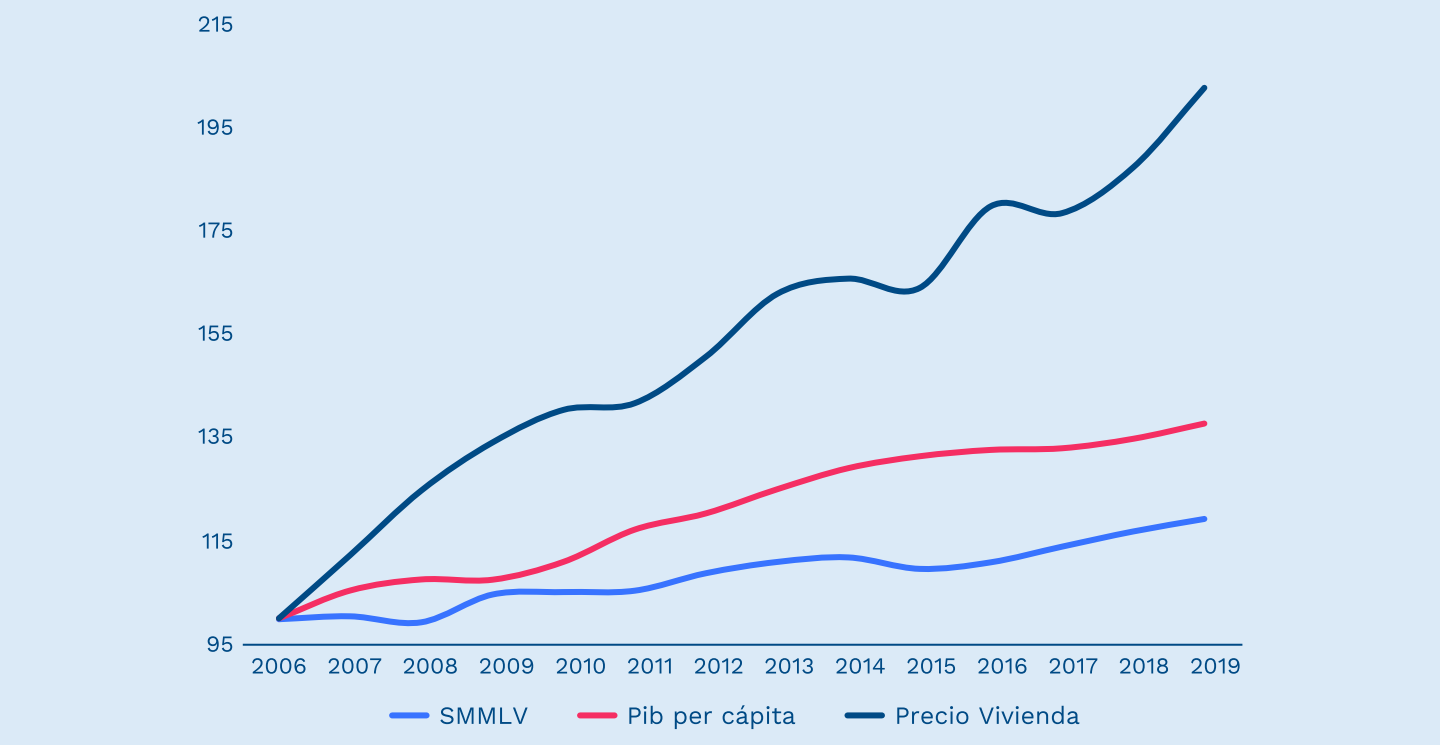
Fuente: Banco De la República, DANE. Cálculos propios.

De hecho, el periodo comprendido entre el 2006 y el 2013 fue un periodo de acelerada valorización, mientras que el periodo 2014-2019 fue una fase de moderación en los precios reales, sin presentarse un decrecimiento de estos. Todos los índices evaluados presentan crecimiento durante el período.

Mientras que en el año 2006 el valor promedio de una vivienda (No VIS) adquirida mediante un crédito hipotecario fue de $229 millones de pesos (en valores de 2018), de acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia, en el año 2019 el valor de dicha vivienda ascendió a $297 millones (en valores de 2018), lo que representa un aumento real de 30%. El crecimiento de los precios de vivienda ha sido aún mayor en el segmento VIS, donde el valor promedio de una vivienda VIS adquirida a través del sistema hipotecario en el año 2019 fue de $87 millones (2018) o 62% más que en el año 2006.

A pesar del crecimiento sostenido de la economía colombiana durante los últimos 15 años, los ingresos reales de los hogares crecieron a una menor velocidad que los precios reales de las viviendas. El deterioro en la relación ingreso-valor es el factor principal que explica la menor asequibilidad a vivienda en el país. Lo anterior es cierto para los dos grupos de ingreso que se evalúan en este documento. Sin embargo, el efecto es más fuerte para los hogares de menores ingresos, cuya evolución depende del crecimiento real del salario mínimo. Por otro lado, los hogares de ingreso medio y alto cuyo ingreso se aproxima a través del PIB per cápita real, también presentaron un deterioro en la relación ingreso-precio de vivienda, aunque esta fue de menor magnitud. El crecimiento real del precio de las viviendas por encima de los ingresos reales deteriora la capacidad de compras y hace inviable la adquisición para algunos hogares.

Gráfica E2.5. Evolución ingreso real y precio real viviendas, Base 2006



Fuente: IPVU Banco De la República, DANE

Metodología de estimación del índice de asequibilidad

El índice de asequibilidad (δ_t), estimado en la presente sección, es la razón entre el ingreso disponible de los hogares y el pago del crédito hipotecario necesario para adquirir una vivienda tipo. El ingreso disponible de los hogares (I_t) depende del crecimiento de la economía (ΔY_t), el crecimiento del Salario Mínimo Mensual Legal Vigente (SMMLV) y la proporción del ingreso que este puede destinar a vivienda (30%). Por otro lado, las cuotas hipotecarias (P_t) están en función de variables macroeconómicas como el crecimiento del valor de las viviendas ($\mathcal{E}_t$) y las tasas de interés (i_t), además de decisiones de los hogares y restricciones de las entidades bancarias como la proporción del valor de la vivienda a financiar (LTV) y el número de períodos de la operación crediticia (T_t). El índice tiene como referencia un momento inicial para el cual fue el elegido el año 2006, momento en el cual el índice toma el valor de 100.

(1) Índice de Asequibilidad$_t$: δ_t

(2) Ingreso Disponible de los Hogares$_t$: I_t

(3) Pago Hipotecario$_t$: P_t

$$\textbf{(4)}\ \delta_t = F(I_t, P_t) = \left(\frac{I_t}{P_t}\right)\left(\frac{100}{\delta_{t=2006}}\right)$$

El ingreso disponible de los hogares en los periodos **t > 2006** depende del segmento de vivienda que se desea adquirir. Mientras para el segmento Vis el ingreso varía de acuerdo con el crecimiento real del SMMV, el ingreso para la adquisición No Vis evoluciona junto al PIB per cápita real. Para el ejercicio agregado, el crecimiento del ingreso se estima como el promedio de la variación del SMMV y el PIB per cápita. Esto último se realiza bajo el supuesto que los desembolsos se distribuyen equitativamente entre ambos segmentos. En ingreso para cada período se multiplica por la proporción máxima que los hogares pueden destinar al pago de una cuota de crédito hipotecario que de acuerdo con la Ley 546 de 1999 es igual al 30% del ingreso familiar para la primera cuota.

(5) Crecimiento ingreso de los hogares$_t$: ΔY_t

(6) Loan to income$_t$: $\overline{lti} = 0{,}3$

$$\textbf{(7)}\ I_t = F(Y_{t-1}, \Delta Y_t, lti = 0{,}3) = [(Y_{t-1}) + (Y_{t-1} * \Delta Y_t)][0{,}3]$$

Finalmente, se calcula la cuota del crédito hipotecario de acuerdo con los precios reales de las viviendas, las tasas de interés promedio en pesos, el plazo y la proporción de la vivienda que se quiere financiar (loan to value- LTV). Este pago mensual corresponde a la multiplicación de la “cuota por millón” y el precio real de las viviendas. Esta primera variable captura el efecto de la variación de los parámetros financieros sobre el poder adquisitivo de los hogares. El máximo LTV se fija en 80% para viviendas de interés social y 70% para viviendas que superen un valor de 135 SMMLV o 150 SMMLV en los municipios de las aglomeraciones establecido por el Decreto 1467 de 2019. Se realiza el supuesto de que los hogares eligen una cuota hipotecaria fija a lo largo del periodo del préstamo.

Precios reales de la vivienda en Colombia$_t$: $\mathcal{E}_t$
Cuota por millón$_t$: C_t
Tasa de interés Hipotecaria: i_t
Plazo crédito Hipotecario: T_t
Loan To Value: ltv

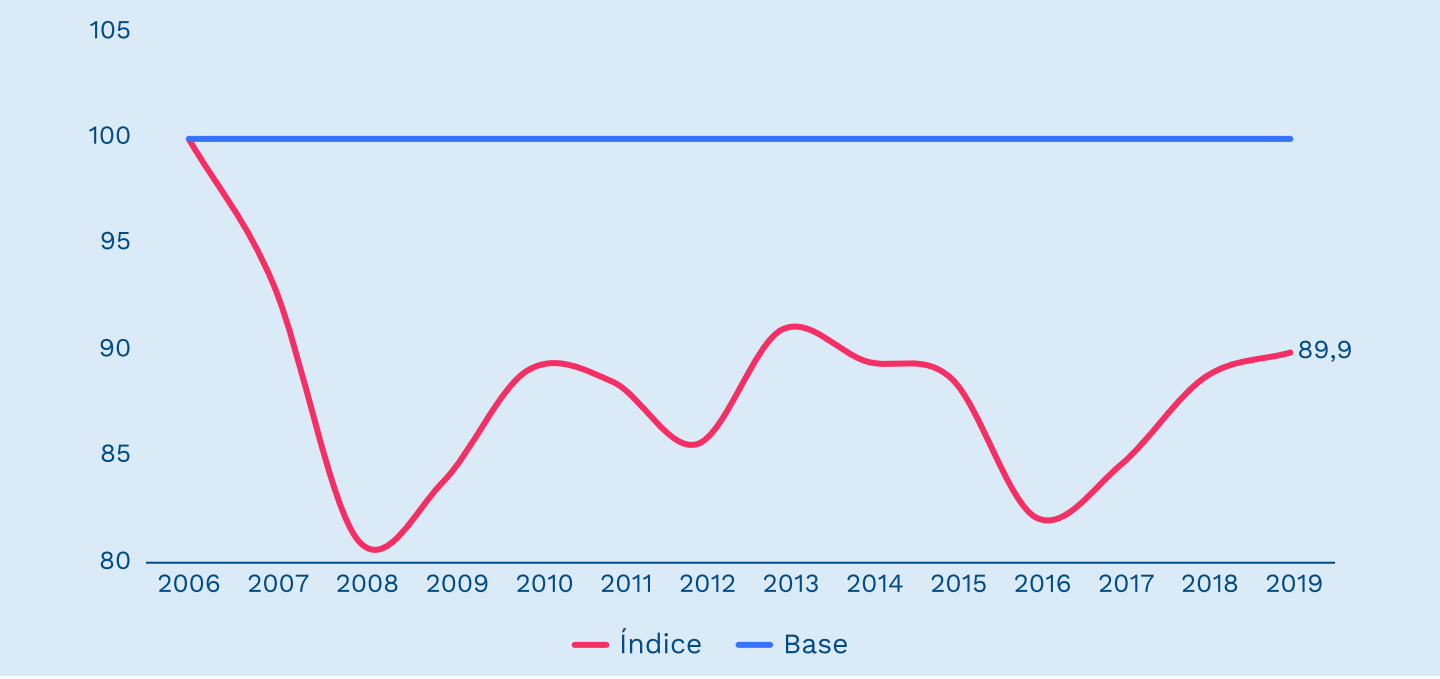
$$\textbf{(8)}\ C_{vis,t} = F\,(1000,\ i_t,\ T_t,\ ltv) = 0{,}8\left[\frac{I_t(1+I_t)^T}{(1+I_t)-1}\right]$$

$$\textbf{(9)}\ P_t = C_t * \mathcal{E}_{vis,t}$$

Estimación índice de asequibilidad: Total Nacional

Al realizar la estimación de índice de asequibilidad en el agregado nacional se encuentra que en promedio lo hogares han perdido el 10,1% del poder adquisitivo para el consumo de vivienda entre los años 2006 y 2019 como se puede observar en la gráfica E2.3, resultado de un incremento superior del valor real de las viviendas en comparación a los ingresos reales de los hogares colombianos (ver el anexo E2.1 para ver el efecto de cambiar el índice con año base 2004). La reducción en la tasa de interés hipotecaria en este período ha logrado mitigar la brecha entre precios de la vivienda y los ingresos familiares. Por otro lado, los hogares han optado por alargar los plazos de sus créditos hipotecarios para mantener su poder adquisitivo. En el año 2008 se observó el índice más bajo de asequibilidad, perdiendo 20% respecto al año 2006. Se encuentra que han existido dos momentos de recuperación de poder adquisitivo de vivienda en Colombia: el primer momento se presentó entre los años 2008 y 2010; el segundo momento de crecimiento en la asequibilidad en vivienda inició en año 2016 y se mantuvo hasta finales del año 2019.

Gráfica E2.6 Índice de asequibilidad a vivienda agregado nacional, 2006-2019

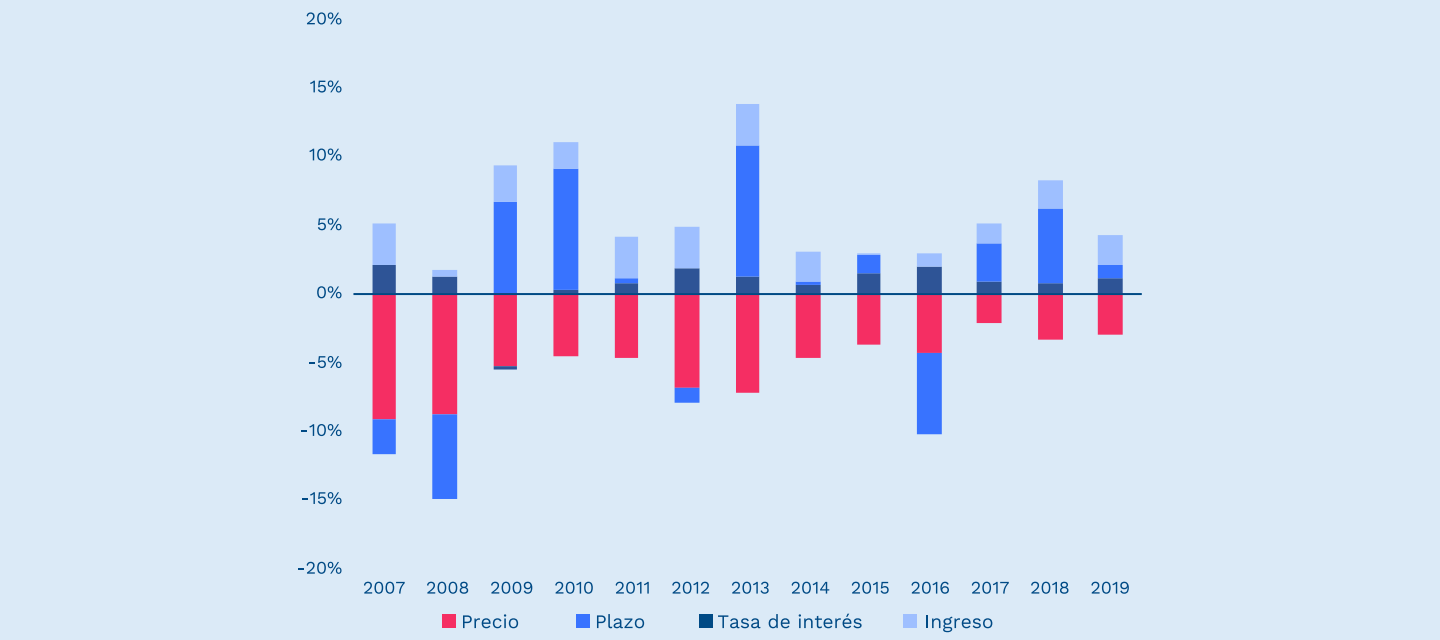


Fuente: Cálculos propios, Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, Banco de la República

El componente de ingreso de los hogares se estimó utilizando el crecimiento del PIB per cápita de la población y la variación en el SMMLV ambas variables reales. Dado que no existió modificación alguna a la Ley 546 de 1999 referente restricción de la proporción máxima que un hogar puede destinar al pago de una vivienda este parámetro de mantuvo constante en las estimaciones realizadas.

Finalmente, se utilizaron las tasas de interés de adquisición de vivienda en pesos disponibles en el Banco de la República. Mientras que en el año 2006 la tasa efectiva anual observado de un crédito hipotecario, para las viviendas diferentes a la de interés social, fue de 14,6% esta se redujo a 10,4% en 2019, esta tasa de interés alcanzó un nivel máximo de 16,7% en año 2008. Por último, el plazo de los créditos hipotecario creció progresivamente durante el periodo evaluado aumentando el promedio 62 meses para el agregado. La construcción del índice permite evaluar el efecto de cada componente sobre la asequibilidad a vivienda.

Gráfica E2.7. Descomposición variación anual índice de asequibilidad, 2007-2019



Fuente: Cálculos propios. Datos Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, Banco de la República

Para calcular el efecto observado de la variación de un componente, se calcula el índice de asequibilidad variando únicamente dicho componente y se compara con el valor observado en t_{-1}. El componente con mayor peso sobre la variación del índice se asequibilidad de la vivienda para el agregado nacional fue la variación real del precio de la vivienda. Este componente fue responsable de un cambio promedio interanual del -5,2%. Por su parte, el crecimiento de los ingresos tuvo un efecto promedio de 2% durante el periodo mismo período (2006-2019). La tasa de interés presenta un comportamiento volátil lo que se traduce en un efecto promedio de 1,6% sobre en el índice de asequibilidad de la vivienda, no obstante, esta llegó a representar el 9,6% del aumento del poder adquisitivo en año 2013. La gráfica E2.4 presenta la variación interanual del índice de asequibilidad descompuesta por componentes. La magnitud de cada componente representa el aporte individual de dicho componente a la variación anual, mientras que la sumatoria de los componentes dará como resultado la variación neta del índice.

Para el promedio nacional la tabla E2.1 muestra el efecto de comparar el año 2006 con el 2019. Los precios tienen un efecto negativo en el índice (-50,1%), los ingresos fueron el componente que tuvo el mayor efecto positivo (+29%), seguido por la reducción en la tasa de interés (+18%), y finalmente el menor efecto fue del plazo de los créditos que contribuyó a una reducción en la cuota de 14%.

Tabla E2.1. Efecto Neto Por Componente Índice asequibilidad 2006-2019

Componente	Efecto Neto
Precios	-50,1%
Ingreso	+61,2%
Tasa de interés	+18,9%
Plazo	+12,7%

Fuente: Cálculos propios. Datos Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, Banco de la República

Estimación índice de asequibilidad: Niveles de ingreso y segmento de vivienda

Utilizando la información del Índice de Precios de Vivienda Usada (IPVU) segmentada por precio, se realiza un ejercicio separado para vivienda de interés social y unidades cuyo precio es superior a 135 SMMLV. Esta estimación incorpora las diferencias observadas en los parámetros financieros entre los dos tipos de vivienda; tasas de interés, plazo y variación del precio real. Además, se incorpora el supuesto de variación diferenciada del ingreso por grupo poblacional. Mientras que el ingreso de los hogares objetivo de las unidades VIS crece con la variación del SMMLV, el ingreso de lo hogares del segmento medio y alto se supone que evoluciona con el PIB per cápita del país. El índice de asequibilidad para cada categoría de vivienda se define como:

Parámetros segmento vivienda VIS

$$\Delta Y_{vis,t} = [(SMMV_{t-1}) + (SMM_{t-1} * \Delta SMMV_t)]$$

$$i_{vis,t} = F(\Delta Y_{vis,t},\ lti = 0{,}3) = Y_{vis,t} * [0{,}3]$$

$$C_{vis,t} = F(i_t,\ T_t,\ ltv = 0{,}8) = 0{,}8 \left[\frac{I_t(1 + I_{vis,t})^T}{(1 + I_{vis,t})-1} \right]$$

$$P_{vis,t} = C_{vis,t} * \mathcal{E}_{vis,t}$$

Parámetros segmento vivienda No VIS

$$\Delta Y_{no\ vis,t} = [(PIB\ per_{t-1}) + (PIB\ per_{t-1} * \Delta PIB\ per_t)]$$

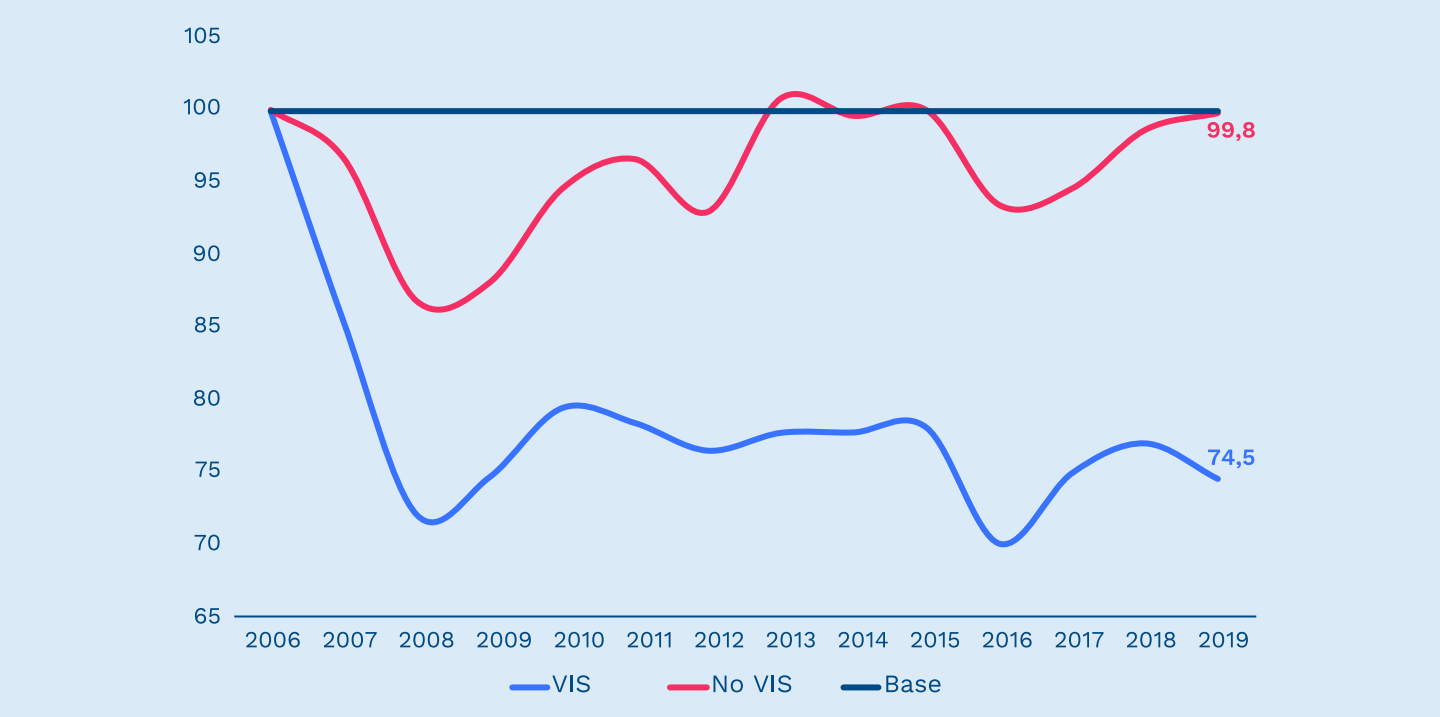
$$i_{vis,t} = F(\Delta Y_{no\ vis,t},\ lti = 0{,}3) = Y_{no\ vis,t} * [0{,}3]$$

$$C_{vis,t} = F(i_t,\ T_t,\ ltv = 0{,}8) = 0{,}8 \left[\frac{I_t(1 + I_{no\ vis,t})^T}{(1 + I_{no\ vis,t}) - 1} \right]$$

$$P_{vis,t} = C_{no\ vis,t} * \mathcal{E}_{no\ vis,t}$$

La evolución de los parámetros financieros, sin incluir la evolución de los precios reales, han tenido un mayor impacto sobre el segmento de vivienda No VIS haciendo más asequible la adquisición de vivienda para los hogares de ingreso medio y alto. Al evaluar la cuota por millón que debe asumir cada segmento de vivienda se encuentra que esta se ha reducido un 24% para las viviendas de interés social y un 30% para las viviendas de segmento alto y medio. Este resultado se deriva de una mayor caída en las tasas de interés para el segmento No Vis la cuales se redujeron 4,22 puntos porcentuales entre el 2006-2019, mientras que la tasa de interés en pesos para adquisición de VIS cayó 1,84 puntos porcentuales durante el mismo período[37]. La cuota por millón de cada segmento también se vio reducida gracias a la ampliación del plazo promedio para ambos grupos. El plazo promedio de un crédito hipotecario para la adquisición de vivienda VIS aumentó en 75 meses alcanzado 20,2 años. Por otro lado, el plazo promedio de una vivienda diferente a VIS creció en 63 meses ubicándose en 16,2 años.

Gráfica E2.8. Variación índice de asequibilidad por segmento de ingreso, 2006-2019



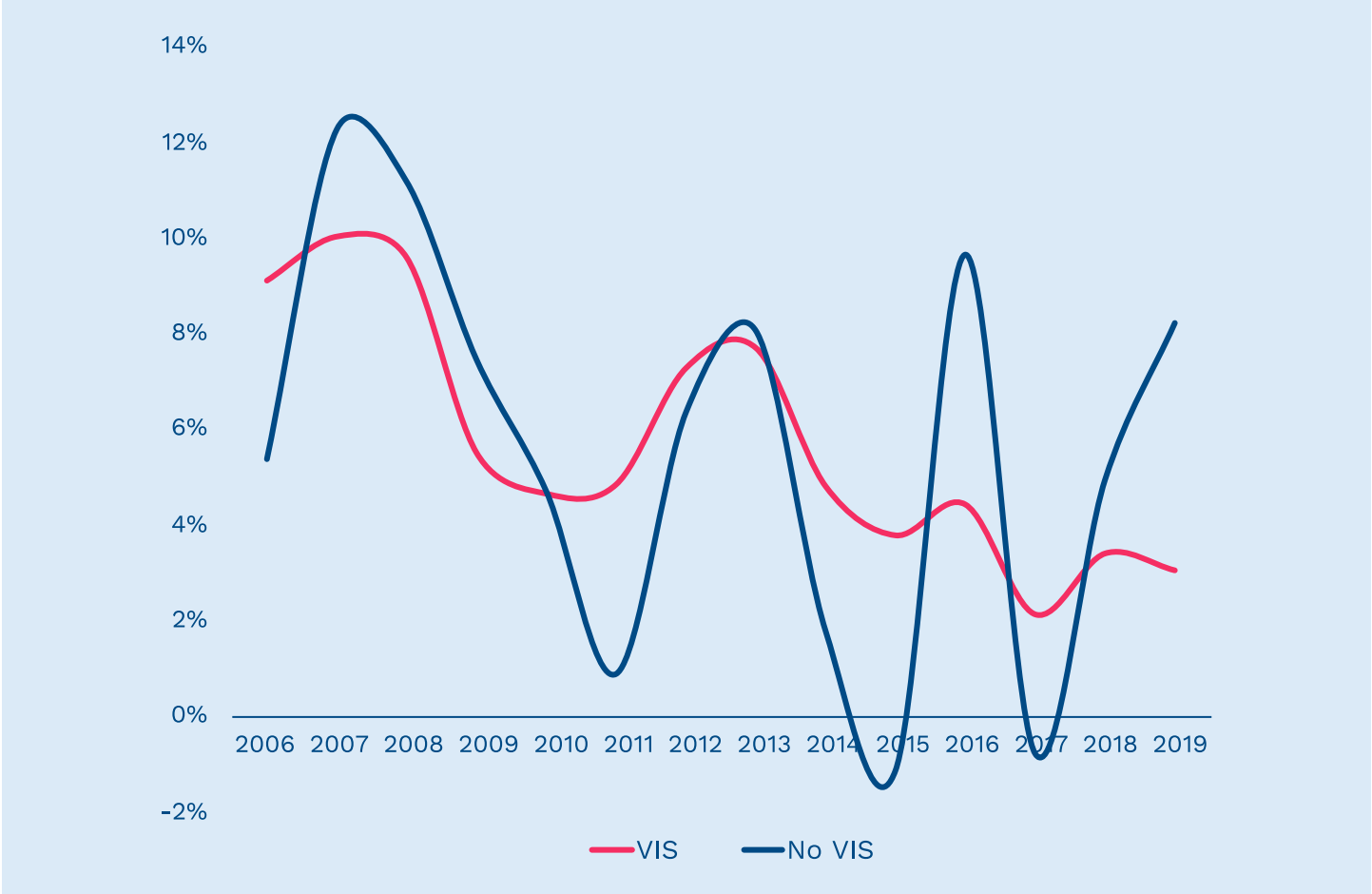
Fuente: Cálculos propios, Superintendencia Financiera de Colombia

37. Se utilizan las tasas promedio ponderadas para cada año en las estimaciones.

Los hogares de menores ingresos, que son la población objetivo de las viviendas de interés social, han presentado una pronunciada disminución en su poder de compra de vivienda, perdiendo 26% de su capacidad de compra durante el período 2006-2019 (ver gráfica E2.5). Este comportamiento contrasta con la evolución del poder adquisitivo para el segmento No VIS. Los hogares que desean adquirir este tipo de vivienda han mantenido constante su poder adquisitivo en ese mismo periodo, recuperando parte de la caída que habían sufrido hasta el año 2008. Este resultado es de alta relevancia dada la distribución del ingreso en Colombia en donde el 79,8%[38] de los hogares tienen un ingreso inferior a 4 SMMLV.

La variable que más contribuye a la perdida de poder adquisitivo para las viviendas VIS es la evolución real del precio. La gráfica E2.6 presenta la variación porcentual del precio de la vivienda por segmento, en esta se observa como el precio real de la vivienda de interés social presenta un comportamiento volátil. Durante este período se observaron crecimientos reales por encima del 8% en cinco ocasiones para el segmento VIS. Los esfuerzos en política pública se deben concentrar en la asequibilidad de vivienda VIS estudiando los determinantes del precio para este segmento. Finalmente, de deben analizar mecanismos que reduzcan la brecha en la tasa de interés entre los dos tipos de vivienda.

Gráfica E2.9. Variación precio real por segmento de vivienda 2006-2019



Fuente: Cálculos propios, con base en Banco de la República

38. Gran Encuesta Integrada de Hogares 2018.

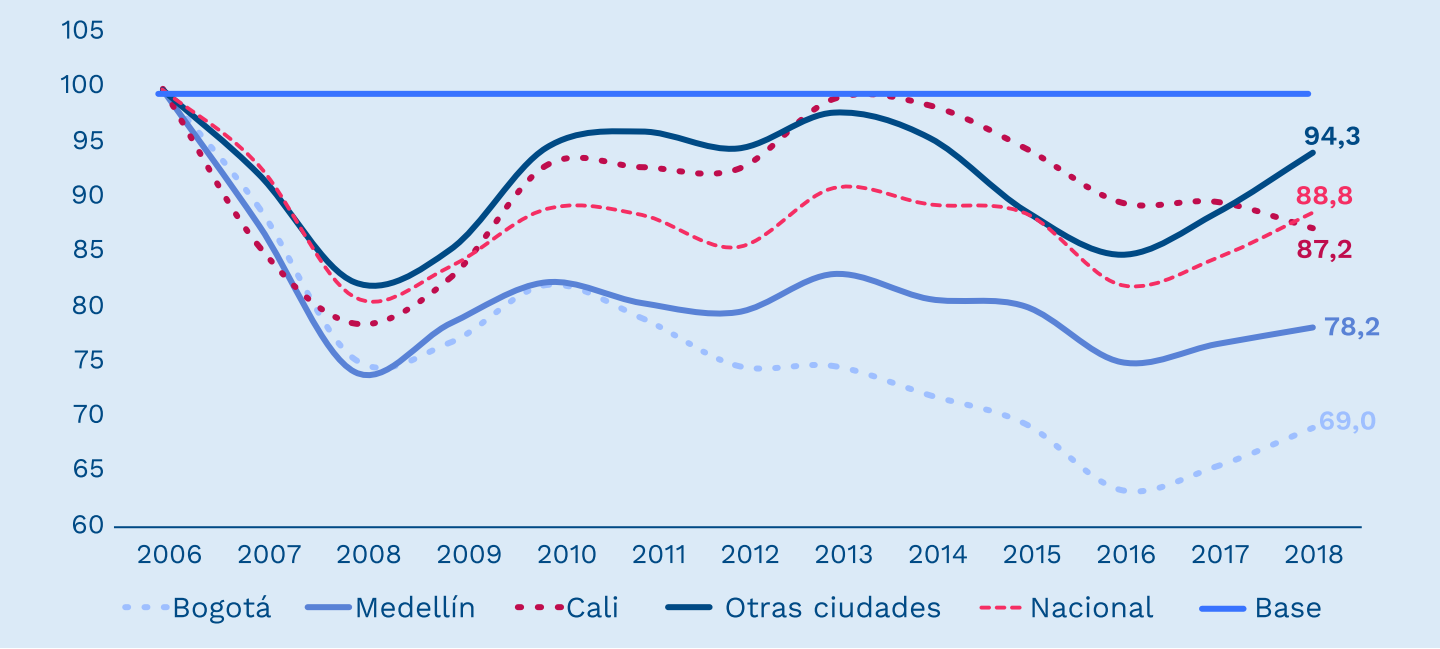
Estimación índice de asequibilidad: variación por ciudades

Las ciudades principales, Bogotá y Medellín, presentaron el mayor deterioro en el índice de asequibilidad a vivienda. La caída ha sido menos pronunciada en ciudades intermedias. El índice de asequibilidad se calculó utilizando el IPVU del banco del la República, el PIB per cápita del departamento como variable de aproximación al ingreso. Finalmente, los demás parámetros financieros son iguales al ejercicio presentado para el agregado nacional.

Al realizar la estimación a nivel local se encuentra que Bogotá es la ciudad en donde más se ha perdido poder de adquisición de vivienda, 31% durante entre 2006 y 2018, esto como resultado de una valorización promedio del 6,42% en el valor real de las viviendas. De acuerdo con los índices de precios del Banco de la República y el DANE, Bogotá es la ciudad que ha presentado el mayor incremento en el valor real de las viviendas; con una variación del 112% entre el período 2006-2018. Medellín presenta una caída menos pronunciada que Bogotá, la pérdida de poder adquisitivo en esta ciudad fue de 21,8% durante el mismo período, con un crecimiento del precio real de las viviendas del 81% (ver gráfica E2.7).

Cali había mostrado una tendencia divergente hasta 2013, alcanzando un índice de asequibilidad de 99,8 en ese año. Sin embargo, a partir de ese momento un mayor crecimiento de precios en los últimos 5 años ha hecho que alcance una caída en el valor adquisitivo similar a la del total nacional para todo el periodo descrito. En particular, para la ciudad de Cali se observó un crecimiento promedio real del 5,35% en el precio de las viviendas entre los años 2018 y 2019, por encima de 3,27% presentado en Bogotá y 3,77% observado en Medellín. Por último, es pertinente resaltar la evolución de la capacidad de compra de las demás ciudades intermedias, la cual cerca de un 6%, una proporción mucho menor a la registrada en las ciudades más grandes.

Gráfica E2.10. Variación índice de asequibilidad por ciudades 2006-2018



Fuente: Cálculos propios, Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, Banco de la República

Conclusiones

Los resultados muestran que la capacidad de compra con crédito hipotecario de los hogares ha caído un 10,1% en los últimos 15 años, influenciada principalmente por la tendencia en los precios de las viviendas, que para el total nacional se duplicaron durante el periodo analizado (2006-2019). Este comportamiento estuvo parcialmente contrarrestado por el desempeño del ingreso y las variables financieras (tasas de interés y horizonte del crédito). En particular, la cuota por millón ha caído entre 20% y 30% para los distintos segmentos de vivienda y para el total nacional en el periodo analizado.

La reducción en la capacidad de compra de vivienda de los hogares colombianos estuvo concentrada en los hogares de menores ingresos y las principales ciudades. Por esto, con el fin de promover la profundización financiera de la cartera hipotecaria, es necesario articular la política de financiamiento con el resto de la política de vivienda. La falta de oferta de vivienda a precios asequibles puede limitar el crecimiento de la profundización financiera. Algunas alternativas para avanzar en esa dirección se presentan a continuación.

Teniendo en cuenta que el impacto ha sido particularmente importante en el segmento de vivienda de interés social, es conveniente analizar la posibilidad de permitir, como se hizo hasta la década de los 90, la aplicación de los distintos programas de subsidios existentes en la actualidad a la compra de vivienda usada. Lo anterior con el fin de ampliar la oferta de vivienda disponible para estos hogares y contribuir a una dinámica menos pronunciada de crecimiento en los precios de ese segmento. En todo caso, es necesario analizar esta alternativa teniendo en cuenta la viabilidad de garantizar estándares mínimos de calidad de la vivienda, el impacto en los precios de la vivienda usada, la generación de empleo y el crecimiento sectorial. También es conveniente revisar la definición de los techos de precio para las viviendas de esta categoría, en particular la indexación al monto del salario mínimo, toda vez que puede presentarse el efecto de convergencia de la oferta hacia los mismos. En todo caso se requiere balancear el impacto que tienen los precios en la capacidad de compra y el acceso a subsidios de los hogares, y por otra parte la disponibilidad de oferta en este segmento de mercado.

En este sentido sería pertinente realizar un estudio que revise el impacto de los programas de subsidios en los precios de la vivienda de interés social y que considere los cambios en los topes de vivienda realizados en 2019. Las restricciones a la aplicación de los subsidios del gobierno a la vivienda nueva y la imposibilidad de venta de los inmuebles por parte de los beneficiarios generan una segmentación del mercado, y una brecha en precios significativa por lo que revisar la aplicación de estas restricciones es fundamental con el fin de unificar el mercado y reducir los precios de la vivienda susceptible de ser financiada, permitiendo también optimizar los recursos de los programas de subsidios disponibles.

De la misma forma es crucial entender el impacto de la evolución de los precios del suelo en el valor final de las viviendas para optimizar el diseño de la política pública. En la actualidad se carece de datos para hacer seguimiento a los precios de suelo urbano y la mayor parte de los índices de precios de vivienda disponibles se concentra en las principales áreas urbanas del país por lo que es urgente ampliar el alcance hacia otros municipios. En consecuencia, es necesario diseñar una agenda con la Superintendencia de Notariado y Registro y las demás entidades involucradas en el tema con el fin de diseñar índices que permitan avanzar en este objetivo.

Es necesario aumentar la disponibilidad de suelo urbano, el cual tiene un impacto cada vez mayor en el precio final de vivienda, mediante la aprobación de planes parciales, la construcción de infraestructura de servicios públicos y las revisión de la instrumentos de ordenamiento territorial en las principales aglomeraciones urbanas del país, donde hay un desplazamiento hacia municipios aledaños, resultado en pérdidas de productividad por mayores tiempos de transporte, y mayores necesidades de inversión pública en infraestructura que no pueden ser financiadas completamente por instrumentos de captura de valor del suelo en proyectos VIP y VIS en zonas de expansión. En este sentido, también se deben potenciar alternativas que no requieran expansión del área urbana y que puedan aprovechar las infraestructuras existentes como es el caso de la renovación urbana.

Reconociendo el rol central de la evolución de los precios de los inmuebles en la asequibilidad de los hogares al mercado de vivienda y por este canal a la demanda de crédito, es pertinente avanzar en la agenda de productividad del Ministerio de Vivienda, con el fin de promover mejoras en los costos de producción de las viviendas que considere una revisión de tecnologías de construcción y una mejor cualificación del talento humano, así como continuar desarrollando una agenda nacional BIM (Building Information Modeling, por sus siglas en inglés).

Por otra parte, la reducción de tasas de interés y el alargamiento de los plazos de los créditos han sido factores importantes en la reducción de los costos financieros de la historia reciente. Continuar con esa tendencia va a implicar retos mayores teniendo en cuenta los menores niveles de tasas de interés actuales y el impacto decreciente de los incrementos adicionales en plazo sobre el valor de las cuotas que pagan los hogares.

El piso efectivo que representa la tasa de largo plazo de la deuda pública como costo de oportunidad de los recursos prestados por los bancos y referente de las tasas de las titularizaciones y bonos hipotecarios, implican que las medidas que permitan rebajar el costo de la deuda soberana pueden tener un impacto significativo sobre la profundización hipotecaria. En ese sentido, la consolidación de la posición fiscal y la promoción del ahorro público y privado de la economía son deseables desde la perspectiva macroeconómica.

Adicionalmente, medidas que permitan una mejor gestión del riesgo de los deudores hipotecarios y un perfilamiento más eficiente de los mismos, tales como las listadas en las recomendaciones del capítulo 4 (mejoras en la ejecución de las garantías, fuentes de información alternativas, programa semillero de propietarios, entre otras) pueden permitir una reducción adicional de la tasa de interés.

El mercado de crédito hipotecario se beneficiaría de un mayor nivel de competencia el cual contribuiría a reducir los márgenes de intermediación y las altas tasas de interés reales que algunos estudios han señalado para Colombia[39]. En este sentido, avanzar en la agenda general de remover barreras de entrada para nuevos jugadores en el sistema financiero del país es importante. Así mismo, la consolidación de mecanismos que permitan una comparación más fácil de los productos disponibles en el mercado, tales como el Valor Total Unificado de los productos financieros[40] y la disponibilidad de herramientas de comparación en la SFC y en el mercado ayudarían a potenciar la competencia. Teniendo en cuenta que la caída en

39. OCDE (2017).
40. Valor Total Unificado (VTU) introducido por la Ley de Precios Transparentes.

tasas de interés ha sido menor para el segmento VIS y aprovechando la oferta de valor que hoy existe en el FNA, es necesario profundizar las reformas operativas y administrativas de la entidad. Ya hoy la tasa ofrecida por el Fondo es menor a la del resto del mercado en el segmento VIS. Sin embargo, los tiempos adicionales requeridos para los desembolsos por parte de la entidad reducen la propuesta de valor generada para los usuarios.

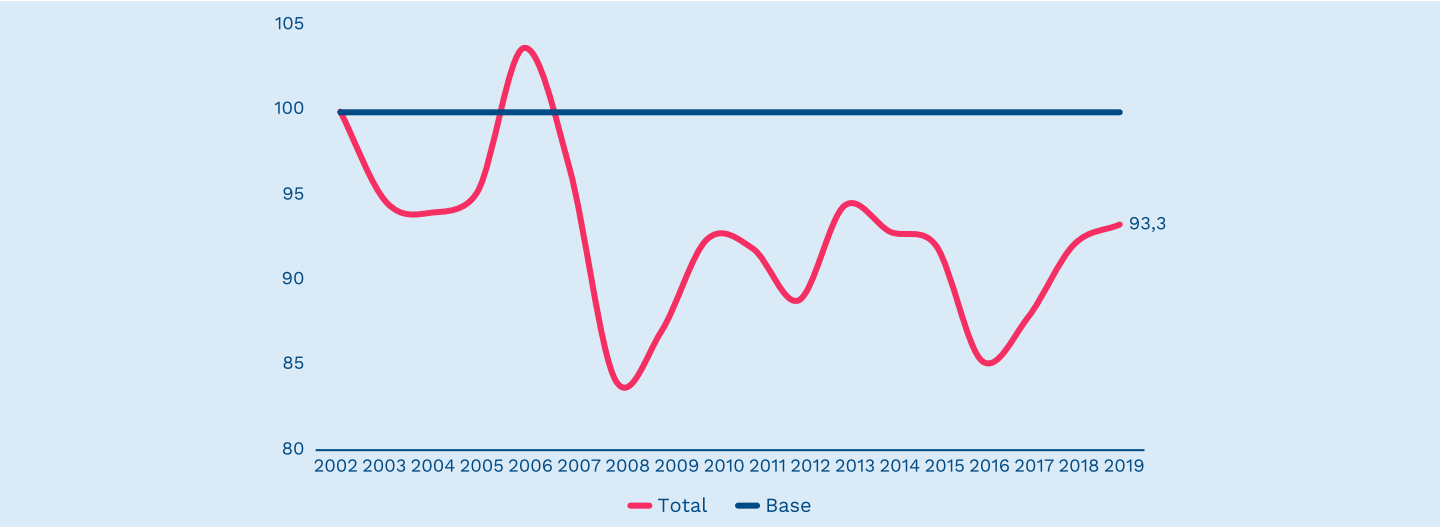
Anexo E2.1. Índice de asequibilidad base 2002

Es necesario tener en cuenta que la selección del periodo base del índice puede tener un impacto en las conclusiones derivadas del ejercicio y en esta medida, en el presente anexo se presentan las razones metodológicas y de restricciones de información por las que el año 2006 fue elegido año base.

En primer lugar, 2006 marca el inicio de la aceleración en el crecimiento del precio real las viviendas. De acuerdo con el índice de precios reales del Banco de la República, para el agregado nacional, los valores reales de las viviendas en Colombia presentaron un crecimiento real de 11,2% en el año 2006 lo que se contrasta con el incremento de 1,9% observado en 2005 y 1% en 2004. El cambio estructural en la evolución de precios justificaría la elección de este año como punto de comparación. En segundo lugar, se presentaron restricciones de información. El formato 341 de la Súper Intendencia Financiera de Colombia del cual se obtuvo información referente a tasas de interés, precios de vivienda, plazos hipotecarios y Loan to Value no permite rastrear información previa al año 2005.

En todo caso, se puede realizar un ejercicio de consistencia con un año base anterior bajo algunos supuestos. Se utiliza para los años anteriores a 2005 los primeros datos disponibles en términos del horizonte de duración de los créditos (13,5 años). También se utilizó el índice de precios del Banco de la República para vivienda usada (IPVU) y las tasas de interés disponibles para los desembolsos de crédito para adquisición de vivienda disponibles en esta entidad desde 2002. Finalmente, el ingreso varía de acuerdo con el PIB per cápita (empalmado con base en las tasas de crecimiento para los datos previos a 2005) y el SMMLV de cada año.

Gráfica E2.A1. Índice de asequibilidad año base 2002



Fuente: Cálculos propios, Banco de la República

Utilizar el 2002 como año de referencia no modifica algunas de las principales conclusiones obtenidas en el ejercicio descrito en el presente eje. A partir del año 2006 la serie presenta un comportamiento decreciente de largo plazo como se presentó en el ejercicio original. El nuevo año base modifica el nivel, pero no la tendencia del índice de asequibilidad, por que las conclusiones presentadas no difieren. La reducción en la capacidad de compra de vivienda por parte de los hogares colombianos frente el momento inicial es de 6,7%, menor al estimado al estimado en el ejercicio original.

Anexo E2.A2. Descomposición del índice de asequibilidad por ciudad



Fuente: Cálculos propios, Superintendencia Financiera de Colombia

05.3 | Eje 3: Profundización e Inclusión Financiera: efectos de los bajos ingresos y la informalidad

Introducción

Los resultados de los ejercicios del Eje 1 de la investigación muestran la preferencia en términos financieros de la opción de compra frente al arriendo particularmente en el caso de las viviendas de interés prioritario e interés social. Adicionalmente, el Eje 2 aborda el deterioro en la capacidad de compra de vivienda, que ha afectado con particular intensidad a los hogares de menores ingresos a pesar de la mejora en las condiciones financieras a que pueden acceder. En este sentido es necesario analizar el rol de la capacidad de pago de los hogares como una de las determinantes de la falta de acceso de las familias a productos hipotecarios.

Para analizar el impacto de las restricciones de ingreso, y su interacción con los programas de subsidio y límites regulatorios, se presenta un ejercicio de simulación que compara la capacidad de pago de los hogares por decil de ingreso, teniendo en cuenta el nivel máximo permitido de cuota sobre ingreso, y las cuotas estimadas en los distintos escenarios de subsidios y límites a la carga financiera de los créditos hipotecarios.

En este sentido, este eje se enfoca en los mecanismos mediante los cuales el ingreso y la informalidad laboral pueden crear barreras de acceso al crédito hipotecario en Colombia. En primer lugar, se realiza una revisión de literatura referente a la relación de estas variables en América Latina y Colombia. Posteriormente, se presenta una caracterización del ingreso e informalidad de las familias colombianas y su relación con el déficit habitacional y el tipo de tenencia. Por último, se realiza el ejercicio de simulación anteriormente descrito.

Antecedentes en América Latina y Colombia

Los aportes hechos por el BID (2012) al estudio del déficit de vivienda y el acceso al crédito hipotecario en América Latina y el Caribe marcaron un referente en los estudios posteriores relacionados con este tema. Allí se realizó un análisis del 95% de los países de la región que agrupó datos de déficit de vivienda y profundización hipotecaria desde una perspectiva de disminución de las brechas entre la población de menores ingresos y mayores ingresos. El estudio reconocía que, si bien se han logrado importantes avances en la superación de los déficits de vivienda, el mercado hipotecario aún era insuficiente para satisfacer las necesidades de la población de menores ingresos en la mayoría de los países de la región.

Duncan (2004) estudia las causas de las inadecuadas condiciones de vivienda en América Latina y el Caribe a principios del siglo XXI en donde se destacan la pobreza, bajo niveles de ingreso, condiciones de empleo y falta de acceso al financiamiento como factores claves. El autor reconoce como el crédito hipotecario es un vehículo para superar las carencias de vivienda al cual los hogares de menores ingreso presentan barreras de acceso. En la medida en que mejoraron las condiciones de los primeros siete factores en algunos países de la región, disminuyó el déficit de vivienda (BID, 2012) e incrementó la expansión del financiamiento de vivienda (Yong, 2014)

Respecto a las publicaciones en Colombia, con base en una encuesta realizada en el 2005 a potenciales beneficiarios de crédito de vivienda Rocha et al. (2007) hallan una relación positiva y estadísticamente significativa entre los ingresos, contar con una cuenta de ahorro programado, los niveles de educación, el tamaño del hogar y ser trabajador formal con la probabilidad de acceder a un crédito de vivienda para personas con ingresos entre 1 y 3 SMMLV. La relación es negativa y significativa entre la probabilidad de acceder a un crédito y la solicitud a un banco privado, y positiva cuando la solicitud era a entidades del gobierno, Cajas de Compensación Familiar o Cooperativas. Mesa y Villaveces (2008) concluyen que para avanzar en el proceso de incrementar el acceso para personas de menores ingresos es necesario aumentar la presencia en las zonas más dispersas del país.

La revisión de la literatura muestra que en general Colombia ya cuenta con algunos de los instrumentos que se han recomendado e implementado exitosamente en otros países, pero existen otros que no se han tenido en cuenta y podrían resultar efectivos. En particular, de los mecanismos que recomienda el estudio de la CEPAL (Gonzáles, 2005), varios han sido implementados en Colombia en los últimos años, a saber: 1) Alinear los incentivos del sector financiero y la capacidad de pago de la población de menores ingresos por adjudicación de los subsidios de los programas que involucran la participación del sector financiero privado; 2) Contar con programas de subsidios directos complementados con tasas preferenciales para la población de menores recursos por la implementación del programa “Mi Casa Ya”; 3) Diseñar garantías estatales para cubrir el riesgo crediticio de los créditos hipotecarios mediante coberturas sobre tasa de interés del Fondo Nacional de Garantías (FNG) y el FRECH, esta figura ha sido utilizada en el pasado pero no se encuentra vigente en la actualidad; 4) Promover la formación de mercados secundarios de hipotecas por el crecimiento de la Titularizadora Colombiana; 5) diseñar productos que estimulen el ahorro previo para vivienda a través del sistema financiero por el programa Semillero de Propietarios y las cuentas de ABC del FNA.

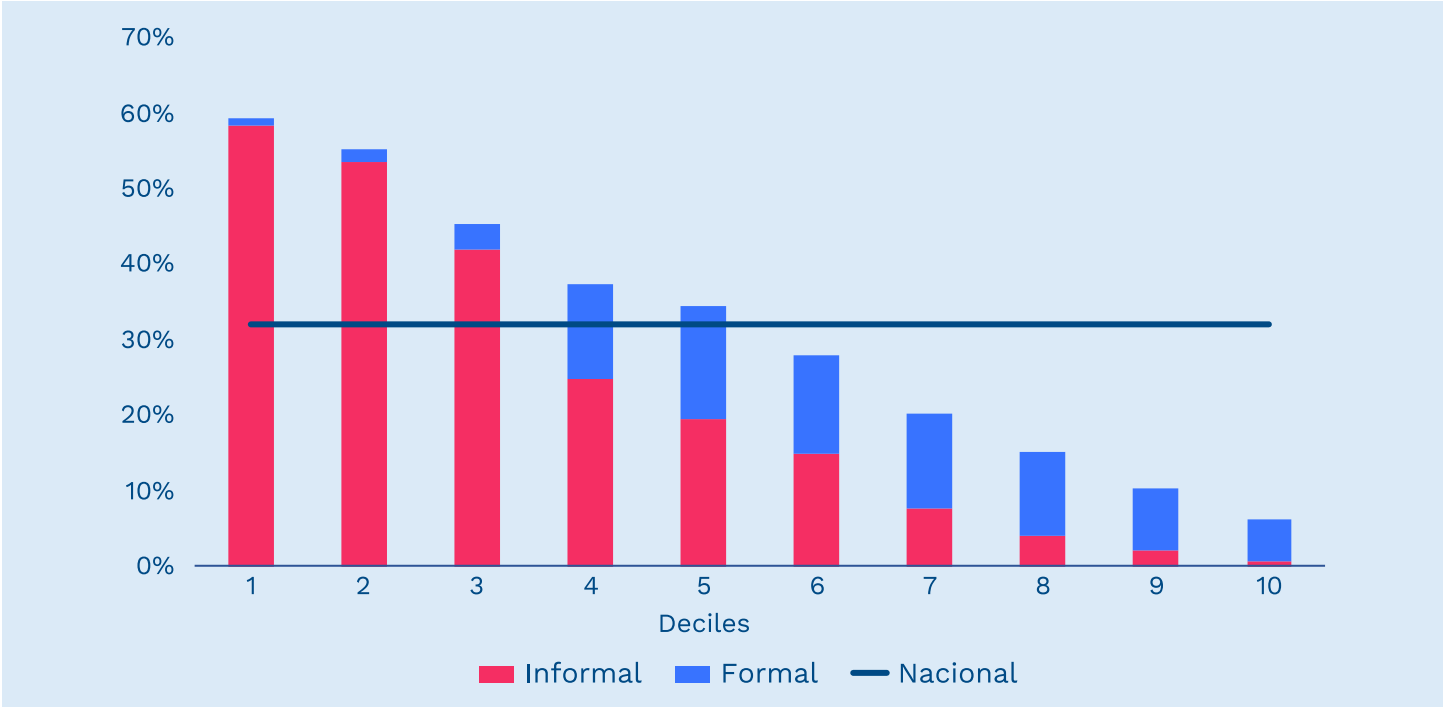
Caracterización de Ingresos, Formalidad y Tenencia de Vivienda de los Hogares en Colombia

Un hogar que desea adquirir una vivienda a través de un crédito hipotecario debe cumplir con algunos requisitos de ingreso y formalidad. En primer lugar, el ingreso del hogar debe ser lo suficientemente alto para generar un ahorro que le permita solventar la cuota inicial de una vivienda y posteriormente pagar las obligaciones mensuales que generó el crédito. Por otro lado, la formalidad del ingreso genera confianza en la entidad financiera ante la cual el hogar desea adquirir su crédito hipotecario y facilita el otorgamiento del préstamo, y está asociada al monto del subsidio máximo que puede recibir un hogar. La presente sección realiza una caracterización de los ingresos y formalidad de los hogares colombianos además de relacionar estas variables con el tipo de tenencia y el déficit habitacional.

Los hogares en Colombia tienen un nivel de ingreso bajo, lo cual resulta en una primera limitación para acceder a una vivienda formal a través de un crédito hipotecario. De acuerdo con la GEIH (2018) el 26.7% de los hogares en Colombia reciben un ingreso inferior a 1 SMMLV y el 57.9% de las familias devengan un ingreso inferior a 2 SMMLV. El anexo E3.1 muestra la distribución del ingreso para los hogares colombianos y el ingreso promedio de las familias por decil.

Además de bajos niveles de ingreso los hogares colombianos también presentan una alta incidencia de informalidad laboral. Utilizando la misma fuente de información se encontró que el 56% de las familias colombianas tienen un ingreso informal, excluyéndolas casi de manera automática del sistema de financiación hipotecario. Los primeros tres deciles de ingreso presentan la mayor proporción de hogares informales con un 96% de incidencia. La informalidad disminuye a medida que el ingreso familiar crece ubicándose en el 8% para las familias de mayores ingresos.

Gráfica E3.1. Déficit de vivienda por deciles de ingreso, y formalidad laboral



Fuente: GEIH 2018, Saavedra et al. (2020)

La gráfica E3.1 muestra una relación negativa entre nivel de ingreso y déficit habitacional además de una relación positiva entre informalidad y carencias de viviendas: El déficit de vivienda en el país está concentrado en los hogares de los deciles de ingreso más bajos y afecta principalmente a la población informal. En particular, en los tres primeros deciles cerca de la mitad de los hogares no tienen vivienda adecuada y corresponden casi totalmente a población informal. Mientras que en los deciles 4, 5 y 6, alrededor del 30% de los hogares están afectados por el déficit, incluyendo entre 13% y 15% de hogares formales en cada decil.

Otra manera más directa de observar la exclusión financiera de crédito hipotecario para los hogares de menores ingresos, que como ya se evidenció son en su mayoría informales, es la distribución del tipo de tenencia por nivel de ingreso y en particular, el porcentaje de hogares que habitan una vivienda que la están pagado a través de crédito hipotecario. Esta información se puede observar en la tabla E3.1, la cual recoge datos de la GEIH 2018.

Las mayores tasas propiedad se encuentran en los dos extremos de la distribución del ingreso, esto es el resultado de dos procesos opuestos; mientras que las altas tasas de propiedad en los deciles de menores ingresos son el resultado de un proceso de autocons-

trucción y legalización (Saavedra et al. 2020), los hogares de mayores ingresos acceden a la propiedad mediante el mercado formal de crédito hipotecario. Cabe resaltar que sólo 3,32% de los hogares reportan estar pagando una hipoteca, una cifra muy inferior a la registrada en los países de la OCDE, incluyendo a casi 10% de los hogares en los otros dos países latinoamericanos de la muestra -México y Chile[41].

Tabla E3.1. Porcentaje de propiedad, arrendamiento y otros por decil de ingreso

Decil de ingreso	Propietarios	Propietarios con hipoteca	Arrendatarios	Usufructo	Sin título legal	Otro
1	41,75%	0,98%	22,66%	28,26%	5,93%	0,43%
2	38,50%	1,22%	29,76%	24,63%	5,72%	0,17%
3	34,52%	1,64%	35,47%	23,77%	4,39%	0,21%
4	28,72%	1,64%	44,49%	21,52%	3,52%	0,12%
5	29,75%	1,99%	43,00%	21,69%	3,41%	0,16%
6	32,35%	2,47%	44,22%	17,40%	3,19%	0,37%
7	33,02%	3,18%	47,05%	14,11%	2,43%	0,21%
8	35,63%	3,98%	44,79%	13,29%	2,01%	0,30%
9	40,83%	5,86%	40,79%	10,80%	1,47%	0,26%
10	49,98%	10,15%	32,31%	6,96%	0,55%	0,06%
Total	36,51%	3,32%	38,48%	18,21%	3,26%	0,23%

Fuente: GEIH (2018), Saavedra t al. (2020)

Adicionalmente, la probabilidad de poseer un crédito hipotecario está correlacionada positivamente con los niveles de ingreso pues tal como se observa en la tabla E3.1 a medida que los hogares poseen mayor ingreso la proporción de familias que cuentan con un crédito hipotecario aumenta. En los seis primeros deciles menos de 2,5% de los hogares está pagando hipoteca (porcentaje que cae a menos del 1% en el decil 1), frente a 10,2% de los hogares del decil de mayores ingresos. Este menor acceso a cartera hipotecaria contrasta con los hallazgos del eje 1 en el sentido que para las viviendas VIP y VIS, es preferible financieramente comprar a arrendar vivienda.

A pesar de que la distribución de hogares en arriendo tiene un mayor grado de uniformidad, con una variación máxima de 7 puntos porcentuales entre deciles de ingreso, no sucede lo mismo con la proporción del ingreso que los hogares destinan para pagar el canon de arrendamiento. Al observar la proporción del ingreso que los hogares arrendatarios destinan para pagar el canon de arrendamiento se encuentra que existe una relación negativa entre ingreso y la carga financiera en arrendamiento para el hogar. Una familia perteneciente al primer decil de ingreso gasta en promedio el 55,6% de su ingreso en el arrendamiento de una vivienda, lo que significa que este hogar gasta 41 puntos porcentuales más que un hogar

41. Ver Gráfica E1.1, en el Eje 1 para mayor detalle.

ubicado en decil 10 de ingreso (ver tabla E3.2). El ingreso puede convertirse en una barrera de acceso al crédito, dado que las familias arrendatarias de menores ingresos que desean adquirir una vivienda mediante una hipoteca tienen una menor proporción de ingreso disponible para ahorrar y realizar el pago de la cuota inicial.

Tabla E3.2. Porcentaje de ingreso dedicado a pago de hipoteca y arrendamiento por decil de ingreso

Decil de ingreso	% de arrendatarios	Proporción del ingreso en arriendo	Valor COP
1	5,75%	55,60%	$140.072
2	7,97%	45,70%	$225.102
3	8,89%	37,80%	$279.876
4	11,61%	34,10%	$318.821
5	11,21%	29,80%	$341.355
6	11,53%	26,40%	$383.714
7	12,27%	22,90%	$423.877
8	11,69%	20,00%	$477.796
9	10,65%	17,20%	$571.847
10	8,44%	14,60%	$980.873
Total	100,00%	27,80%	$429.510

Fuente: GEIH (2018), Saavedra et al. (2020).

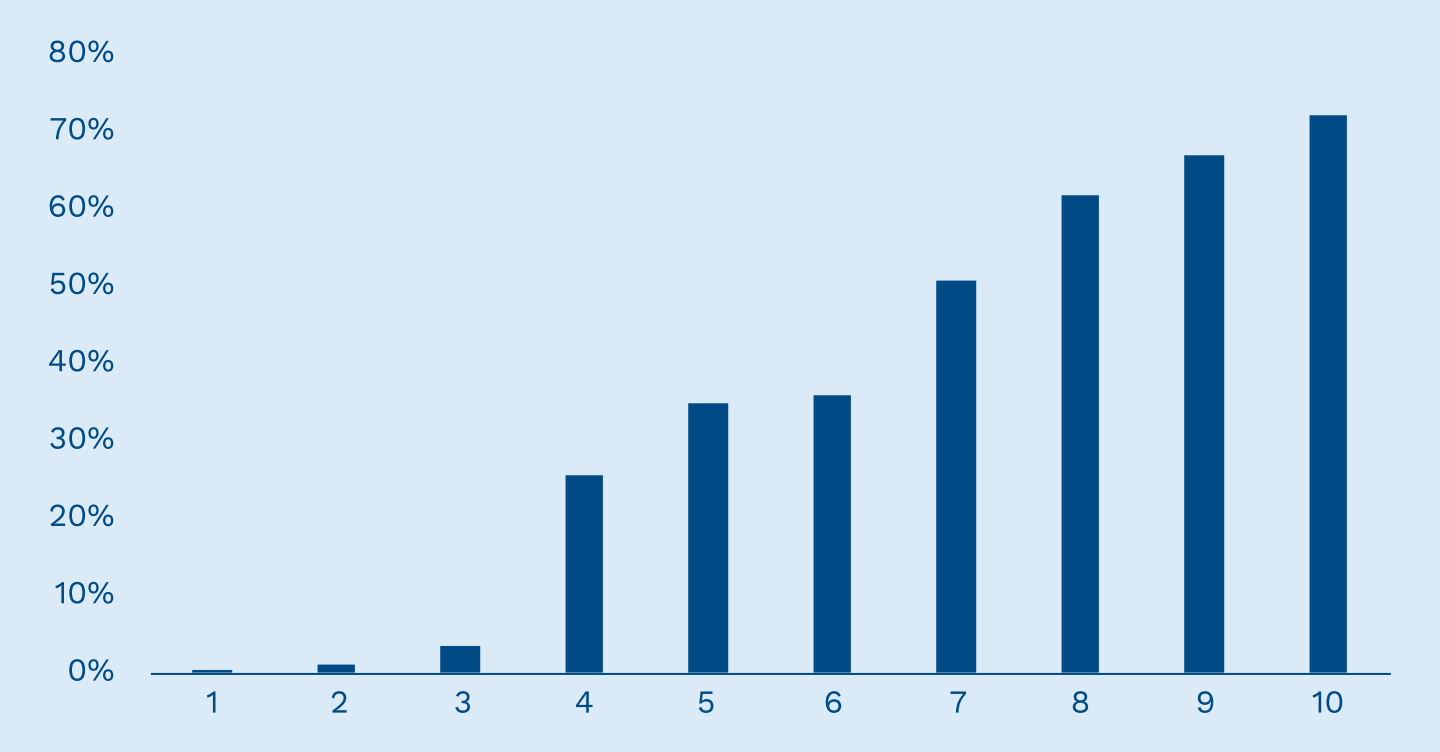
Simulación en la adquisición de vivienda

Para analizar el impacto de las restricciones de ingreso sobre el acceso a vivienda mediante créditos hipotecarios, y su interacción con los programas de subsidio y límites regulatorios, se presenta un ejercicio de simulación que compara la capacidad de pago de los hogares por decil de ingreso, que resulta de multiplicar el ingreso de los hogares por la razón de cuota a ingreso especificada, y las cuotas estimadas en los distintos escenarios de subsidios. El universo muestral del presente ejercicio son los 7,06 millones de hogares urbanos no propietarios, dado que son estos hogares quienes podrían llegar a recibir los diferentes subsidios gubernamentales existentes.

Se parte de la estimación de una cuota de vivienda hipotética de un crédito en pesos a tasa fija con base en los parámetros fundamentales: principal, tasa de interés, subsidios (cuota inicial y tasa de interés), número de períodos del crédito, Loan To Value y ahorro para la cuota inicial. El hogar puede acceder a la financiación de la vivienda si la cuota estimada es inferior al 30% de sus ingresos mensuales, de lo contrario queda excluido. También se presenta como punto de comparación el escenario en el que el límite máximo de la razón cuota a ingreso se lleva a 40%.

Se presentan tres escenarios de subsidios: i. Con concurrencia, para hogares con ingreso hasta 2 SMMLV podrán recibir un subsidio a la adquisición de 50 SMMLV para la cuota inicial (20 SMMLV aportados por el gobierno y 30 por la caja de compensación) y cobertura de tasa de interés; ii. Sin concurrencia, para hogares con ingresos de menos de 2 SMMLV no afiliados a caja de compensación familiar, que reciben 30 SMMLV para cuota inicial a través del programa Mi Casa Ya del gobierno nacional y cobertura de tasas de interés; y iii. hogares con ingresos de más de 2 SMMLV, que pueden acceder a un subsidio de 20 SMMLV por parte del gobierno para la cuota inicial, y a coberturas de tasa de interés equivalentes a 4% de reducción de las tasas de interés para los primeros 7 años del crédito.[42]

Gráfica E3.2. Proporción de hogares afiliados a Cajas de Compensación Familiar, por decil de ingreso



Fuente: GEIH 2018. Saavedra et al. (2020)

Previo al decreto 1533 de 2019, los hogares podían ser beneficiarios de un único subsidio a la adquisición de vivienda. Tras la modificación conocida como “concurrencia”, los hogares con ingresos de menos de 2 SMMLV pueden recibir simultáneamente el subsidio del gobierno nacional y de la caja de compensación, una medida que favorece principalmente a los hogares formales que están afiliados a estas últimas entidades. La gráfica E3.2 muestra la proporción de hogares con afiliación a una Caja de Compensación por decil de ingreso, evidenciando una relación positiva entre los niveles de afiliación y los de ingreso: mientras para los primeros tres deciles de ingreso la afiliación a cajas es cercana a cero, en los tres más altos supera el 60% de los hogares.

42. Previo al decreto 1533 de 2019, los hogares podían ser beneficiarios de un único subsidio a la adquisición de vivienda. Tras la modificación conocida como “concurrencia”, los hogares con ingresos de menos de 2 SMMLV pueden recibir simultáneamente el subsidio del gobierno nacional y de la caja de compensación.

La tabla E3.3 muestra los parámetros utilizados para la estimación bajo los tres escenarios. La simulación tomó como precio base una vivienda de 96 SMMLV que corresponde al percentil 25 de la distribución del precio de las viviendas adquiridas mediante crédito hipotecario en el año 2019 de acuerdo con la información de los desembolsos contenida en el formato 341 de la Superintendencia Financiera de Colombia[43]. Por otro lado, la tasa de interés corresponde al promedio de 2018 a abril de 2020 de la tasa en pesos para adquisición de vivienda VIS tomada de la serie mensual de Banco de la República.

Tabla E3.3. Escenarios de hogares

Variable	Escenario 1 Concurrencia	Escenario 2 Sin concurrencia	Escenario 3 Hogares 2 a 4 SMMLV
Valor de la vivienda	96 SMMLV	96 SMMLV	96 SMMLV
Períodos	240 meses	240 meses	240 meses
Subsidio del gobierno	20 SMMLV	30 SMMLV	20 SMMLV
Subsidio de la CCF	30 SMMLV	0	0
Ahorros	6 SMMLV	6 SMMLV	0
Tasa de interés	11,6% EA	11,6% EA	11,6% EA
Subsidio a la tasa de interés	4% EA	4% EA	4% EA
Pago mensual del crédito	$258.213	$387.981	$490.954

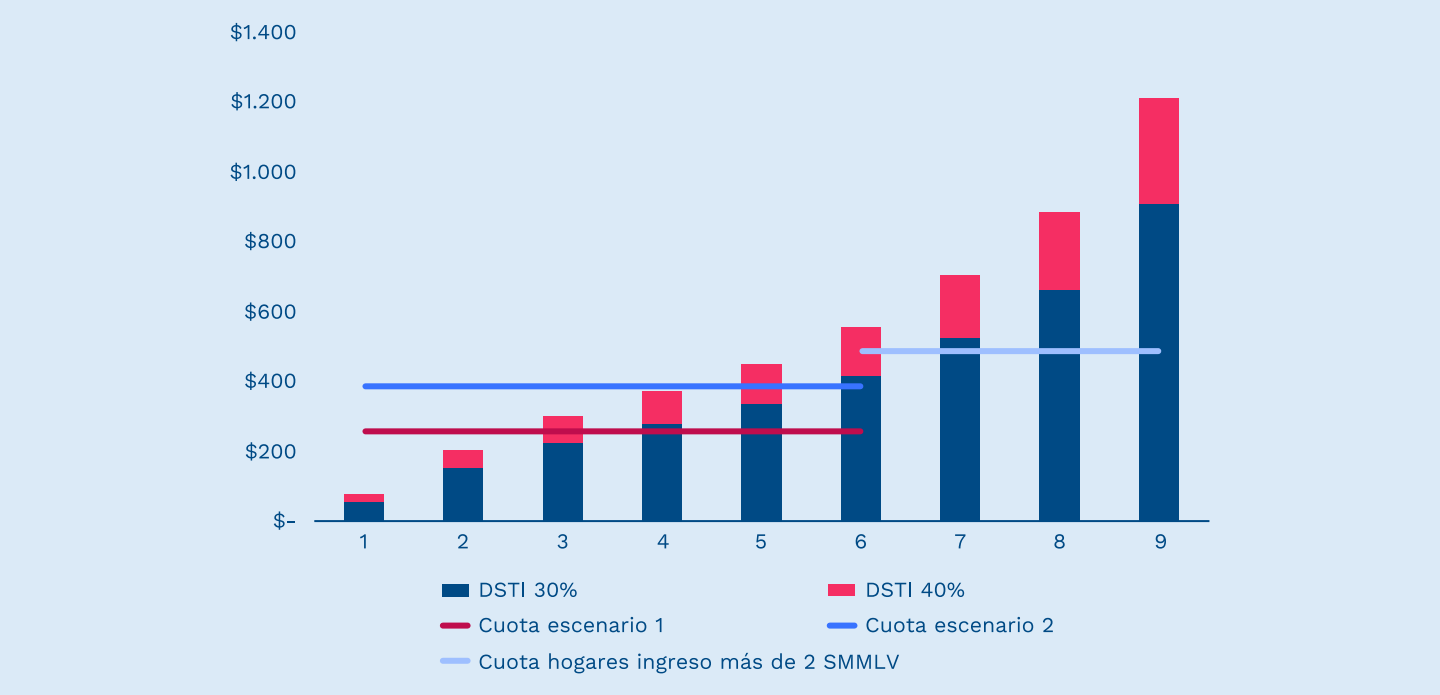
Nota: El ahorro corresponde al ahorro acumulado por un hogar del programa Semillero de Propietarios en la modalidad de arriendo.

Resultados de la simulación para el escenario de subsidios actual

Teniendo en cuenta los valores de los parámetros presentados se calculan las cuotas correspondientes a cada uno de los tres escenarios: Los hogares en el escenario 1, que reciben un subsidio tanto de la CCF como del gobierno, deberían asumir una cuota hipotecaria de $258,213 representada por la línea roja en la gráfica E3.3; en el escenario 2, los hogares sin concurrencia que sólo reciben el subsidio del gobierno, tendrían una cuota de $387,981 (Línea **azul**); finalmente en el escenario 3, los hogares con ingresos de más de 2 SMMLV, deben pagar una cuota de $490.954 bajo los dos escenarios (línea **celeste**). Bajo esta simulación, la informalidad del ingreso asociada a la imposibilidad de acceder a los subsidios de las CCF está asociada con un aumento en el pago mensual del crédito hipotecario del 51%.

43. No se toma el valor VIP como referencia por la limitada disponibilidad de este tipo de vivienda; de acuerdo con Galería Inmobiliaria solo el 11% de las viviendas de Interés Social en el año 2019 corresponden a viviendas de categoría VIP.

Gráfica E3.3 Deciles de ingreso que pueden acceder a un crédito hipotecario en los escenarios 1 y 2



Fuente: GEIH 2018. Cálculos propios para el valor de la cuota.

Se encuentra que para el 30% de los hogares de menores ingresos no es viable su acceso al sistema de financiamiento hipotecario debido a su bajo nivel de ingreso familiar y capacidad de ahorro para el pago de la cuota inicial, situación que se profundiza por su informalidad laboral y falta de historial crediticio. Estas limitaciones se ven exacerbadas por el acelerado crecimiento del precio de las viviendas VIP y VIS han tenido una mayor valorización en los últimos cinco años que la No VIS, lo cual afecta aún más la asequibilidad de estos tipos de viviendas por parte de este grupo de ingreso. Una solución de vivienda para este grupo poblacional no puede darse a través del crédito hipotecario.

Por otro lado, los hogares de ingreso medio encuentran como principales barreras para el crédito hipotecario: la elevada carga del arrendamiento que limita la capacidad de ahorro para el pago de cuota inicial, alta dependencia de los hogares a los subsidios gubernamentales a la cuota inicial y tasa de interés, además de elevados niveles de informalidad que reduce el subsidio para la compra de vivienda. Para los hogares de ingreso medio-bajo (deciles 4 y 5 de la distribución de ingresos), el ingreso deja de ser una barrera acceso sólo si estos cuentan con ingresos formales que los hacen potenciales beneficiarios de un subsidio concurrente entre el gobierno y las Cajas de Compensación Familiar, una medida tomada por el gobierno a finales de 2019 y que debe consolidarse.

Finalmente, las familias de ingreso medio (deciles 6 y 7), no presentan dependencia el subsidio concurrente pues sus ingresos son suficientes para adquirir vivienda con un único subsidio de 30 SMMLV. Sin embargo, para los hogares del decil 6 que alcanzan ingresos por encima del 2 SMMLV (21% de este decil de acuerdo con datos de la GEIH) la cuota requerida con 20 SMMLV de subsidio de cuota inicial no sería alcanzable.

En este sentido se presenta también el escenario hipotético si el límite regulatorio de cuota sobre ingreso se flexibiliza hasta un nivel del 40%[44]. Bajo ese supuesto, la capacidad de pago de los hogares permitiría alcanzar a un decil adicional frente a todos los escenarios analizados: El decil 3 tendría capacidad suficiente para acceder a crédito hipotecario con concurrencia de subsidios (aunque el impacto sería marginal dada la baja tasa de afiliación a CCF de este decil); el decil 5 podría acceder a crédito sin concurrencia; y el decil 6 podría hacerlo bajo las condiciones disponibles para hogares de ingresos de más de 2 SMMLV. En ese sentido, en línea con las recomendaciones del capítulo del Marco Regulatorio, Estabilidad y Profundidad Financiera, sería conveniente analizar el incremento de ese límite para permitir el acceso a segmentos importantes de la población de menores ingresos.

Cambios en el subsidio a la tasa de interés

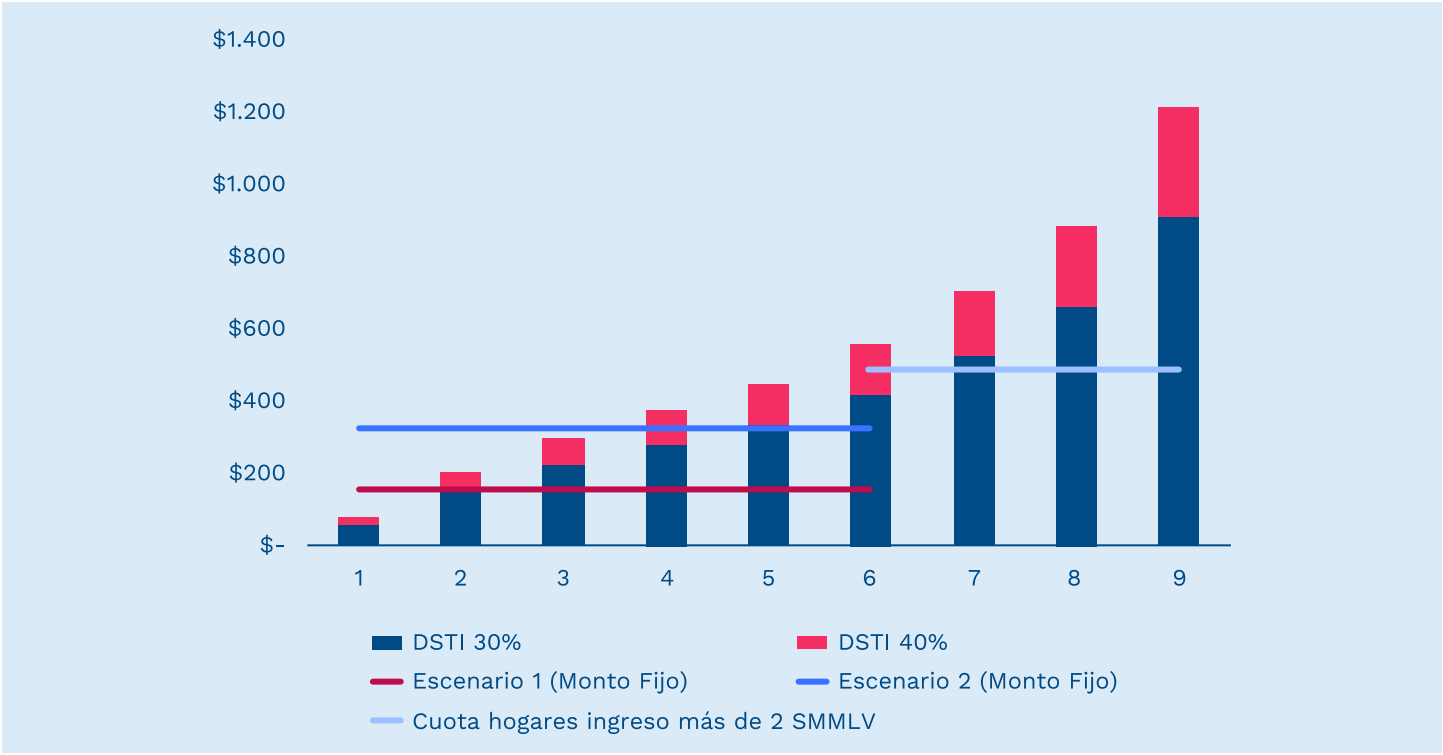
Por último, se realizó una variación sobre la simulación de asequibilidad en donde se incluyó la modificación propuesta por el MVCT para un subsidio a la tasa de interés de 18 SMMLV igual para todos los beneficiarios independiente del tipo de vivienda (VIS o VIP) y del valor del crédito. Este valor tiene como único destino la amortización de los intereses adquiridos en el crédito hipotecario. Esta modificación mitiga la regresividad del esquema vigente de subsidios a la tasa de interés para el segmento de interés social, además crearía un mayor acceso al crédito hipotecario para hogares de menores recursos.

La nueva simulación se realizó utilizando los parámetros propuestos en la tabla E3.3 exceptuando el mecanismo de subsidio a la tasa de interés. Para esto se dividió el valor de 18 smmv en 84 períodos correspondientes a la vigencia propuesta para la aplicación de la "tasa plana". Nuevamente se estimaron dos escenarios teniendo en cuenta la baja proporción de afiliados a cajas de compensación familias en los grupos más bajos de ingreso: Bajo el escenario 1 de concurrencia, el hogar debe realizar un pago mensual de $154.092 pesos (línea **vinotinto** en la gráfica E3.4). Bajo el escenario 2, sin concurrencia, el valor de la cuota es $325.102 pesos (línea **azul** en la gráfica E3.4).

La introducción de un monto fijo de subsidio independiente del valor del crédito propuesta por el MVCT no modifica las conclusiones generales de la simulación, pero reducen las cuotas de los hogares que adquieren viviendas de menor valor y permite el acceso de un decil adicional en cada escenario. Es decir que en el escenario 1 los hogares del tercer decil de ingreso pueden solventar la cuota estimada. Sin embargo, sólo el 3% de los hogares que pertenecen a este decil poseen una afiliación una Caja de Compensación Familiar, por lo que el impacto sería reducido. En el escenario 2, los hogares del decil 5 podrían acceder a crédito hipotecario sin concurrencia.

44. Este nivel es utilizado en otras jurisdicciones como Canadá y Luxemburgo, y en Colombia ha sido usado como umbral para definir vulnerabilidad financiera en los hogares por el Bando de la República y por el Fondo Monetario Internacional en su en la revisión del sistema financiero colombiano del FSAP de 2012.

Gráfica E3.4 Deciles de ingreso que pueden acceder a un crédito hipotecario en los escenarios 1 y 2 Bajo modalidad de monto fijo



Fuente: GEIH 2018 para ingresos por decil. Cálculos propios para el valor de la cuota.

Finalmente, si se tiene en cuenta un límite de cuota sobre ingreso del 40%, se lograría avanzar en cobertura de un decil adicional, llegando al decil 2 con concurrencia (aunque con las limitaciones de la baja tasa de afiliación para ese nivel de ingresos) y más importante, hasta el decil 4 sin concurrencia, potencialmente beneficiando a los hogares informales de ese segmento social.

Conclusiones

Uno de los principales retos para ampliar el acceso al crédito hipotecario para segmentos de hogares de menores ingresos es garantizar los cierres financieros. En ese sentido es conveniente revisar la estructura y focalización de los programas de subsidio y, en particular, avanzar en la propuesta del gobierno de igualar los subsidios FRECH-VIS a un monto fijo independientemente del valor del crédito, beneficiando a los hogares que compran vivienda de menor valor dentro de las alternativas de VIS. Con esto se reducen las cuotas de los hogares que tienen subsidio concurrente con Cajas de Compensación Familiar (CCF) en viviendas de menor valor (en particular VIP), por lo que se puede llegar a hogares formales de menores ingresos.

Desde la perspectiva regulatoria, el impacto de los límites incluidos en la regulación sobre la barrera de ingresos para el acceso de los hogares al crédito hipotecario es diversa. Mayores niveles de crédito frente al valor de la vivienda (LTV por sus siglas en inglés) profundizan la brecha de ingresos necesarios para adquirir vivienda a través de instrumentos hipotecarios, y en ese sentido la flexibilización de este parámetro no aborda la principal problemática

de acceso de la población de menores ingresos. Adicionalmente, los subsidios otorgados por el gobierno, aún para poblaciones informales son suficientes para cubrir la cuota inicial asociada a la Vivienda de Interés Social. Por el contrario, el límite de la razón de cuota a nivel de ingreso (DSTI por sus siglas en inglés) afecta de forma importante la capacidad de pago para el acceso a crédito hipotecario de amplios sectores de la población. Lo anterior es particularmente inquietante, toda vez que el gasto en vivienda ya es particularmente alto en los deciles de ingresos más bajos (30% o más del ingreso para los primeros cinco deciles de la población).

Estudiar la posibilidad de aumentar el límite para cuota sobre ingreso familiar a un nivel entre 35 y 40% sería una alternativa deseable para aliviar esta barrera de acceso. Para los hogares en los cinco primeros deciles de ingreso el gasto en arrendamiento puede superar el límite actualmente, y dado que, como se mencionó en el eje 1, para estos hogares es preferible comprar a arrendar con subsidio por tener un Valor Presente Neto superior, habilitar esta opción puede resultar en una mejora en el bienestar de estos hogares. En los ejercicios presentados se encuentra que un incremento del límite regulatorio hasta 40% permitiría alcanzar a un decil adicional frente a todos los escenarios analizados.

En todo caso, es importante resaltar que el aumento debe tener en cuenta los niveles considerados como riesgosos para la carga financiera de los hogares, y en ese sentido, en línea con lo propuesto en el capítulo de Marco Regulatorio, Estabilidad y Profundización Financiera, para minimizar sus riesgos sería conveniente mantenerse por debajo del 40%, un porcentaje observado en otras jurisdicciones como Canadá y Luxemburgo, y que en Colombia ha sido usado como umbral para definir vulnerabilidad financiera en los hogares por el Banco de la República y por el Fondo Monetario Internacional en la revisión del FSAP de 2012[45].

Como se mencionó en el capítulo 3, es fundamental mejorar la disponibilidad de datos para el análisis crediticio de los hogares a través de fuentes de información alternativas para promover el acceso a crédito de hogares informales. Adicionalmente, es necesario estructurar mecanismos que reduzcan el riesgo percibido por las entidades financieras, faciliten el análisis crediticio y mitiguen la incertidumbre de los ingresos de estos hogares. La utilización de garantías para los créditos en este nicho de mercado y la adopción de mecanismos que permitan cubrir la volatilidad de los ingresos (tales como el seguro de desempleo) son útiles para impulsar el acceso de estas familias al mercado financiero. Con el fin de limitar el riesgo asumido, los incentivos del gobierno para el desarrollo de estos instrumentos pueden estar enfocados en los productos que tienen un menor nivel de riesgo para las entidades financieras tales como el leasing habitacional.

Analizar los aumentos en las cuotas a partir del séptimo año cuando se termina el subsidio a la tasa de interés. Si los análisis de capacidad de pago se hacen sin considerar el subsidio se afecta la capacidad de inclusión de este mecanismo. El Ministerio de Vivienda debe liderar un análisis sobre el comportamiento de las cuotas después del octavo año y el mecanismo de evaluación de capacidad de pago. Propiciar espacios con Asobancaria para revisar mecanismos que permitan generalizar dentro de los bancos la práctica de considerar los subsidios en el análisis de capacidad de pago de los hogares.

45. Djoudad (2012) para el Banco de Canadá y Pacheco et al (2017) para Colombia.

Coordinar la oferta de subsidios del gobierno con las Cajas de Compensación Familiar (CCF), dado que el modelo de concurrencia de subsidios es fundamental para garantizar acceso para los afiliados en los deciles 4 y 5 de ingresos del país. Solamente en caso de ser afiliado a Caja de Compensación es posible tener cierre financiero para estos hogares. Para ellos deben hacerse rutas de atención a los beneficiarios a través de las oficinas de las Cajas de Compensación, mediante educación y planeación financiera. Es necesario recordar que la disponibilidad de recursos del FOVIS es residual en las Cajas de Compensación dependiendo del nivel de ingreso promedio de los afiliados por lo que los subsidios se concentran de forma desproporcionada en Bogotá, y en menor medida en Antioquia y Valle. Los subsidios concurrentes para hogares afiliados a CCF pueden ser insuficientes en regiones distintas a Bogotá-Cundinamarca, aumentando la importancia de la coordinación entre el gobierno y las CCF. Sin embargo, hay que balancear el punto anterior con el incremento autorizado para el techo de precio en segmentos VIP y VIS en las principales aglomeraciones del país, medida que puede requerir unos mayores recursos para los cierres financieros en estas zonas.

Deben mejorarse los controles en la verificación de condiciones de los programas. No hay un cruce sistemático para evitar ocultamiento de ingreso familiar y hay evidencia de hogares que sub-reportan el ingreso para maximizar el subsidio. Deben hacerse cruces con información SISBEN para verificar que se mejora la focalización de Mi Casa Ya a lo largo del tiempo.

Siguiendo la experiencia chilena (Gonzáles, 2005), estudiar la necesidad en el sector de la asignación de subsidios para cubrir los costos fijos en que se incurre para otorgar y administrar créditos hipotecarios de bajo monto, concentrados en hogares que reciben subsidio concurrente y pueden tener un crédito bajo frente a los costos operativos del otorgamiento.

Para los hogares de más bajos ingresos (deciles 1, 2 y 3 de la población) la estrategia de acceso a través de créditos hipotecarios es insuficiente y deben desarrollarse créditos para los mejoramientos de vivienda. Las necesidades de financiamiento para vivienda de las personas de menores ingresos y en condición de informalidad laboral y urbana están relacionadas con créditos de menor valor, a plazos más cortos y no necesariamente con garantía hipotecaria. En tal sentido, conviene potenciar programas como Casa Digna, Vida Digna del MVCT, y estimular alternativas de microfinanzas que sirvan para atender este tipo de necesidades de crédito, República Dominicana ha sido ejemplo de ello en América Latina (Gonzáles, 2005).

Los esquemas de apoyo a los microcréditos pueden partir de subsidios estatales, del desarrollo de garantías a través del Fondo Nacional de Garantías, y de facilidades de financiación a través de la Banca de Desarrollo (como Findeter y Bancoldex) a las entidades financieras que se concentran en este segmento y tienen mayores restricciones de capitalización y endeudamiento que los Bancos. El FNA debe estudiar la posibilidad de abrir una línea de microcréditos.

Anexo E3.1. Ingreso promedio por decil de ingreso en Colombia. Hogares urbanos no propietarios.

Grupo	Decil	Número de hogares	Ingreso
Bajo	1	707,347	$197,826
Bajo	2	706,595	$509,564
Bajo	3	706,913	$751,786
Medio-Bajo	4	708,377	$935,510
Medio-Bajo	5	705,362	$1,124,092
Medio	6	720,316	$1,399,635
Medio	7	693,524	$1,760,308
Alto	8	706,827	$2,214,747
Alto	9	707,172	$3,036,660
Alto	10	706,993	$6,620,500

Fuente: GEIH (2018)

05.4 | Eje 4: Mercado de Crédito Hipotecario frente a la coyuntura COVID-19

Introducción

La coyuntura actual del COVID-19 y los efectos económicos asociados pondrán a prueba la resiliencia del mercado de crédito hipotecario ante uno de los choques más significativos a la economía colombiana de los últimos cien años. El impacto simultáneo sobre la estabilidad macroeconómica, las tasas de interés, los precios de los activos y los niveles de empleo de la economía implican un reto monumental para mantener el funcionamiento de este mercado y proteger las bases sobre las que se desarrolló de forma que su operación y crecimiento en el escenario post pandemia sea sólida y sostenible.

Las decisiones de realizar las cuarentenas y restringir la actividad económica con el fin de salvaguardar las vidas de las personas ha llevado a una desaceleración general de la economía. De acuerdo con Fedesarrollo, el crecimiento esperado de 2020 está entre -5,0% y -7,9% y el desempleo podría continuar creciendo después de haberse duplicado en el mes de abril. Sin embargo, de acuerdo con la OECD se espera que este efecto sea transitorio, por lo que estiman que el crecimiento en 2021 se ubique entre 2,1-4,3%. Desde el comienzo

de la cuarentena los hogares han empezado a ver afectado sus ingresos y han ajustado de manera acorde su gasto. Así, estas condiciones económicas han generado una disminución de la demanda agregada de la economía y un deterioro de las condiciones para el crédito, disminuyendo la oferta y demanda.

En este contexto, el mercado hipotecario puede verse afectado por tres canales principales: i. El impacto de las condiciones económicas sobre la capacidad de pago de los hogares y su disponibilidad a comprar vivienda; ii. El efecto sobre los intermediarios financieros, en particular la reducción de los recursos disponibles para prestar y un incremento en la aversión al riesgo que se ve reflejado en condiciones más estrictas para el otorgamiento de crédito; y iii. La disrupción de la operatividad del sector, que puede impactar en el desarrollo de las obras y los procesos asociados a la compraventa de inmuebles.

El presente Eje de la investigación describe el impacto generado por la coyuntura actual en el sector de la construcción de vivienda, así como en el mercado de cartera hipotecaria en particular, y se analizan las principales medidas que ha adoptado el gobierno para enfrentar la situación. En la primera sección se presentan los principales canales de transmisión de la pandemia en el sector hipotecario identificados en la literatura; en la segunda, se realiza un análisis de los indicadores líderes del sector de la construcción y del crédito hipotecario; en la tercera, se describen las acciones de mitigación que ha tomado el Gobierno Nacional; y por último se presentan las conclusiones y recomendaciones.

Canales de transmisión de la crisis del COVID-19 al mercado hipotecario

En un estudio reciente, el Banco Mundial (2020) identifica tres principales canales a través de los cuales la pandemia puede impactar el mercado hipotecario: primero, el impacto en la capacidad de los hogares de cumplir con sus obligaciones y la disponibilidad para comprar vivienda y demandar créditos. Segundo, los efectos en las condiciones del sector financiero que afectan la disponibilidad de crédito, a través de condiciones de liquidez más restringidas, mayores requerimientos de provisiones y capitalización, y un incremento generalizado de la aversión al riesgo asociada a los mayores niveles de incertidumbre. Y tercero, la disrupción en la operación del sector vivienda que provee la oferta de los inmuebles demandados por los hogares y financiados a través del sistema financiero. El impacto de la crisis actual ha permeado todas las dimensiones de la sociedad colombiana con repercusiones profundas más allá de la crisis sanitaria y para entender prospectivamente el mercado de crédito es necesario analizar estos tres canales de transmisión de la crisis en el mercado hipotecario.

Hogares

En el caso de los hogares, la crisis tiene la posibilidad de aumentar los impagos de los créditos de las obligaciones hipotecaria y disminuir la demanda de estos en el futuro (Elmer y Seelig, 1999; Elul et al. 2010). Por esta razón el Gobierno está impulsando los periodos de gracia y las renegociaciones de los créditos, que permitan a los clientes actuales mantenerse al día con sus obligaciones a pesar del impacto que la coyuntura ha tenido en los niveles de actividad económica y de empleo. Un canal adicional se puede configurar a través del mercado de las viviendas de inversión, en las que el impago de los inquilinos llevaría al impago de las obligaciones.

Este canal puede tener un impacto más grande sobre los créditos de viviendas VIS debido a que los hogares de menores ingresos o en el mercado informal son los que potencialmente están más expuestos a los efectos económicos de la pandemia. Los hogares informales tienen en una menor estabilidad en los ingresos y por esto es más probable que tengan que acudir a sus ahorros por lo que la crisis afectará de manera importante su capacidad económica en el mediano plazo. Mientras que los hogares con bajos recursos no tienen la capacidad financiera de sobrevivir a periodos extensos de cuarentena en donde las oportunidades laborales disminuyen y los precios de productos básicos aumentan por la falta de oferta.

El deterioro de calidad de los créditos y el crecimiento de la cartera vencida se traduce en mayores niveles de riesgo percibido y llevaría a un aumento en las tasas de interés (Banco Mundial, 2020). La evolución reciente de las tasas de interés de los desembolsos de cartera hipotecaria, apuntan a un leve incremento, en especial para las viviendas de interés social, y pueden ser evidencia de este canal de transmisión. Un efecto adicional del incremento de las tasas de interés es el impacto negativo en la demanda de créditos por los costos asociados, lo que podría ahondar la reducción en la disposición a comprar vivienda por la disminución de los ingresos y el aumento de la aversión del riesgo de los hogares por la incertidumbre generada por el COVID-19.

Sector Financiero

Por otra parte, el sistema financiero se ve afectado debido a un empeoramiento de la calidad del cartera y presiones de liquidez. En la medida que aumente la morosidad y la demanda agregada no se reactive, la liquidez disponible para introducir en el mercado hipotecario se reduce (Banco Mundial, 2010). Estos elementos afectarían la capacidad del sistema financiero para otorgar créditos y podría reflejarse en un endurecimiento de los requisitos necesarios para prestar, lo que afectaría a los hogares más riesgosos y vulnerables frente a la coyuntura actual.

En ese contexto, es probable que se incremente la tasa de esos segmentos de mercado afectando las posibilidades de acceso a crédito de esta población, y limitando por esa vía las posibilidades de aumentar la profundización financiera. Por este motivo, es fundamental diseñar mecanismos que protejan el ingreso de estos hogares, como los programas de transferencias como ingreso solidario y renta básica implementados por distintos niveles de gobierno, o seguros de desempleo que reduzcan el riesgo percibido por los oferentes de crédito. De la misma manera es importante contar con herramientas que aseguren el acceso al sistema financiero para los hogares de menores ingresos y en ese sentido el diseño adecuado de esquemas subsidios y garantías por parte del gobierno es necesaria.

El deterioro de la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de los hogares llevaría un aumento de la cartera vencida presionando los requisitos de capital en el sistema. Las proyecciones de la Superintendencia Financiera sobre posibles escenarios del índice de cartera riesgosa al cerrar 2020 prevén niveles similares a los observados en el país en 2003[46]. Similarmente, los requisitos de revaluación y clasificación de préstamos de la NIIF9 pueden presionar los requisitos de capital por la misma razón señalada previamente. Estos cambios potencialmente llevarían a un problema de liquidez y a una disminución de las colocaciones en el mercado por una menor disponibilidad de recursos de los intermediarios financieros.

46. Presentación Superintendente Financiero en el Seminario virtual Anif “La solidez del sistema financiero en tiempos del coronavirus”, agosto 5 de 2020.

Adicionalmente, la necesidad de financiamiento de largo plazo y la necesidad de periodos de gracia en el cumplimiento de las obligaciones generarían una presión adicional de liquidez. Aunque las medidas del gobierno nacional para la renegociación de los periodos son necesarias en esta coyuntura y evita un detrimento excesivo de la calidad de la cartera, también tiene un efecto no deseado sobre la liquidez de las entidades de crédito. Sin embargo, los principales indicadores de solidez del sistema financiero muestran una posición mucho más fuerte que en crisis anteriores en términos de los niveles de capitalización, provisiones, liquidez y reservas acumuladas. Por esta razón, en concepto del supervisor, el sistema financiero podrá absorber los choques derivados de la pandemia y limitar la prociclicidad del sistema ante la afectación de la economía.

Potencialmente, los mercados hipotecarios secundarios son afectados por la aversión al riesgo en los mercados de capitales. Se ha observado una reducción en la demanda por papeles del sector privado, incluyendo el financiero, y las titularizaciones puede generar impactos importantes en las tasas de estos estos papeles y a través de ese canal terminar afectando los costos de fondeo de las entidades financieras. En este sentido, las medidas adoptadas por el Banco de la República en el sentido de permitir que estos papeles sean utilizados como colateral en las operaciones de mercado del Banco Central, es fundamental para proteger al menos parcialmente la liquidez en esos mercados.

Mercado de vivienda

Finalmente, el mercado de vivienda puede verse afectado por la desaceleración de la actividad constructora, el deterioro del mercado inmobiliario y las restricciones de acceso al mercado financiero para la construcción. Este sector se caracteriza por ser altamente procíclico por lo que el efecto la pandemia puede ser mucho mayor que en otros que dependan menos del ciclo económico (Saavedra et al. 2020). Adicionalmente, la actividad de construcción es uno de los sectores que más contribuye en la oferta de empleo por lo que su efecto sobre las condiciones de los hogares es potencialmente alto.

La desaceleración de la actividad constructora y el posible impacto en precios puede afectar la liquidez del sector generando vulnerabilidades para desarrolladores y contratistas. Aunque a partir de mayo se permitió la reactivación de este sector, el retroceso en los tiempos ha afectado las perspectivas financieras de los proyectos. Adicionalmente, debido a las condiciones económicas de los hogares, la demanda en el mercado inmobiliario ha disminuido, afectando potencialmente la valorización en dicho mercado. Si se mantienen las caídas en ventas observadas en el segundo trimestre del año disminuirán los flujos de efectivo de los desarrolladores de vivienda llevando a problemas de liquidez en el sector, lo cual puede ser particularmente importante en los actores de menor tamaño.

Similarmente, el deterioro de las condiciones del sistema financiero lleva a una potencial reducción de la oferta de crédito constructor o a un encarecimiento de este, restringiendo el acceso al crédito. La menor disponibilidad de liquidez mencionada en el anterior párrafo y la mayor dificultad para acceder al sistema financiero contraería la oferta de vivienda. Aunque dado los ciclos de realización de los proyectos esto puede no ser un problema hoy en día, podría tener un efecto en el futuro (1-2 años) en la oferta y, por consiguiente, en los precios de vivienda.

La desaceleración de la actividad tendría un efecto sobre otros sectores que proveen materias primas o servicios al sector. Debido al alto nivel de encadenamiento del sector con los sectores de madera, cemento, ladrillos, pinturas, plásticos, y artículos del hogar, entre otros, la reactivación de este sector no depende exclusivamente de la capacidad de los desarrolladores de sobrepasar la crisis de liquidez, sino de la posibilidad de conseguir la materia prima para la actividad (Saavedra et al. 2020).

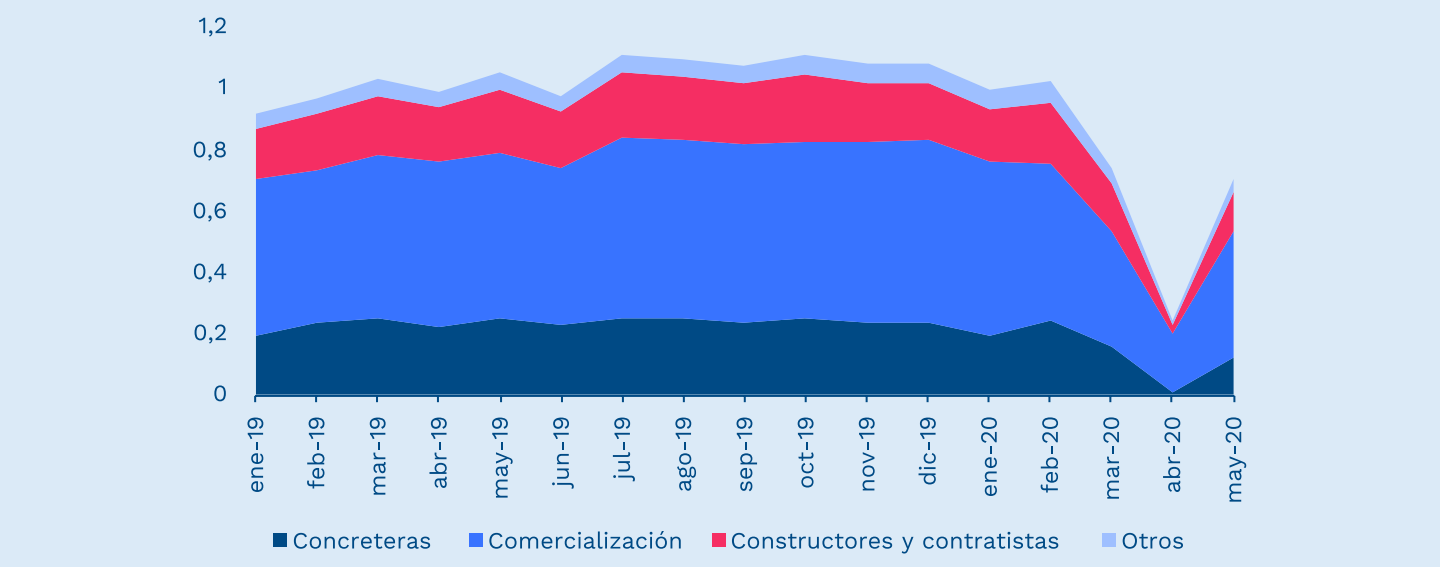
La interdependencia que existe entre estos tres sectores (hogares, sector financiero, sector de la construcción) evidencia el reto que se tiene para reactivar el mercado hipotecario. De esta manera, se deben monitorear los canales de transmisión previamente discutidos para evitar que las condiciones se deterioren en el marco de la pandemia y la recuperación posterior pueda ser lo más fluida posible.

Los efectos del COVID-19 en el sector de la construcción en Colombia

A continuación, se presentan algunos de los indicadores líderes relacionados con el mercado hipotecario, que permiten evidenciar el impacto inicial de la crisis tanto en el sector de la construcción como en los mercados de vivienda y crédito específicamente. Como se verá en muchas de las variables se presentó una caída muy significativa en el mes de abril seguida de un leve repunte en los meses de mayo y junio. Aunque todavía la actividad sigue por de bajo del promedio del año pasado, este es un buen indicio de la recuperación del sector.

Un ejemplo de lo anterior es el mercado de insumos para obras, el cual se ha contraído debido al impacto del distanciamiento social en la actividad constructora durante la cuarentena. Como se ve en la gráfica E4.1, los despachos de cemento disminuyeron casi 75%, de cerca de 1 millón de toneladas mensuales en promedio durante el 2019 y principios de 2020 a menos de un cuarto de millón de toneladas en abril de 2020. No obstante, el inicio de actividades decretado el 27 de abril contribuyó a la reactivación del sector como se ve en el dato de mayo. De hecho, para este último mes los despachos ya habían alcanzado 250 a 705 mil toneladas.

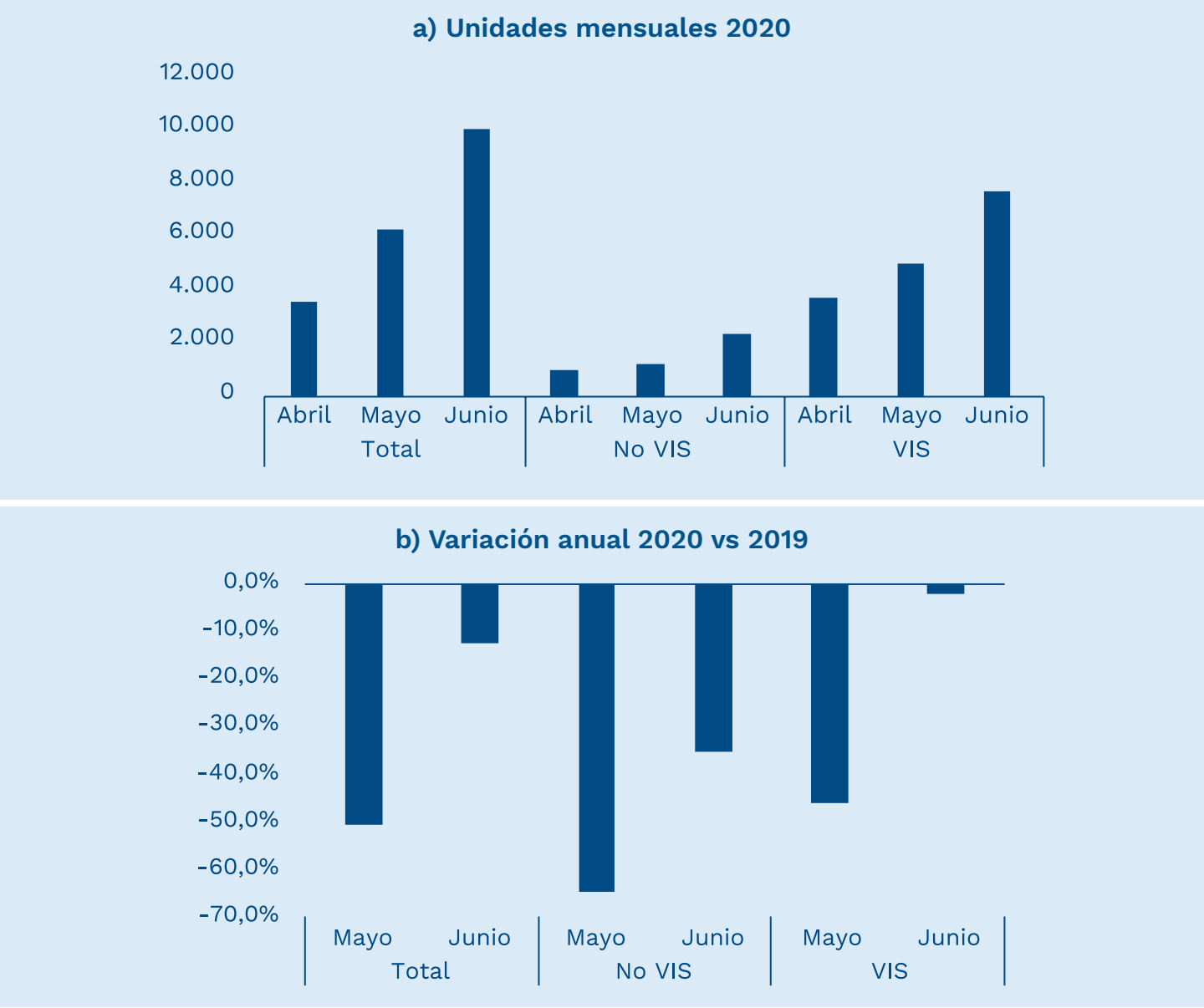
Gráfica E4.1 Despachos de cemento gris por canal de distribución, billones de toneladas



Fuente: DANE - Estadísticas de Cemento Gris. Cálculos de los autores.

Las ventas han tenido una contracción significativa entre abril y junio. Como se ve en la gráfica E4.2, en mayo la caída en el número de unidades vendidas frente al mismo mes del año anterior fue de 51,3% mientras que en junio fue del 12,7%, según Galería Inmobiliaria. La caída ha sido mayor y más persistente para la vivienda No Vis (-64,8% en mayo y -35,6% en junio), que para la vivienda VIS (-46,1% en mayo y -2,1%). En el primer semestre de 2020, de acuerdo con Galería Inmobiliaria, la caída en unidades ha sido de 14%, también con un efecto mayor en la No Vis (-29%), que para la VIS (-7%) (en el anexo se incluye la información por ciudades).

Gráfica E4.2 Venta de viviendas mensuales



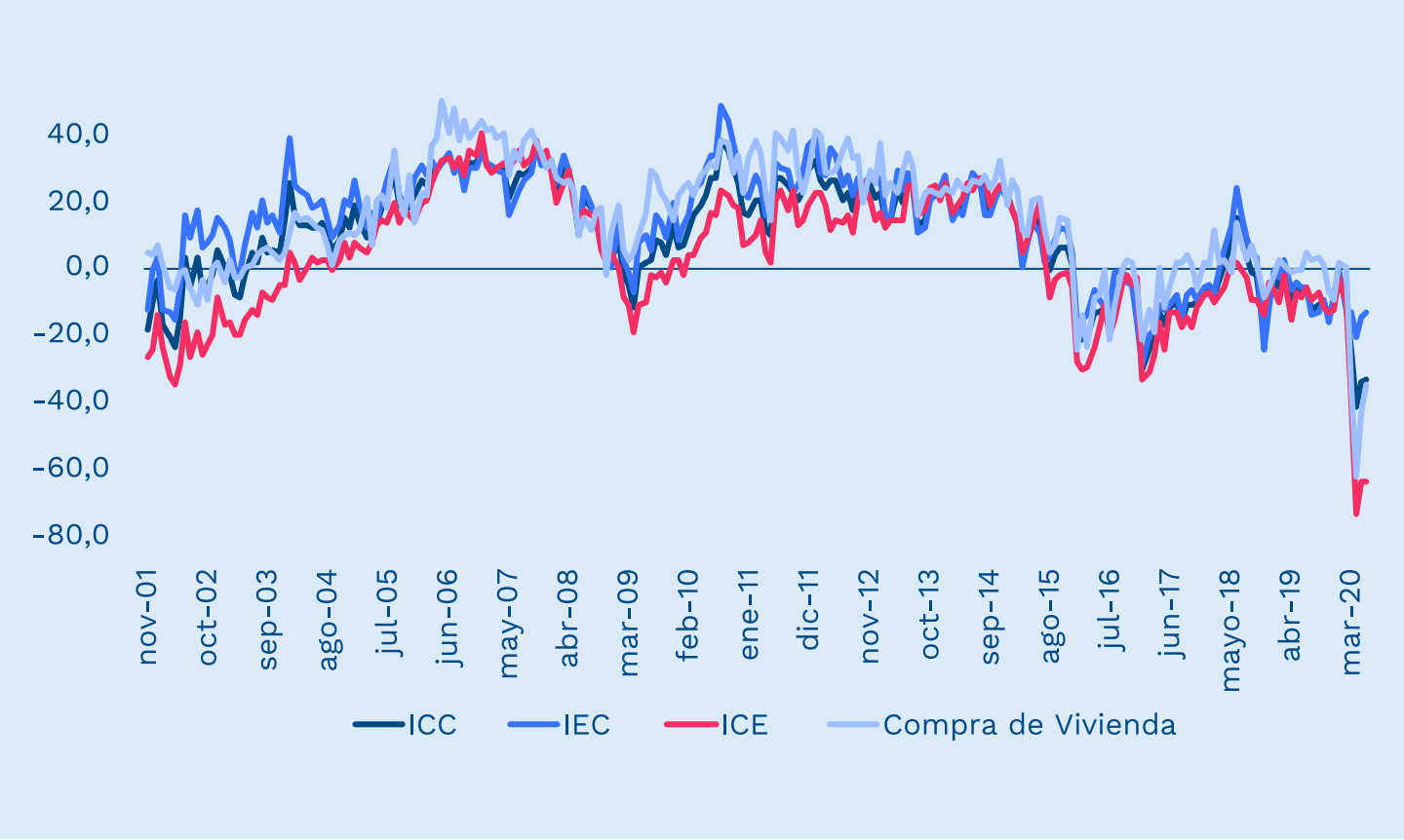
Fuente: Galería Inmobiliaria reporte de mayo 2020.

Los índices de confianza del consumidor, condiciones económicas y la disposición a comprar vivienda están en niveles históricamente bajos debido a la crisis actual, aunque empiezan a haber señales de recuperación. Después de febrero estos índices disminuyeron de manera dramática, en especial para los índices de condiciones económicas y de disposición

a comprar, aunque en los últimos dos años los índices ya estaban en niveles bajos como se ve en la gráfica E4.3, esto hace que la crisis actual sea más preocupante. En junio de 2020 se ve una recuperación de los índices en comparación con abril. Esta es una buena señal para la economía y está alineado con la flexibilización paulatina de la cuarentena nacional y de la reactivación de algunos sectores económicos.

Los resultados del índice de disposición a comprar vivienda (ver gráfico E4.3) reflejan una gran disminución en la demanda por créditos en un futuro. En la medida en que las condiciones económicas continúen deteriorándose y el ingreso disponible de las personas disminuya, la demanda de créditos de vivienda disminuirá como lo muestra el índice. Esto impactará el mercado de crédito aún más en un futuro. La ligera recuperación del índice en mayo y junio de 2020 es una buena señal para el mercado, pero la velocidad de recuperación depende de la evolución de las condiciones macroeconómicas como se mencionó previamente.

Gráfica E4.3 Índices de confianza del consumidor (ICC), expectativas de los consumidores (IEC), condiciones económicas (ICE) y disposición a comprar vivienda. 2001-2020



Fuente: Fedesarrollo.

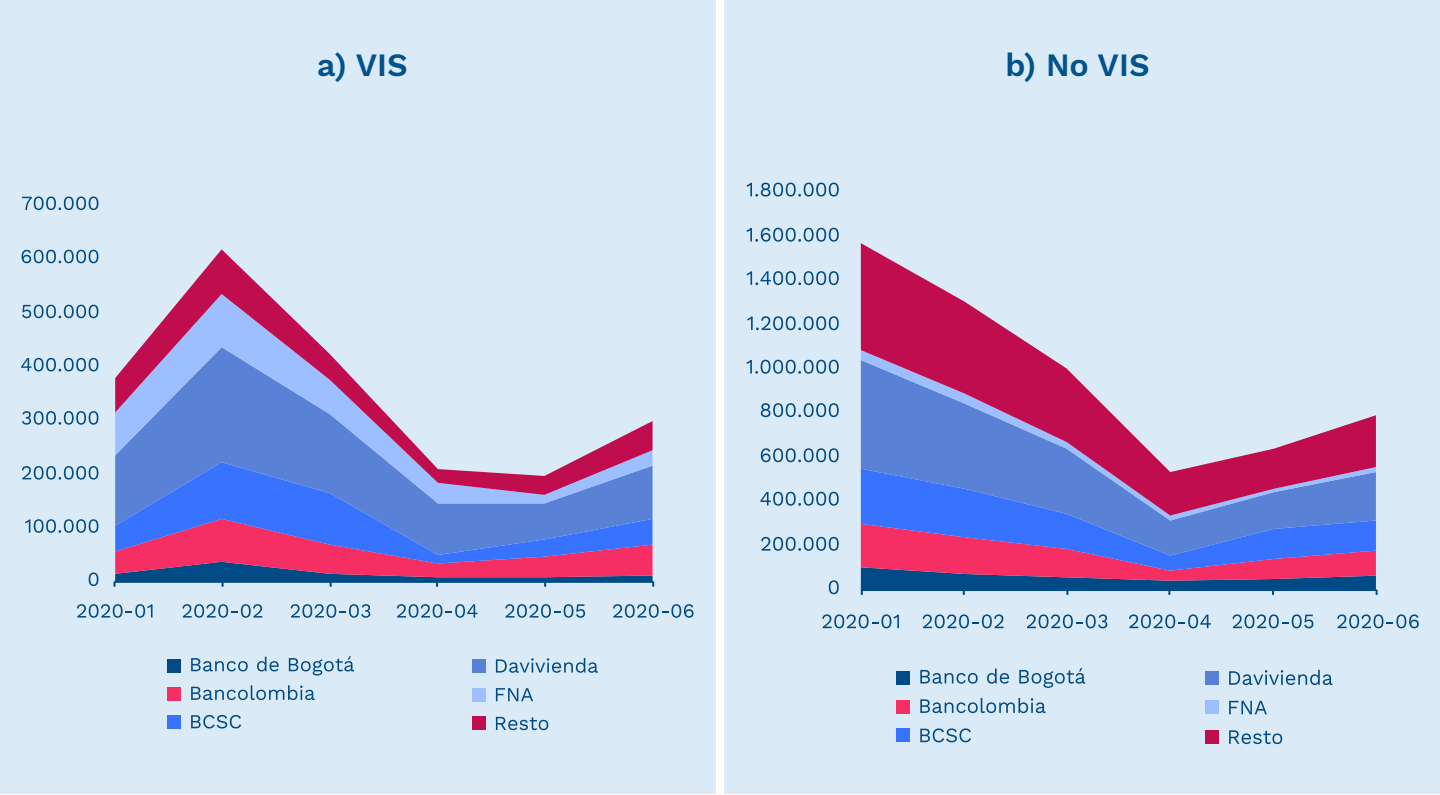
La mayoría de los indicadores líderes del sector construcción mostraron una reducción significativa durante el mes de abril. Sin embargo, las cifras posteriores apuntan a una recuperación progresiva, y en ese sentido, la reapertura de distintos sectores de la economía parece estar teniendo un impacto positivo. En todo caso, la forma en la que las condiciones económicas y de salud continúen evolucionando van a ser determinantes en la consolidación de la recuperación.

Disponibilidad y demanda de crédito hipotecario corte mayo 2020

Las perspectivas negativas en el corto plazo del mercado de construcción y del mercado laboral se ven reflejadas en el mercado hipotecario. En los últimos meses, la oferta y demanda de créditos ha tenido una disminución significativa. Para la tasa de interés de los créditos de vivienda de interés social se ha incrementado, sin embargo, la reducción en la tasa de intervención del Banco Central puede contribuir a mitigar o revertir en el futuro esa tendencia. La contracción de la demanda de créditos se ha dado incluso para las viviendas subsidiadas, por lo que la asignación de subsidios ha disminuido frente a los observados en la segunda mitad de 2019 y principios de 2020. Se espera que los periodos de gracia otorgados a más de la mitad de la cartera hipotecaria resulten en un alivio para los hogares y eviten un aumento en la cartera vencida.

Los desembolsos de crédito hipotecario, de acuerdo con la información de la Superintendencia Financiera, se han reducido en más de la mitad en comparación con los niveles de principio del año, aunque en junio se aprecia una recuperación, como se ve en la gráfica E4.4. Esta disminución ha sido especialmente profunda para los créditos para vivienda de interés social. Mientras que los créditos No VIS se redujeron a la mitad entre febrero y mayo de 2020, pasando de $1,4 a $0,7 billones mensuales, los de vivienda VIS se redujeron dos tercios pasando de $600 mil millones a $200 mil millones mensuales. En junio los desembolsos aumentaron a $0,8 y $0,3 billones para No VIS y VIS, respectivamente. Sin embargo, todavía están en niveles muy bajos comparados con los niveles de febrero de 2020.

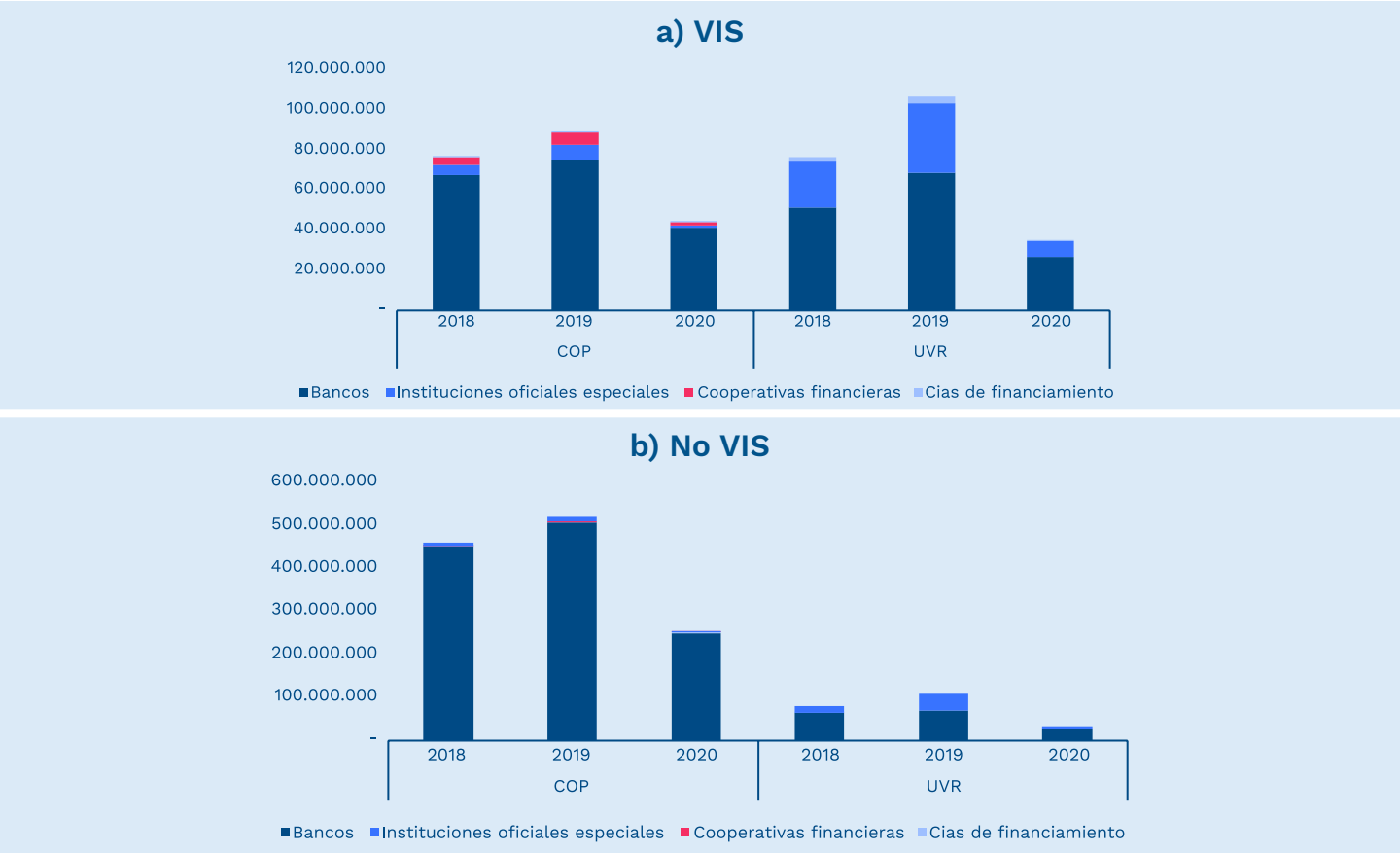
Gráfica E4.4. Desembolsos de crédito mensuales (millones COP)



Fuente: Superintendencia de Financiera. Cálculos de los autores.

En comparación con 2018 y 2019, en la última semana de mayo los desembolsos hipotecarios cayeron de manera generalizada (gráfica E4.5). En el caso de los créditos VIS, todas las instituciones diferentes a bancos cayeron en 2020 más de un 70% en comparación al año anterior, mientras que los desembolsos de los bancos cayeron un 53% en este periodo. Esto llevó a que la participación en la última semana de mayo de los bancos creciera de 73% en mayo de 2019 a 85% en 2020. En el caso de los créditos para vivienda No VIS, el más afectado en este periodo fueron las instituciones especiales, como el FNA, la cual cayó un 83%, seguido de los bancos y las cooperativas financieras que cayeron cerca de un 50%. Esta caída llevó a que la participación en la última semana de mayo de los bancos fuera del 97% en 2020 en comparación con 92% en 2019. De esta manera, aunque la caída ha sido generalizada, ha sido mayor en términos relativos para las instituciones especiales como el FNA.

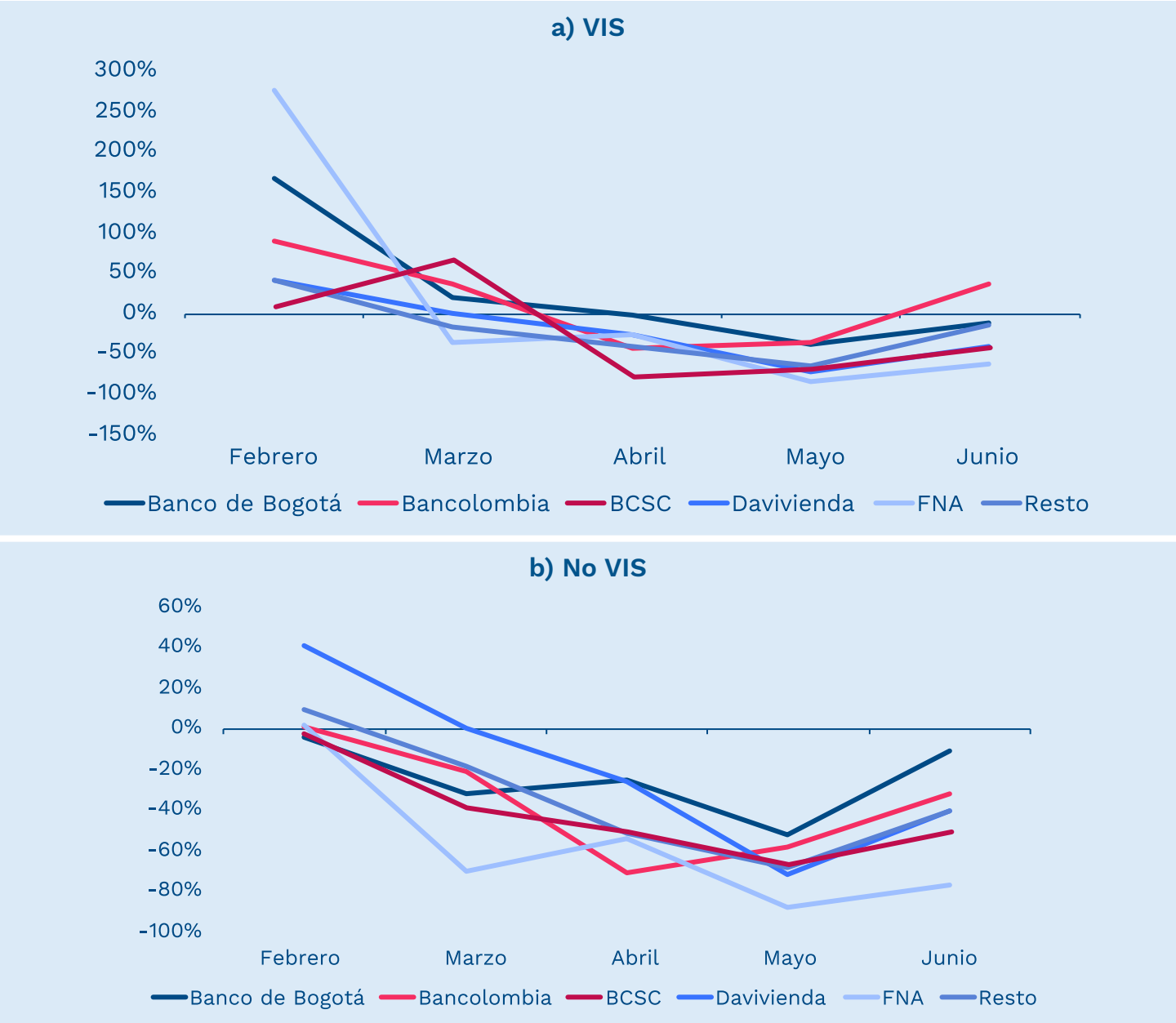
Gráfica E4.5. Desembolsos de crédito última semana de mayo, 2020 (pesos)



Fuente: Superintendencia de Financiera. Cálculos de los autores.

Tal como muestra la gráfica E4.6, los desembolsos de crédito hipotecario han caído de manera significativa frente a los mismos meses del año pasado desde el mes de abril, sobre todo en el caso de los créditos para vivienda No VIS. El ritmo de caída alcanzó tasas del 50% en la categoría VIS para la mayoría de los intermediarios en los meses de abril y mayo, y muestra una leve recuperación para el mes de junio, con algunos intermediarios, como Bancolombia, registrando niveles positivos. En el caso de los créditos también se observa una caída menos pronunciada para el mes de junio (con excepción del BBVA que profundiza la caída), aunque aún ninguno de los establecimientos de crédito muestra una tasa positiva de crecimiento frente al año 2019.

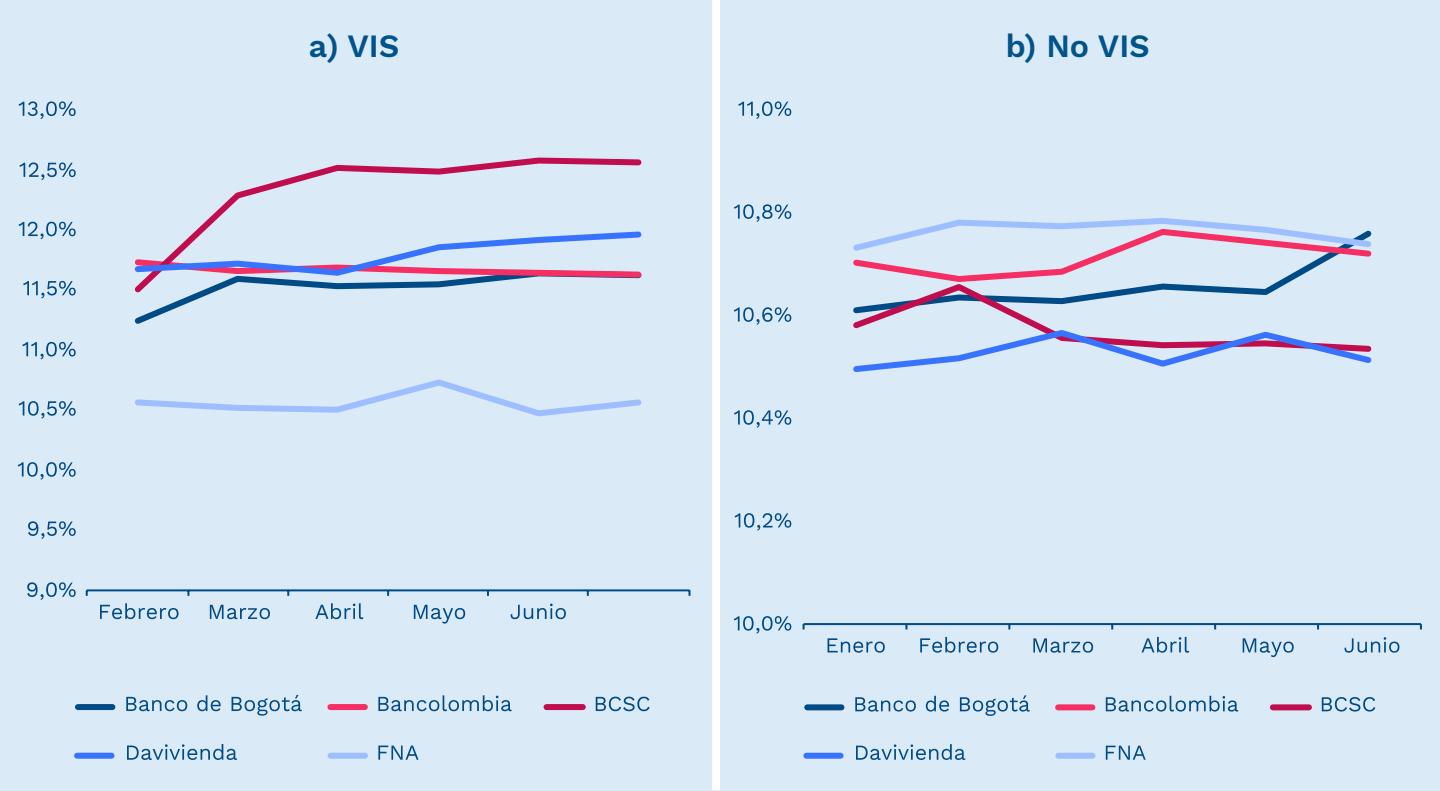
Gráfica E4.6. Crecimiento anual de los desembolsos de crédito mensuales, VIS y No VIS, por entidad



Fuente: Superintendencia de Financiera. Cálculos de los autores.

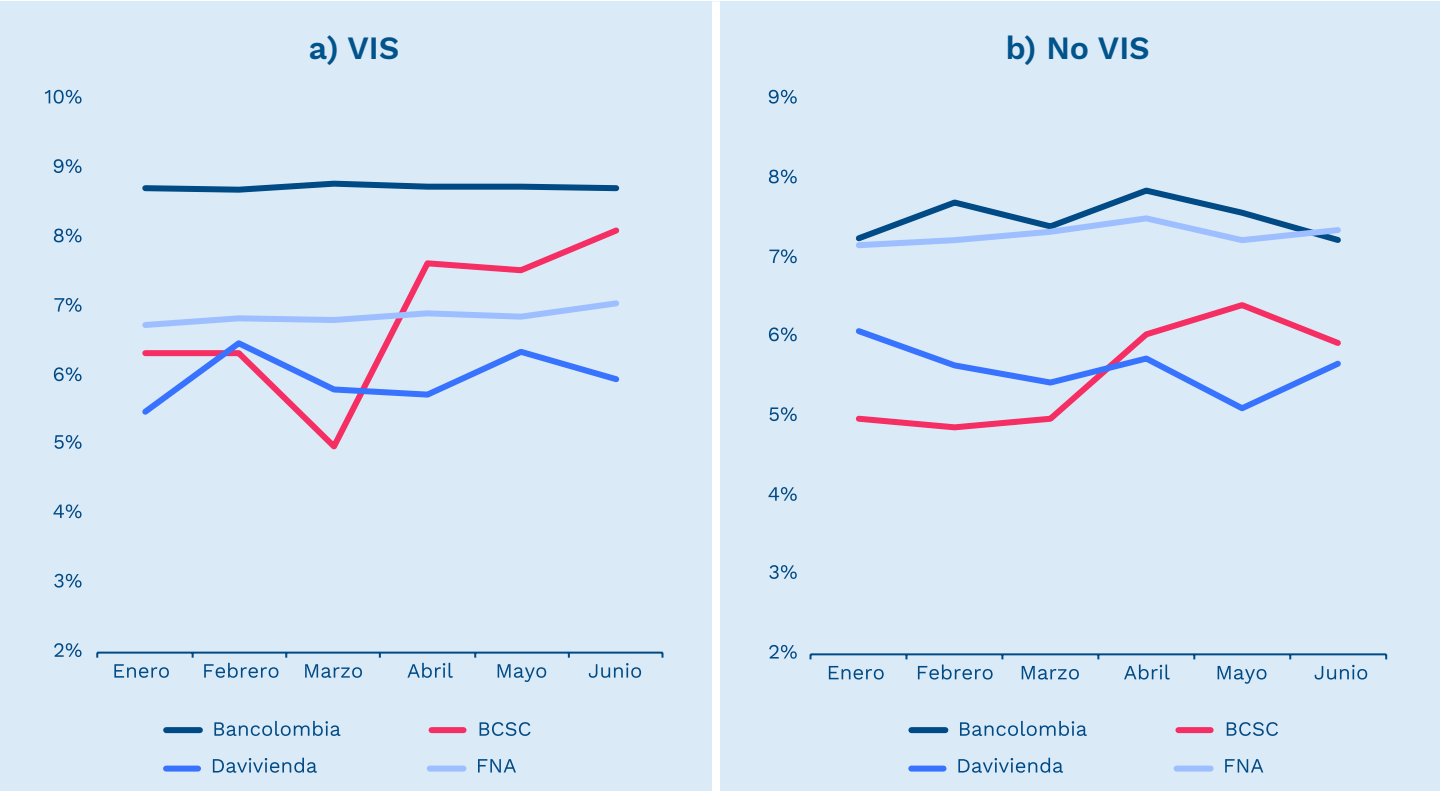
Por otra parte, las tasas de interés de los créditos hipotecarios han mostrado una leve tendencia al alza en este periodo, con la excepción del FNA, y de manera más marcada para las viviendas VIS, lo que puede reflejar un aumento en la perspectiva del riesgo de esa categoría por parte de los bancos. La literatura muestra que existe una relación inversa entre el ciclo económico y las tasas de interés, debido al riesgo inherente en estos momentos (Gilchrist and Zakrajšek, 2011; Antinolfi et al. 2016; Driessen, 2005; Houwelling et al., 2005). Para los préstamos en pesos o UVR para viviendas VIS es clara la tendencia de las entidades crediticias a aumentar las tasas con la excepción del FNA o Bancolombia que ya tenía un nivel de tasas alto. Mientras que en el caso de viviendas No VIS, el comportamiento varía más por entidad y en mayo incluso algunas entidades disminuyeron las tasas.

Gráfica E4.7 Tasas de interés créditos en pesos, %. VIS (izquierda), No VIS (derecha)



Fuente: Superintendencia de Financiera. Cálculos de los autores.

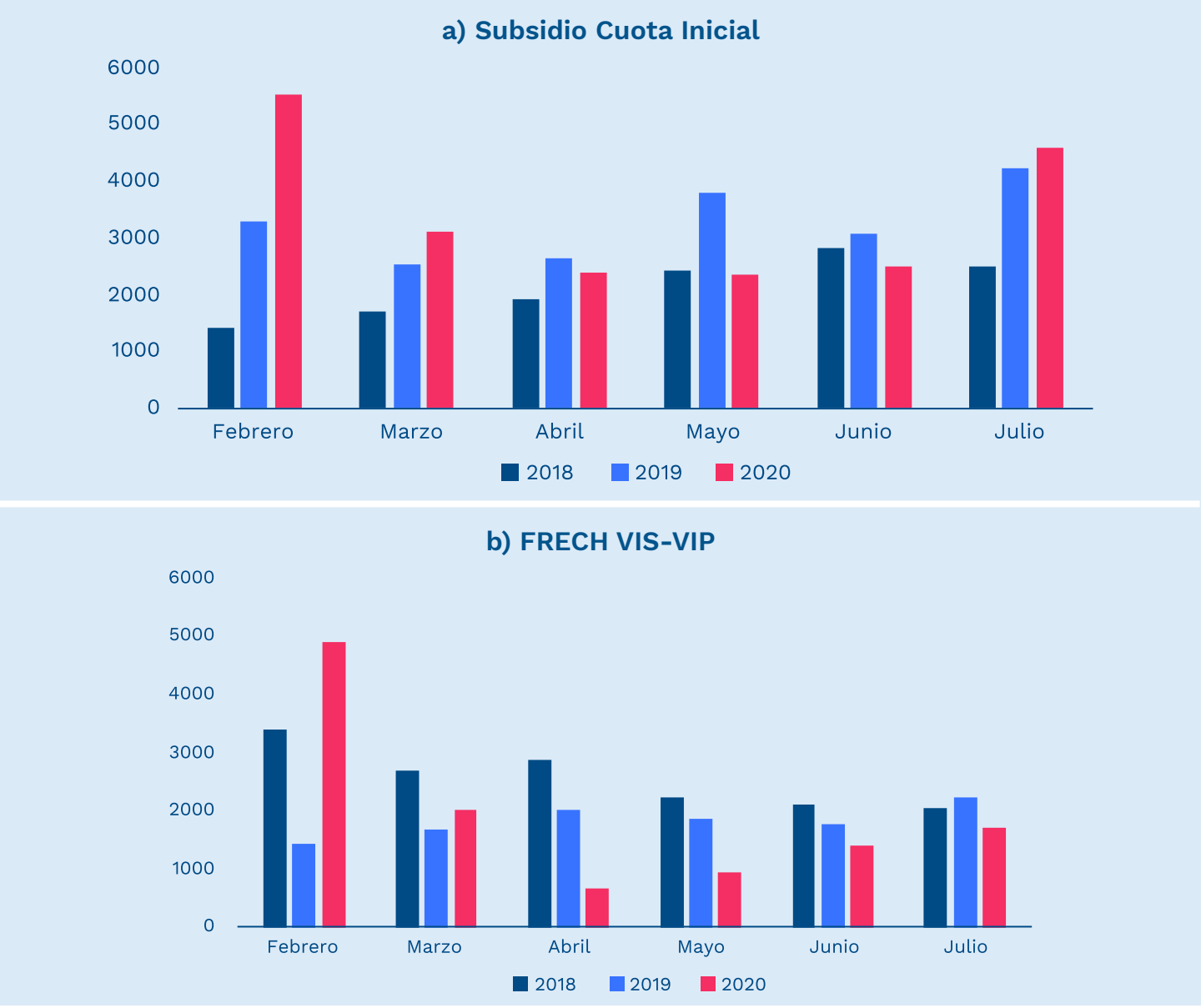
Gráfica E4.8 Tasas de interés créditos en UVR, %. VIS (izquierda), No VIS (derecha)



Fuente: Superintendencia de Financiera. Cálculos de los autores.

En una dirección similar, como se ve en la gráfica E4.9, se registra una caída en el número de los subsidios asignados. Después de un año histórico en 2019, con asignaciones récord de subsidios de vivienda, su número está cayendo a niveles inferiores o similares del primer semestre 2018. En el mes de mayo de 2019, el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio desembolsó un total de 4.837 coberturas, incluyendo MCY y FRECH, y 3.810 subsidios familiares de vivienda mientras que en el mismo mes de 2020 solamente se desembolsaron 2.441 coberturas y 2.383 SFV. Este comportamiento refleja también la disrupción en la operatividad del proceso de compraventas por la imposibilidad de visita de inmuebles las restricciones en los procesos de escrituración y aprobación de productos hipotecarios. Los resultados en el mes de junio apuntan a una normalización progresiva de las dinámicas y deberían verse impulsados adicionalmente una vez se reglamenten los cambios propuestos por el Ministerio de Vivienda y Desarrollo Territorial para promover la demanda de vivienda den el mediano plazo.

Gráfica E4.9 Asignaciones de subsidios del gobierno nacional, número de subsidios



Fuente: Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio. Cálculos de los autores.

Respuesta del Gobierno Nacional

Para el sector hipotecario y de vivienda, la respuesta del Gobierno Nacional frente a los retos de la presente coyuntura, se ha enfocado en tres frentes: en primer lugar, garantizar la estabilidad de la cartera a través de períodos de gracia para deudores de crédito que pudieron ver su ingreso afectado en el corto plazo. Segundo, promover la implementación de protocolos de bioseguridad en el sector de construcción, que permitan retomar progresivamente las actividades en el sector y de esta forma proteger la oferta de vivienda. Y tercero, promover un plan de reactivación sectorial de mediano plazo basado en el impulso a la demanda de vivienda a través de la re-parametrización de los subsidios para la Vivienda de Interés Social y la adopción de subsidios a la tasa de interés para hogares de ingreso medio.

Alivios y cambios en las condiciones para cartera hipotecaria existente

La primera acción de mitigación referente al crédito hipotecario fue el alivio a los deudores a través del otorgamiento de períodos gracia. Las circulares externas 007 y 014 de 2020 establecieron la normativa bajo la cual las entidades financieras podían establecer periodo de gracia o prorrogas para sus deudores, con el fin de ajustarse a los impactos que la pandemia pudiera haber tenido en los ingresos y capacidad de pago de estos.

El primer numeral de dicha circular dicta que; los establemecimientos de crédito podran establacer períodos de gracias para toda modalidad de crédito, incluyendo el crédito de vivienda y Leasing habitacional, sin que esto represente un factor de riesgo adicional para las carteras. Estas moficacioners presentaban una vigencia inicial de 120 dias. Como resultado directo de dicha medida no se ha observado un deterioro en la calidad de la cartera de vivienda reportada a través de la Superintendencia Financiera. La tabla E4.1 presenta el número de clientes de crédito hipotecario y el valor de la cartera que se ha beneficiado de los períodos de gracias alcanzando el 54% de las operaciones y el 61% del saldo respectivamente. La medida ha tenido un impacto positivo sobre aquellos hogares que vieron afectado su ingreso en el muy corto plazo. El principal reto de mediado plazo es impulsar los mecanismos de restructuración de crédito hipotecario para que las cuota se adecuen al nuevo ingreso de aquellas familias que sufrieron un choque estructural en su ingreso.

Tabla E4.1 Otorgamiento de períodos de gracia por los intermediarios por tipo de crédito, reportes acumulados

		Reporte al 28 de abril			Reporte al 8 de julio		
Tipo de crédito		Clientes, miles	Obligaciones, miles	Saldo de capital, Billones COP	Clientes, miles	Obligaciones, miles	Saldo de capital, Billones COP
VIS	COP	183,4	187,0	6,3	241,6	247,0	8,1
	UVR	67,5	67,7	2,4	125,3	125,9	4,3
No VIS	COP	163,2	176,9	18,1	208,9	226,6	22,4
	UVR	12,0	12,4	1,3	24,5	25,1	2,4
Leasing Habitacional		44,3	46,4	7,7	62,0	65,5	10,7
Total		470,4	490,5	35,7	662,2	690,1	48,0

Fuente: Superintendencia Financiera (2020)

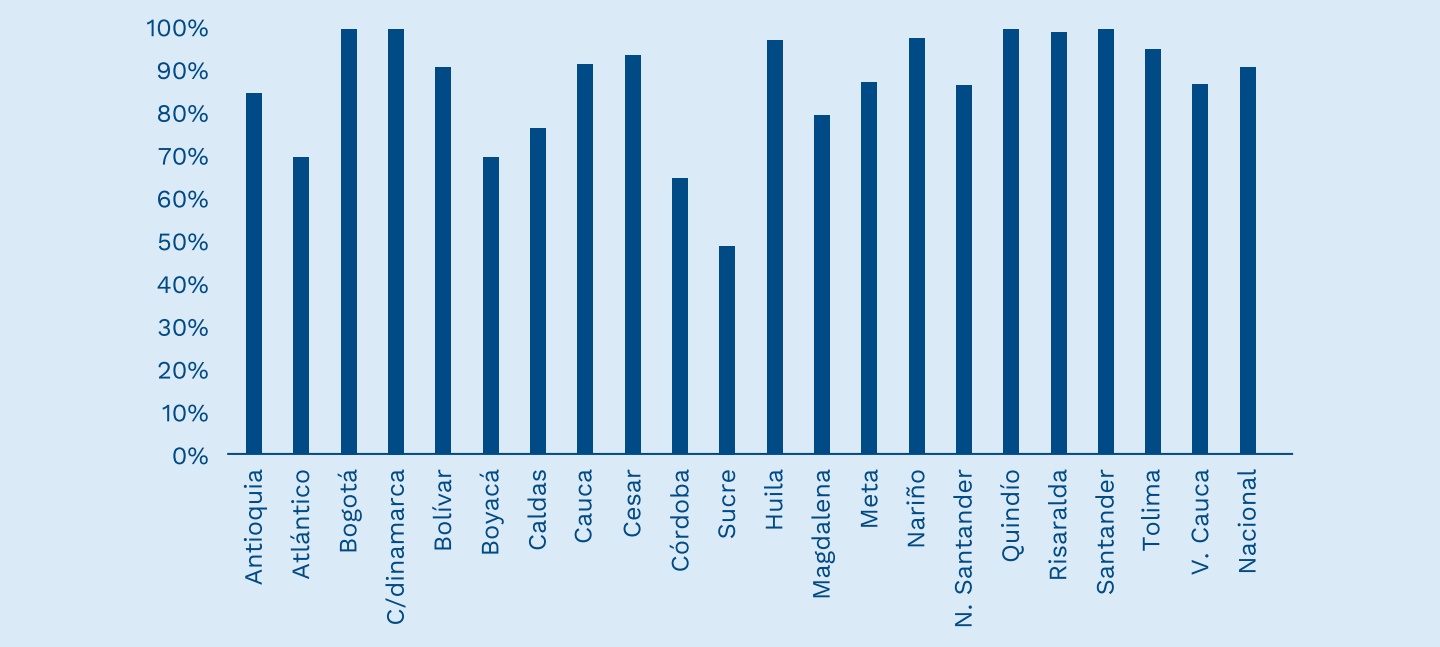
Luego de que el primer paquete de medidas expiró el 31 de julio de 2020 y teniendo en cuenta la persistencia del COVID-19 y sus efectos sobre la actividad económica de los deudores, la Superintendencia emitió una nueva norma, la Circular Externa 022 de 2020, que crea el Programa de Acompañamiento a Deudores – PAD e imparte instrucciones complementarias a las existentes. En particular, esta norma establece que entre el primero de agosto y el 31 de diciembre de 2020, los establecimientos de crédito podrán definir las condiciones y características de los créditos a los que aplique el PAD, incluyendo condiciones, como la reducción de la cuota, el no aumento de la tasa inicialmente pactada o el otorgamiento de nuevos periodos de gracia. Todo lo anterior teniendo en cuenta una expectativa de recuperación razonable del deudor en un horizonte de tiempo futuro.

Como complemento a las circulares expedidas por la Superintendencia, el Ministerio de Vivienda Ciudad y Territorio presentó el decreto 493 de 2020 el cual buscaba garantizar y mantener los beneficios de los hogares que contaban con cobertura a la tasa de interés y que deseaban adherirse a los períodos de gracia. Dado que el incumplimiento de las obligaciones es una de las causales de terminación anticipada de cobertura a la tasa de interés y la adhesión a un período de gracia técnicamente significaba el no pago de dicha obligación, el gobierno debió blindar a los hogares beneficiarios de los programas de vivienda.

Reactivación del sector de la construcción

El segundo frente de acción del gobierno se centró en la activación de la oferta de vivienda. La reactivación fue posible gracias a la implementación de estándares de bioseguridad en las diferentes etapas del proceso de edificación y venta de un proyecto inmobiliario. La adopción de los protocolos de sanidad permitió que el 91% de los proyectos de construcción inmobiliario presentaran actividad para el 13 de julio. Los protocolos sanitarios de complementaron con la ampliación de los horarios laborales y la ampliación de la vigencia para el trabajo en altura.

Gráfica E4.10 Porcentaje proyectos de construcción



Fuente: Coordenada Urbana (2020)

Por otro lado, la reapertura de las salas de venta, los servicios notariales y la autorización de mudanzas permitió culminar los procesos de adquisición de vivienda que se encontraban en su etapa final, mitigando así el decrecimiento sobre los desembolsos hipotecarios. Por último, el decreto 691 de 2020 amplió la vigencia de las licencias de construcción previamente aprobadas con el objetivo de evitar la duplicación de trámites una vez la demanda por vivienda sea reactivada.

Revisión de la política de subsidios y ampliación del programa para reactivación de vivienda

El Covid-19 ha impulsado la introducción de medidas que estimulen la demanda de vivienda para el segmento de interés social y el segmento medio, promoviendo la recuperación del sector. Con un aval fiscal de 3,9 billones de pesos, el gobierno nacional busca estimular la adquisición de 200 mil viviendas, en los próximos dos años, mediante el otorgamiento de igual número de subsidios de cobertura a la tasa de interés. La mitad de dichos subsidios corresponden al segmento de Vivienda de Interés Social. La ampliación en el número de coberturas a la tasa de interés es posible gracias a la re-parametrización en la adjudicación del subsidio. Como se puede observar en la tabla E4.2, el nuevo esquema otorga un mismo valor de subsidio independiente del valor de la vivienda adquirida o el ingreso del hogar beneficiario siempre y cuando este se encuentre por debajo de 4 SMMLV.

Tabla E4.2 Re-parametrización Cobertura a la tasa de interés segmento de vivienda de interés social

Ingreso	Vigente	Propuesta
0 SMMLV - 4 SMMLV	**5 Puntos Porcentuales** cobertura a la tasa de interés por 7 años para vivienda VIP	**18 SMMLV** Cobertura plana independientemente del valor de la vivienda por 7 años
	4 Puntos Porcentuales cobertura a la tasa de interés por 7 años para vivienda VIS	

Fuente: Ministerio de Vivienda Ciudad y Territorio.

De igual forma, el segmento de vivienda medio, es decir entre 135 SMMLV y 500 SMMLV, también será dinamizado a través de la concesión de coberturas a la tasa de interés. De la misma manera que en el segmento VIS, el rango medio adoptará un mecanismo de cobertura de tasa plana. 100 mil hogares podrán distribuir 42 SMMVL durante un período de años destinados exclusivamente a la amortización de los intereses generados por el crédito de vivienda. Las acciones de mitigación adoptadas por el gobierno central han probado ser efectivas en el efectivas en el corto plazo. La calidad de la cartera no se ha visto afectada y los procesos de construcción parecen haber recuperado dinamismo. Las medidas de reactivación de la demanda mostraran sus resultados en el mediano plazo.

Hipoteca Inversa

Por otro lado, durante la presente coyuntura, el gobierno ha impulsado la introducción y regulación de la Hipoteca Inversa al portafolio de productos financieros ofrecido por diferentes entidades. Una breve evaluación de este producto encuentra que el éxito de la hipoteca inversa ha sido heterogéneo a nivel internacional pero la correcta implementación del producto podría generar tres beneficios en el mediado plazo para Colombia. Primero, incremento del ingreso para la tercera edad a través de un complemento pensional. Segundo, incentivo a la adquisición de vivienda, en particular para segmentos de la población que perciban la menor volatilidad del activo (i.e. inmuebles) en el largo plazo pueden optar por invertir en vivienda como bien de consumo y de inversión simultáneamente. En este sentido, hogares unipersonales o sin herederos, que adquieren una participación cada vez más importante en la población del país, serían una fuente adicional de demanda de vivienda. Finalmente, mayores niveles de formalidad en los mercados de vivienda y arrendamiento por la participación de más actores institucionales. Los beneficios anteriormente mencionados, son posibles siempre y cuando la introducción de este producto financiero venga acompañada por una clara protección al consumidor.

La hipoteca inversa es un préstamo que recibe un hogar cuyo principal depende de la edad del prestamista y el valor de la vivienda de la cual es dueño. El préstamo tiene como colateral el titulo de la vivienda. El prestamista no debe abonar al pago del crédito hasta que este fallezca o decida trasladarse de vivienda, tiempo durante el cual si se generan intereses. Una vez ocurra alguno de estos dos eventos el prestamista o sus herederos podrán decidir entre saldar la totalidad del préstamo (capital más intereses) o ceder el titulo de la vivienda al prestamista. Existen varias modalidades de hipoteca inverso dentro de las que se destacan:

Tabla E4.3 Tipos de hipoteca Inversa

Modalidad	Descripción
Suma Total	El principal se entrega en un solo desembolso el momento inicial
Línea de crédito	El prestatario tiene a su disposición el valor del principal para realizar retiros de los montos y en los momentos que este lo considere más conveniente. Los intereses son capitalizados sobre los retiros efectivamente realizados.
Renta Temporal	El principal es dividido en montos fijos y desembolsado con una periodicidad mensual hasta alcanzar el valor del principal, una vez desembolsado el total el prestatario deja de recibir los desembolsos.
Renta Vitalicia	Con el fin de garantizar la continuidad de los desembolsos más allá del valor del principal el prestatario acuerda el pago de un seguro con tercero autorizado.

Reverse Mortgage Desing Coco (2015)

La adopción de la hipoteca inversa ha sido gradual y muestra resultados heterogéneos cuando se realiza una comparación internacional. Los países anglosajones fueron los primeros en introducir mecanismos de regulación durante las últimas décadas del siglo XX. De acuerdo con Departamento de Vivienda y Desarrollo de Estados Unidos (HUD) entre los años 2010 y 2016 se realizaron 60 mil hipotecas inversas anualmente, cifra similar a la del Reino Unido en donde en el año 2018 se realizaron 47 mil transacciones (MFG). Por otro lado, el mercado de hipotecas inversas en Canadá alcanzó un valor de 4 billones de dólares en 2020 (OSFI Canadá). Asia fue la siguiente región en desarrollar mecanismos de hipoteca inversa, los marcados cambios demográficos fueron la principal motivación para este producto. Los resultados en los países asiáticos han sido menos impresionantes, de acuerdo con la corporación de financiamiento para vivienda de Corea, durante el año 2016 se expidieron 6000 hipotecas inversas en el país. Finalmente, el último grupo de países en adoptar regulaciones en relación con la hipoteca inversa son Iberoamericanos, siendo España el primero en hacerlo a través de la Ley 41 de 2007. Los resultados en este país han sido desalentadores, en el año 2018 solo se realizaron 50 hipotecas inversas en todo el país. La hipoteca inversa también fue implementada en México (2018) y Perú (2018).

La transición demográfica que experimenta Colombia hace necesaria la introducción de mecanismos que incrementen lo ingresos disponibles de jubilación, y la hipoteca inversa es uno de ellos. En primer lugar, una mayor esperanza de vida significa que los ahorros que adquiere un individuo durante su vida puede distribuirse en un mayor número períodos, lo anterior se logra de dos maneras, aumentando la tasa de ahorro de las personas o disminuyendo las mensualidades que recibe el adulto mayor durante su jubilación. Por otro lado, los cambios demográficos que trae consigo una menor tasa de natalidad se traducen en un mayor grado de insostenibilidad de los sistemas pensionales especialmente los públicos (Knaack, 2020). Al invertirse la pirámide poblacional no existirá una población de personas jóvenes que subsidien los ingresos pensionales de una gran masa de adultos mayores. La hipoteca inversa puede convertirse en un instrumento que complemente el ingreso pensional de los adultos mayores sin que esta reemplace los demás mecanismos de seguridad social.

La hipoteca inversa puede incentivar la adquisición de vivienda por parte hogares unipersonales y en aquellos en los que no exista un heredero directo. Este producto financiero puede llegar a resolver el dilema al que se enfrentarían aquellos hogares que deciden no tener descendencia, respecto a la adquisición de vivienda, dado que sin un sucesor este capital podría no ser utilizado en caso de fallecimiento. La hipoteca inversa genera incentivos para la adquisición de vivienda a los hogares sin descendencia dado que este producto le permite acceder al capital que acumularon durante su vida, que el caso alternativo sería heredado. Finalmente, se espera que la adopción de la hipoteca inversa aumente los niveles de formalidad de los mercados de vivienda y arrendamiento en Colombia, por una mayor participación de inversionistas institucionales en este nicho.

Conclusiones

Es fundamental proteger las bases macroeconómicas que permitieron consolidar el esquema de financiamiento actual y que puede verse afectado por la vulnerabilidad de la perspectiva del grado de inversión: bajas tasas de interés, inflación estable y credibilidad de largo plazo de las políticas.

Con el fin de garantizar el acceso a fuentes de fondeo a costos razonables, es conveniente adoptar medidas que protejan la liquidez en los mercados secundarios de titularizaciones y bonos hipotecarios. En este sentido, analizar la posibilidad de mantener la elegibilidad de estos papeles para las operaciones de mercado del Banco de la República es importante. También debe evaluarse la extensión de las garantías a los bonos hipotecarios para créditos VIS, con el fin de que estos instrumentos sean atractivos para inversionistas en el mercado de capitales, particularmente frente al incremento en los niveles de riesgo percibidos en la coyuntura.

Para limitar el impacto del aumento de la incertidumbre en los niveles de riesgo percibidos por los bancos (i.e. Garantías para nuevos desembolsos de créditos) es conveniente utilizar las garantías a desembolsos de créditos para vivienda de interés social. Debe estudiarse la posibilidad de disponer de recursos para VIS ya sea de Findeter, del Ministerio de Vivienda o de la capitalización realizada al FNG. También debe considerarse la necesidad de subsidiar el costo de las garantías como se hizo en programas anteriores como VIPA. En particular, en caso de tener una reducción en ventas sostenida en los próximos meses debe estudiarse la urgencia de esta medida.

Un mecanismo alternativo que permitiría reducir el perfil de riesgo de los deudores es el seguro de desempleo. Tanto una alternativa a nivel general de la economía, que permita estabilizar el ingreso de los hogares con vinculación laboral más precaria, como un producto específico atado al crédito hipotecario podrían reducir los niveles de riesgo percibidos por las instituciones financieras. Sin embargo, su implementación en esta coyuntura probablemente requiera de subsidios en la prima por parte del gobierno teniendo en cuenta el choque de ingresos que recibieron los hogares y los altos niveles de incetidumbre futura sobre grandes sectores de la economía.

La implementación de la iniciativa de hipoteca inversa, materializada con la propuesta de decreto de Renta Vitalicia Inmobiliaria preparada conjuntamente por los Ministerios de Hacienda y Crédito Público y Vivienda, Ciudad y Territorio, puede contribuir a generar demanda adicional de vivienda y de crédito hipotecario en todas las categorías. Lo anterior en la medida en que los hogares que perciban la menor volatilidad del activo (i.e. inmuebles) en el largo plazo como un complemento a los ingresos en la edad de retiro opten por invertir en vivienda como bien de consumo y de inversión simultáneamente. Adicionalmente, la participación de inversionistas institucionales (como establecimientos de crédito y aseguradoras) puede promover la formalización en los mercados de compraventa y arrendamiento de inmuebles y en este sentido contribuir a una mejor formación de precios. En todo caso es necesario que esta figura se acompañe de los mecanismos adecuados de protección al consumidor para garantizar un desarrollo sostenible y equilibrado de la misma.

Anexo E4.1 – Resumen ventas por ciudad

Tabla E4.2 Ventas de vivienda por ciudad (2020)

Ciudad	Total				No VIS				VIS			
	Ventas		Var % anual		Ventas		Var % anual		Ventas		Ventas	
	Mayo	Junio	Mayo	Junio	Mayo	Junio	Mayo	Junio	Mayo	Junio	Mayo	Junio
Bogotá	842	2.156	-74,5%	-12,9%	66	397	-94,2%	-44,3%	776	1.759	-69,2%	-0,2%
Mun. Aledaños Bogotá	972	1.203	-55,3%	-41,4%	126	122	-69,6%	-75,6%	846	1.081	-49,2%	-30,4%
Medellín	564	1.285	-64,1%	-9,3%	394	736	-49,3%	-12,7%	170	549	-78,0%	-4,2%
Cali	1.338	1.714	3,7%	6,5%	128	206	-39,6%	-14,5%	1.210	1.508	11,7%	82,3%
Bucaramanga	190	330	-44,9%	4,1%	88	107	-59,6%	-30,1%	102	223	-19,7%	36,0%
Barranquilla	820	1.214	-16,9%	14,4%	42	145	-71,4%	-20,8%	778	1.069	-17,8%	21,8%
Cartagena	227	393	-65,1%	-12,3%	64	121	-158,7%	-3,2%	163	272	-57,5%	-15,8%
Santa Marta	104	162	26,8%	125,0%	48	37	-27,1%	-41,3%	56	125	366,7%	1288,9%
Villavicencio	136	171	-24,0%	111,1%	11	56	-62,9%	460,0%	125	115	-23,6%	62,0%
Girardot	74	145	-61,3%	-62,3%	19	25	-80,6%	-78,8%	55	120	-37,5%	-55,1%
Armenia	117	109	-64,7%	-43,8%	54	65	-27,0%	-4,4%	63	44	-75,5%	-65,1%
Pereira	175	295	-57,3%	-26,1%	39	57	-79,8%	-66,3%	136	238	-37,3%	3,5%
Manizales	62	209	-63,7%	18,8%	32	91	-61,3%	75,0%	30	118	-74,7%	-4,8%
Ibagué	292	362	-53,7%	-64,6%	-5	46	-	-82,1%	297	321	-44,2%	-58,9%
Cúcuta	307	158	1,7%	-31,3%	138	78	51,6%	-26,4%	169	80	-19,9%	-35,5%
Montería	36	116	-55,6%	52,6%	9	57	-146,7%	29,5%	27	59	-59,1%	84,4%
Total general	6.256	10.027	-50,7%	-12,7%	1.253	2.346	-64,8%	-35,6%	5.003	7.681	-46,1%	-2,1%

Fuente: Galería Inmobiliaria.

06

Recomendaciones

Introducción

Teniendo en cuenta los hallazgos y conclusiones de los capítulos y ejes de investigación anteriormente presentados, se listan a continuación las principales recomendaciones de la Misión para la Profundización de la Cartera Hipotecaria, de acuerdo con los cinco grupos de determinantes identificados en el capítulo 3. Para cada tipo de determinantes se presentan las acciones y los principales actores involucrados en su implementación.

06.1 | Entorno Macroeconómico

Reconociendo que las recomendaciones específicas sobre este aspecto están más allá del alcance de la presente misión, es pertinente resaltar que un marco de política fiscal, monetaria y financiera estable, que redunde en la reducción de la tasa de interés general de la economía, la solidez del sistema financiero y la estabilidad del nivel de precios, es esencial para el desarrollo del mercado de financiación de vivienda de largo plazo, y en esa medida contribuye a aumentar la profundización financiera hipotecaria.

Frente a la coyuntura COVID-19, es conveniente hacer seguimiento al impacto potencial que la materialización de riesgos, como la pérdida del grado de inversión de la deuda soberana, puede tener sobre el mercado hipotecario y desarrollar un informe periódico de seguimiento de impacto de la coyuntura en el mercado y generar un espacio de discusión de los principales riesgos y acciones a tomar.

06.2 | Mercado de Vivienda

1 Promover la oferta de vivienda a precios asequibles (foco en viviendas VIS/VIP), a través de acciones que mejoren la productividad y reduzcan los costos de producción de vivienda. La disponibilidad de inmuebles a precios en línea con la capacidad de compra de los hogares es uno de los principales retos para aumentar la profundización financiera hipotecaria en el país, en particular en el segmento de los hogares de menores ingresos. En este sentido, es fundamental profundizar la agenda sectorial en ese ámbito incluyendo las siguientes acciones:

Acción 1. Extender los subsidios existentes a la compra de vivienda usada para aumentar la oferta y mejorar los precios de compra para los hogares de menores ingresos. Esta medida reduce la segmentación de mercado y disminuye las distorsiones en precios, contribuyendo a optimizar el valor de los subsidios.

Actores: MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, Asocajas, Camacol.

Acción 2. Avanzar en la estrategia de productividad, Programa de Transformación Productiva sectorial, capacitación del recurso humano y agenda BIM del MVCT, con el fin de generar impactos en la asequibilidad de la vivienda en el mercado.

Actores: Camacol, MCIT, MVCT, SENA.

Acción 3. Revisar las limitaciones a la venta de vivienda adquirida con subsidios de gobierno nacional. La existencia de esas limitaciones contribuye a segmentar el mercado y genera una separación entre los precios de vivienda nueva y usada.

Actores: MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, Asocajas, Camacol.

2 Articular la política de financiamiento de vivienda con el resto de la política de desarrollo urbano.

Acción 1. Aumentar la disponibilidad de suelo urbano el cual tiene un impacto cada vez mayor en el precio final de vivienda incluyendo la articulación con la política de acceso a infraestructura y transporte. Continuar avanzando en la priorización de zonas de expansión en el país y coordinar la política de agua, vivienda, transporte, ambiente y ordenamiento territorial en estas zonas como parte de la estrategia ciudades 4.0.

Actores: MVCT, alcaldías. Otros actores relevantes: DNP, Camacol.

Acción 2. También es necesario promover alternativas que no requieran la expansión de los perímetros urbanos tales como la renovación del tejido urbano existente. Realizar un balance de la política de renovación urbana en el país y necesidad de ajustes normativos, partiendo de ejercicios anteriores del MVCT.

Actores: MVCT, alcaldías. Otros actores relevantes: DNP, Camacol.

3 Desarrollar un mercado formal de inmuebles para arrendar, incluyendo la promoción de inversiones de compra para arriendo (Buy-to-rent) tanto de personas naturales como de inversionistas institucionales. Entendiendo que el objetivo final es generar oferta de vivienda de condiciones óptimas para los hogares, la alternativa de arriendo de inmuebles con condiciones adecuadas puede ayudar a reducir los problemas de déficit habitacional en el país. De cara a los objetivos de la Misión, la promoción de inversiones de compra para arriendo puede impactar positivamente la profundización financiera hipotecaria, aunque es necesario analizar el impacto de este en los precios de los mercados de vivienda en los que participan los inversionistas.

Acción 1. Robustecer los mecanismos de recuperación de las viviendas en caso de impagos en arrendamiento (incluyendo las medidas mencionadas en el punto 13 para hacer más eficientes y expeditos los despachos comisorios).

Actores: MJD, MVCT.

Acción 2. Definir protocolo y resolución para la recuperación del SFV establecida en la Ley 1955 de 2019. Así mismo, organizar nuevas rondas de socialización con inversionistas para el programa de Semillero de Propietarios.

Actores: Fonvivienda, MVCT. Otros actores: Asobancaria, Asofondos

Acción 3. Promover el programa de Semillero de Propietarios en sus modalidades de incentivo al ahorro y subsidio al arrendamiento. La difusión del programa debe estar acompañada de campañas pedagógicas de educación financiera, que a su vez permitan una mayor comprensión de los beneficios del programa.

Actores: MVCT. Otros actores: Fedelonjas, inmobiliarias.

Acción 4. Desarrollar vehículos de mercado de capitales que permitan la inversión en inmuebles para renta con participación de gestores profesionales.

Actores: Fondos de Inversión Inmobiliaria (Asofiduciarias, Asobolsa, Colcapital), Inversionistas institucionales (Asofondos, Fasecolda), MVCT.

4 Incorporar un componente de financiación en la agenda de mejoramiento de vivienda para la reducción del déficit cualitativo, incluyendo estimular alternativas de microfinanzas que sirvan para atender hogares de menores ingresos. Reconociendo que la carencia de ingresos impide el acceso a soluciones habitacionales a través de compra de vivienda de un sector de la población, es importante plantear mecanismos alternativos, como el crédito de mejoramiento de vivienda para atender el deficit cualitativo de vivienda de estos hogares.

Acción 1. Explorar el desarrollo de garantías del FNG para este tipo de producto.

Actores: FNG, MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, Asomicrofinanzas.

Acción 2. Estudiar el diseño de líneas de redescuento específicas que permitan mejorar las condiciones de fondeo de las entidades que ofrezcan este tipo de productos.

Actores: Bancoldex, Findeter, FNA, MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, Asomicrofinanzas.

06.3|Desarrollo de Mercados Financieros

5 Mejorar el acceso y las condiciones de fondeo disponibles en el mercado secundario de títulos hipotecarios.

Acción 1. Mantener el acceso de los títulos hipotecarios a las operaciones de mercado del Banco de la República.

Actores: BR. Otros actores relevantes: Asobancaria, MHCP, MVCT, Titularizadora Colombiana.

Acción 2. Extender las garantías para la emisión de bonos hipotecarios para créditos VIS. Se requiere expedir un decreto que extienda la vigencia de las garantías del mecanismo administrado por el Fondo Nacional de Garantías.

Actores: MHCP – MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, FNG, Titularizadora Colombiana.

Acción 3. Facilitar la posibilidad de emisión de titularizaciones de múltiples originadores. Con el fin de facilitar la utilización de este mecanismo de fondeo por parte de entidades financieras más pequeñas o con menos experiencia en el mercado de capitales, es conveniente analizar el diseño de emisiones con cartera de múltiples originadores.

Actores: Titularizadora Colombiana. Otros actores relevantes: Asobancaria (grandes y pequeños emisores), FNA.

6 Implementar recomendaciones claves de la Misión de Mercado de Capitales, en particular aquellas enfocadas en diversificar la base de inversionistas (Integración internacional; Revisión de regímenes de inversión de Inversionistas Institucionales -AFP y Aseguradoras-; Flexibilización manejo de recursos públicos sujetos a régimen de inversión -FONPET, etc.-) y en promover las alternativas de emisión disponibles en este canal (tres modalidades para emisión y oferta de valores, canales simplificados de autorización).

Acción 1. Crear un grupo que haga seguimiento y participe en las discusiones de las recomendaciones más importantes para el mercado hipotecario secundario.

Actores: MHCP – MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, Titularizadora Colombiana.

7 Fortalecer el acceso de los hogares informales a productos hipotecarios a través de mecanismos que reduzcan el riesgo percibido por las entidades financieras, faciliten el análisis crediticio y mitiguen la incertidumbre de los ingresos de estos hogares. Esta recomendación también puede aplicarse a otros segmentos de la población afectados por la incertidumbre de ingresos en el marco de la coyuntura del COVID-19.

Acción 1. Estructurar garantías para desembolsos de cartera hipotecaria para hogares informales y de bajos ingresos con foco en productos de menor riesgo financiero (eg. Leasing habitacional) incluyendo la posibilidad de subsidios a la prima en segmentos específicos de mercado.

Actores: FNG, MHCP, MVCT. Otros actores: Asobancaria.

Acción 2. Diseñar un seguro de desempleo general o asociado a los productos hipotecarios, analizando la necesidad de contar con garantías/subsidios públicos en el corto plazo.

Actores: MHCP, MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, Fasecolda.

8 Mejorar la información disponible para facilitar el acceso de hogares informales al mercado hipotecario.

Acción 1. Facilitar mecanismos que permitan acceso a fuentes de información que manejan entidades públicas (Sisben, PILA, dispersión de subsidios en la pandemia), garantizando la protección de esta información, y simultáneamente viabilizando su utilización.

Actores: DNP, DPS, MT, Gobiernos Locales.

Acción 2. Apalancar estrategia de Inclusión Financiera para mapear ingresos y gastos de hogares informales y de independientes formales a través de los productos financieros a los que se les brinda acceso.

Actores: Asobancaria, SFC, URF. Otros actores relevantes: BdO, BR, SEDPES.

Acción 3. Operativizar el programa de Semillero de Propietarios (datos sobre los hábitos de pago de los hogares).

Actores: Fonvivienda, MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria.

9 Fomentar la competencia en este segmento de mercado financiero. El mercado hipotecario se beneficiaría de un incremento en los niveles de competencia y en ese sentido se puede avanzar en algunas dimensiones como:

Acción 1. Avanzar en una agenda para promover el ingreso de nuevos jugadores al mercado y revisar las barreras de entrada y situaciones que puedan limitar el nivel de competencia en el sector.

Actores: MHCP, SIC, SFC, URF. Otros actores relevantes: Asobancaria, BR.

Acción 2. Promover una mayor difusión y comparabilidad de los productos financieros. En ese sentido, es pertinente analizar el impacto que han tenido herramientas existentes tales como el Valor Total Unificado incorporado en la Ley de Precios Transparentes y la subasta de seguros asociados a créditos hipotecarios. Adicionalmente, se debe potenciar el rol de herramientas de comparación disponibles (SFC, Asobancaria, soluciones diseñadas en el mercado).

Actores: SFC. Otros actores relevantes: Asobancaria, BR, Colombia Fintech, URF.

Acción 3. Fortalecer el gobierno corporativo del FNA en el marco la implementación del proyecto de la Holding Financiera del sector público y avanzar en el programa de mejora en la eficiencia de la entidad, incluyendo una mayor agilidad en el proceso de los desembolsos. Concentrar su operación en segmentos de vivienda no estén suficientemente atendidos por el mercado.

Actores: FNA, MHCP.

10 Analizar el tratamiento del subsidio de la tasa de interés en el cálculo de la capacidad de pago de los hogares durante el proceso de otorgamiento de crédito.

Acción 1. Generar un espacio de discusión con Asobancaria para identificar las razones por las que algunas entidades continuan utilizando los valores de la cuota sin cobertura de tasa en el análisis inicial de capacidad de pago de los hogares, a pesar de que la misma es aplicable sólo a partir del año 8 del crédito para los hogares beneficiarios del programa de FRECH.

Actores: Asobancaria, MHCP, MVCT. Otros actores relevantes: SFC, URF.

11 Reglamentar la figura de Hipoteca Inversa incluyendo esquemas sólidos de protección del consumidor. Lo anterior permitiría impulsar la demanda de vivienda por parte de algunos segmentos de la población.

Acción 1. Expedir el decreto que reglamenta la Renta Vitalicia Inmobiliaria y promover la participación de entidades autorizadas en el nuevo mercado.

Actores: MHCP – MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, Fasecolda, SFC.

06.4|Marco Legal y Regulatorio

12 Revisar el límite existente de cuota sobre ingreso -DTSI- a niveles entre 35% y 40% de ingreso de los hogares.

Acción 1. Proponer una modificación del decreto que reglamenta el numeral 6 del artículo 17 de la Ley 546 de 1999.

Actores: MVCT, MHCP – URF. Otros actores relevantes: SFC, BR, Asobancaria.

13 Revisar el marco regulatorio para la ejecución de las garantías con el fin de que sea operativamente claro y ágil. Reducir los tiempos necesarios y los costos asociados a la recuperación del colateral es necesario para reducir el riesgo de los productos hipotecarios.

Acción 1. Garantizar que existan recursos presupuestales suficientes en las autoridades competentes para la realización de los despachos comisorios, de acuerdo con las facultades incorporadas por la Ley 2030 de 202047. Esos actores incluyen a las alcaldías y los inspectores de policía.

Actores: MHCP, MVCT y MJD. Otros actores relevantes: Asobancaria, Policía Nacional.

Acción 2. Revisar alternativas que permitan hacer más expedita la realización de esa diligencia, incluyendo la posibilidad de permitir a otros actores participar de estos trámites. El rol de los juzgados de descongestión en el pasado facilitó la realización de los despachos comisorios y la canalización directa de los recursos desde el presupuesto nacional.

Actores: MVCT y MJD. Otros actores relevantes: Asobancaria, Policía Nacional.

Acción 3: Elaborar un decreto reglamentario que limite y sancione las prácticas abusivas de la Ley de Insolvencia de los deudores que han incumplido con las obligaciones.

Actores: MVCT y MJD. Otros actores relevantes: Asobancaria.

47. Sobre este punto, cabe aclarar que la competencia de los inspectores de policía para realizar diligencias jurisdiccionales por comisión de los jueces fue derogada tácitamente por el parágrafo 1 del artículo 206 de la Ley 1801 de 2016 'Código Nacional de Policía y Convivencia', como lo conceptuó el Consejo de Estado en 2017. Este efecto fue reversado por el artículo 4 de la Ley 2030 de 2020.

Acción 4. Revisar en conjunto con el Fondo Nacional de Garantías el diseño de una garantía que cubra el lucro cesante o los riesgos asociados a la demora en los fallos o implementación de la ejecución de las garantías.

Actores: FNG, MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria.

14 Promover la discusión sobre el impacto que pueden tener los techos a la tasa de interés y la imposibilidad de pactar cláusulas compromisorias en el acceso a financiación de vivienda de los hogares informales. Lo anterior cobra mayor relevancia en el marco de una agenda de acceso a productos hipotecarios por parte de la población informal.

Acción 1. Realizar un estudio sobre los efectos de exclusión financiera que tienen los actuales techos a las tasa remuneratoria de los mercados de financiación de vivienda. Si se identifican limitaciones importantes, los cambios necesarios requerirían vincular a la Corte Constitucional, dado el rol que juega la jurisprudencia de esta entidad en el marco aplicable en la actualidad.

Actores: Asobancaria, BR, MVCT. Otros actores relevantes: Corte Constitucional, SFC.

Acción 2. Realizar un estudio sobre los efectos de exclusión financiera que tiene la imposibilidad de pactar cláusulas compromisorias en productos hipotecarios y de la viabilidad jurídica de incorporar este tipo de pactos en el marco legal teniendo en cuenta los cambios de orden legal realizados desde el pronuncimiento de la Corte Constitucional sobre esta figura en el año 2000, en particular la inclusión de este mecanismo en la Ley de Garantías Mobiliarias. Si se identifican limitaciones importantes, los cambios necesarios requerirían vincular a la Corte Constitucional, dado el rol que juega la jurisprudencia de esta entidad en el marco aplicable en la actualidad.

Actores: Asobancaria, MVCT. Otros actores relevantes: Corte Constitucional, SFC.

15 Considerar ampliar el plazo máximo para créditos hipotecarios, en particular en frente a la coyuntura de la pandemia para viabilizar algunas renegociaciones.

Acción 1. Avanzar en el trámite del artículo incluido en Ley de Vivienda y Hábitat, y en su posterior reglamentación, reconociendo que los principales beneficios se encuentran en casos específicos para los que el actual límite puede impedir un cambio de las condiciones del crédito frente a eventuales renegociaciones.

Actores: MVCT. Otros actores relevantes: Asobancaria, MHCP, SFC, URF.

06.5 | Marco de Política Pública

16 Complementar la meta de profundización financiera con objetivos específicos de número de hogares con acceso a financiación (en particular en el segmento VIS y hogares informales)

Para evitar el sesgo de promover la profundización financiera hipotecaria concentrándose en los segmentos mejor atendidos del mercado hipotecario, que representan una mayor proporción de la cartera actual, es necesario enfocar los esfuerzos en aumentar el acceso a los hogares informales y de menores ingresos.

Acción 1. Definir metas en número de créditos desembolsados por segmentos en el mercado VIS y en productos diseñados para hogares informales.

Para facilitar el cumplimiento de la meta y aumentar el compromiso de los actores involucrados, la definición debería hacerse en coordinación con entidades públicas y privadas. Es importante articular estas metas con la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera y coordinar con las entidades responsables de la misma.

Actores: MVCT. Otros actores a consultar incluyen SFC, URF, MHCP, Asobancaria y Camacol.

Acción 2. Promover la incorporación de una sección de acceso a productos financieros hipotecarios en el Informe de Inclusión Financiera producido anualmente por la SFC y BdO. Para garantizar un seguimiento adecuado de los compromisos es posible apalancar los reportes existentes y generar espacios de presentación para compartir los avances con los actores interesados.

Actores: MVDT, SFC, BdO

17 Promover la Educación Financiera de los hogares para incrementar el conocimiento de las características y beneficios de los productos de financiamiento de vivienda. Reconociendo la importancia de la vivienda como el principal activo de la mayoría de los hogares colombianos y la relevancia de un entendimiento preciso de las características y beneficios de las alternativas disponibles al momento de la toma de decisión de la compra de un inmueble es preciso plantear estrategias específicas de educación financiera para los productos hipotecarios.

Acción 1. Incluir en el Conpes de Política Nacional de Inclusión y Educación Económica y Financiera un capítulo relacionado con el hito financiero de la adquisición de vivienda de los hogares.

Actores: DNP. Otros actores relevantes: Asobancaria, MVCT, SFC, URF

18 Revisar la estructura de focalización de subsidios.

Acción 1. Avanzar en la propuesta del gobierno de igualar los subsidios FRECH-VIS a un monto fijo independientemente del valor del crédito. Completar el trámite de expedición del decreto.

Actores: MHCP, MVCT.

Acción 2. Coordinar la oferta de subsidios del gobierno con las Cajas de Compensación Familiar (CCF) teniendo en cuenta la disponibilidad de recursos a nivel territorial.

Actores: MVCT, Asocajas. Otros actores relevantes: Asobancaria.

Acción 3. Realizar un estudio que revise el impacto de los programas de subsidios en los precios de vivienda social y de vivienda media beneficiaria del FRECH.

Actores: MVCT, DNP.

19 Mejorar las fuentes de información para hacer seguimiento de los precios del suelo urbano y de la vivienda en el país más allá de las principales ciudades.

Acción 1. Desarrollar un índice para el seguimiento del precio del suelo urbano y promover la inclusión de los precios de vivienda de otras ciudades en los índices que actualmente se producen.

Actores: Camacol, Fedelonjas, Galería Inmobiliaria, MVCT.

20 Diseñar una estrategia robusta de migración hacia sistemas digitales que se apoyen en los avances tecnológicos a disposición de las entidades estatales en la actualidad como registro, catastro, y licenciamiento.

Actores: MVCT, Superintendencia de Notariado y Registro.

07

Glosario

AFP	Administradoras de Fondos de Pensiones
BdO	Banca de las Oportunidades
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	Bank for International Settlements
BR	Banco de la República
CNPV	Censo Nacional de Población y Vivienda
DANE	Departamento Nacional de Estadística
DNP	Departamento Nacional de Planeación
DPS	Departamento de Prosperidad Social
FNA	Fondo Nacional del Ahorro
FNG	Fondo Nacional de Garantías
IFC	Corporación Financiera Internacional
MCIT	Ministerio de Comercio, Industria y Turismo
MHCP	Ministerio de Hacienda y Crédito Público
MJD	Ministerio de Justicia y del Derecho
MVCT	Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio
MT	Ministerio del Trabajo
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
SFC	Superintendencia Financiera de Colombia
URF	Unidad de Regulación Financiera

08

Anexos

08.1 | Anexo 1. Crisis Financieras y Mercado de Vivienda

El auge crediticio como factor que predice las crisis financieras ha sido ampliamente tratado en la literatura académica. Una considerable cantidad de evidencia sugiere que las crisis económicas a lo largo de la historia suelen estar precedidas por crecimientos pronunciados del crédito bancario. A estos estudios se suman los análisis que profundizan en el efecto de otros factores relacionados como el crecimiento del crédito hipotecario y las burbujas inmobiliarias sobre la magnitud de las crisis económicas. La revisión de literatura muestra que las crisis económicas asociadas con auges del crédito hipotecario e incrementos en los precios de las viviendas suelen tener una mayor profundidad, duración y costos económicos que otras crisis.

Barajas et al. (2007) y Mendoza y Terrones (2012) analizan si los auges crediticios pueden predecir una crisis en países avanzados y en desarrollo. En favor de esta hipótesis, encuentran evidencia sistemática en un conjunto de 70 episodios de auge de crédito de la existencia de una relación entre los auges del crédito y los auges-caídas de la producción, los precios de los activos, la tasa de cambio real, los flujos de capital y los déficits externos. En cuanto a los factores que explican esa relación, Gorton y Ordoñez (2020) analizan los factores que determinan que un auge de crédito termine en una crisis financiera. Con base en las predicciones de su modelo, encuentran que la probabilidad de que ocurra una crisis es más grande si la probabilidad de impago asociada al ciclo de auge del crédito es mayor.

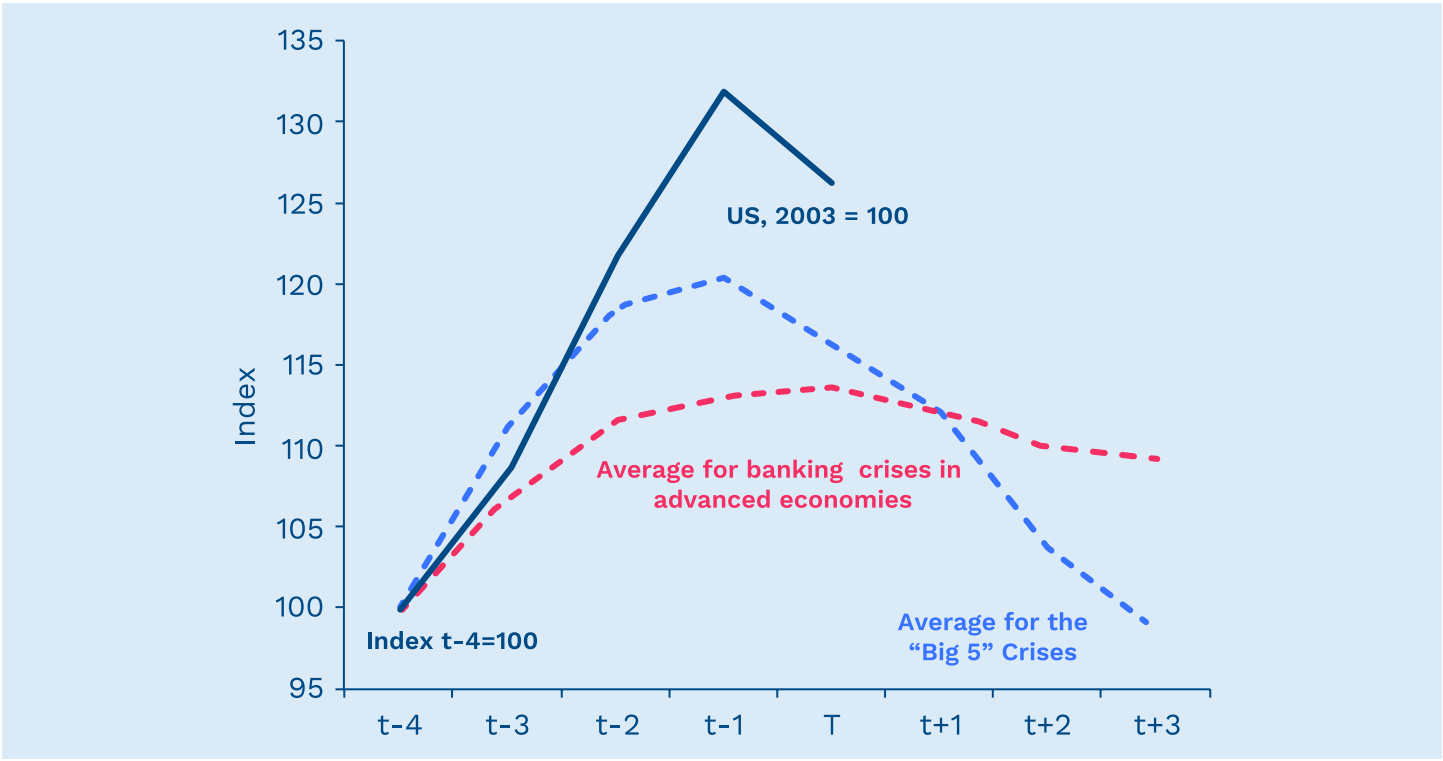
La composición del crédito privado total es un factor determinante de la magnitud de los efectos de sus fases de auge en las crisis financieras y reales. Bezemer y Zhang (2019) analizan una base de datos de crédito bancario desagregado en 51 países avanzados y en desarrollo durante el periodo 2003-2012 usando un modelo bayesiano, y estiman la relación de las recesiones económicas con respecto a la composición del crédito medida como la participación del crédito hipotecario dentro del crédito total. Encuentran que el crecimiento promedio de la participación de los créditos hipotecarios está asociado con una caída de 2,1% en el crecimiento de la producción agregada durante los 5 años posteriores a la crisis. Los autores afirman que sus estimaciones soportan interpretaciones causales dadas sus pruebas de endogeneidad, sugiriendo así que el costo, la profundidad y las pérdidas de crecimiento durante las crisis causadas por el auge del crédito, en especial el hipotecario, son peores que en otras crisis. El análisis de los autores propone como canales de transmisión que explican la mayor severidad de las crisis causadas por el crédito hipotecario, la disminución en el consumo y la inversión del gobierno, y el efecto sobre la reasignación de capital de los bancos hacia inversiones que generan menor valor agregado, del incremento de los créditos hipotecarios, tanto antes como después de la crisis.

Fang et al. (2020) examinan la ocurrencia de crisis financieras en un conjunto de 56 países avanzados y emergentes. Encuentran que un auge del crédito, los precios de las viviendas y los flujos internacionales de capital son tres factores que predicen la ocurrencia de crisis bancarias. A diferencia de otros estudios los autores miden si la ocurrencia de estos tres eventos al tiempo tiene un mayor poder predictivo de las crisis que un subconjunto de ellos o cada uno por sí mismo. En concreto, hallan que un triple auge tiene un poder de advertencia mayor un auge individual o “gemelo”. Además, aseguran que, en promedio, los ciclos de auge del crédito y la vivienda preceden con una anticipación de dos años a las crisis financieras.

Jordà et al (2015) encuentran que en los episodios en los que ocurre un auge de crédito durante una burbuja en los precios de la vivienda tiene una influencia más significativa en las crisis financieras que los auges de crédito sin una burbuja inmobiliaria. Las recesiones derivadas de este doble auge son considerablemente más dañinas y largas que las demás crisis analizadas en el estudio. Esto resalta la importancia de analizar el comportamiento de los precios de la vivienda en cómo factor un factor que incrementa el riesgo de ocurrencia de las crisis financieras.

En un estudio que intenta encontrar los patrones comunes en la historia de las crisis financieras Reinhart y Rogoff (2008) encuentran que ha sido recurrente un incremento pronunciado de los precios de la vivienda antes de las crisis financieras, seguido por una caída acelerada de estos. Para ello compararon la evolución de un índice de precios de vivienda desde cuatro años antes de la crisis financiera del 2007 hasta tres años después de la misma crisis, con respecto a la misma variable para un conjunto de 18 crisis financieras centradas en los bancos ocurridas después de la Segunda Guerra Mundial en un conjunto de 16 países avanzados. De acuerdo con las estimaciones que presentan, los precios de la vivienda en Estados Unidos crecieron un 32% desde el 2003 hasta el 2007, para luego caer un 5% en el primer año de la crisis. Un comportamiento similar se observó para el promedio de un índice de precios de la vivienda en los países que tuvieron las cinco crisis financieras más grandes durante el periodo analizado ("Big Five Financial Crisis": España (1977), Noruega (1987), Finlandia (1991), Suecia (1991) y Japón (1992)), en las cuales experimentaron un crecimiento promedio del 20% en los precios de la vivienda desde cuatro años atrás de la crisis hasta un año antes de la crisis, con una caída en los tres años posteriores a la crisis que suprimió por completo el incremento pre-crisis.

Gráfica A1.1. Precios reales de la vivienda y crisis bancarias internacionales



Fuente: Reinhart y Rogoff, 2008.

Otros estudios encuentran una relación similar entre los precios de la vivienda y las crisis financieras en los países avanzados. Bordo y Jeanne (2002) encuentran que en una muestra crisis financieras en economías avanzadas entre 1970 y 2001 las crisis bancarias tendieron a ocurrir justo en el pico de un boom en los precios de la vivienda o justo después del desplome de estos. En un estudio para de las crisis bancarias de Noruega (Gerdrup, 2003) muestra la existencia de los vínculos que estas tuvieron con los auges y caídas de los precios de la vivienda.

Los ciclos de los precios de la finca raíz alrededor de las crisis bancarias son similares en duración y amplitud tanto en países avanzados como emergentes (Reinhart y Rogoff, 2013). Estos autores usan una muestra de 66 países avanzados y emergentes, que incluyen países de Asia, África y América Latina, para los cuales calculan la caída en el precio de la vivienda en los alrededores de las crisis bancarias. Encuentran que la persistencia de estas fases de caídas es de 4 a 6 años típicamente y que la magnitud de la caída en los precios reales de las viviendas no es considerablemente diferente entre los países avanzados y los emergentes. Esto sucede a pesar de que en los países emergentes se observa mayor volatilidad en otras variables macroeconómicas y financieras como el ingreso, el consumo, el gasto del gobierno y las tasas de interés.

08.2 | Anexo 2. Actores que participaron en la entrevista semi-estructurada

Sector constructor	Amarilo
Multilaterales	Angelica Nunes, Banco Mundial
Agremiación entidades financieras	Asobancaria
Entidad de financiamiento	Banco Caja Social
Agremiación constructores	Camacol
Entidad de financiamiento	CrediFamilia
Consultora Inmobiliaria	Galería Inmobiliaria
Academia	Julián Pimiento Echeverry
Multilaterales	Loic Chiquier, Banco Mundial
Academia	Marja Hoek-Smith, University of Pennsilvania
Entidad de regulación	Superintendencia Financiera de Colombia
Inversionista	Titularizadora Colombiana
Multilaterales	Victor Mints, International Finance Corporation

09

Bibliografía

Abel, Sanderson: Mutandwa, Learnmore y Le Roux, Pierre, 2018. "A Review of Determinants of Financial Inclusion," International Journal of Economics and Financial Issues, Econjournals, vol. 8(3), pages 1-8.

Andrews, D., A. Caldera Sánchez y Å. Johansson (2011), "Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries", OECD Economics Department Working Papers, No. 836, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/5kgk8t2k9vf3-en

Antinolfi, Gaetano and Brunetti, Celso y Im, Jay. (2016) Mortgage Rates and Credit Risk: Evidence from Mortgage Pools. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2809367

Arestis, Philip y Gonzalez, Ana (2013). Modeling the Housing Market in OECD Countries. Economics Working Paper Archive, Levy Economics Institute

Banco de la República (2019). Reporte Especial de Estabilidad Financiera "Concentración y competencia en los mercados de depósito y crédito

Banco de la República (2000). Tasa máxima de interés para financiación de vivienda. Reportes del Emisor No. 17

Banco Interamericano de Desarrollo (2005). "Desencadenar el crédito: cómo ampliar y estabilizar la banca", Informe de progreso económico y social en América Latina 2005, Washington, D.C.

Bank for International Settelments -BIS- (2019). Seventeenth progress report on adoption of the Basel regulatory framework. Publicado en octubre el 2019. Recuperado de: https://www.bis.org/bcbs/publ/d478.pdf

Banco Mundial (2020). COVID-19 Outbreak: Housing Finance Implications and Response. COVID-19 Notes, Finance Series.

Barajas, A., Dell'Ariccia, G., y Levchenko, A. (2007). Credit booms: The good, the bad, and the ugly (IMF working paper), Washington: International Monetary Fund.

Beck, Thorsten y De la Torre, Augusto (2006). "The Basic Analytics of Access to Finance," World Bank Working Paper WPS4026, Octubre.

Bernal, Raquel (2009). The Informal Labor Market in Colombia: identification and characterization, Revista Desarrollo y Sociedad, Vol. 23

Bezemer, Dirk y Zhang, Lu (2019). Credit composition and the severity of post-crisis recessions. Journal of Financial Stability, Volume 42, Junio 2019, pp. 52-66

Bezemer, Dirk; Samarina, Anna y Zhang, Lu (2020). Does mortgage lending impact business credit? Evidence from a new disaggregated bank credit data set. Journal of Banking & Finance, volume 113

Bonet, Jaime; Chiriví, Jaime y Pérez, Gerson (2016). Informalidad laboral y en la vivienda: primeros indicios para las principales ciudades colombianas. Documentos de trabajo sobre Economía Regional, No. 241, Banco de la República de Colombia

Bordo, Michael y Jeanne, Olivier (2002). Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy. NBER Working Paper 8966 (Junio 2002).

Canepa, Alessandra y Khaled, Fawaz (2018). Housing, Housing Finance and Credit Risk. International Journal of Financial Studies, vol. 6, issue 2, 1-23

Cano, Carlos; García, Nidia; Esguerra, María del Pilar y Rueda, Leonardo (2015). Inclusión financiera en Colombia. Banco de la República de Colombia

Capera, Laura; Estrada, Dairo y Gutiérrez Javier (2011). Un análisis del endeudamiento de los hogares. Temas de Estabilidad Financiera no. 61, En Reporte de Estabilidad Financiera de septiembre del 2011, Banco de la República de Colombia

Cárdenas, M. y A. Badel. 2003. "La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: causas y consecuencias". IDB. Documento de Trabajo No. 500

Carranza, J., y Estrada, D. (2007). An empirical characterization of mortgage default in Colombia between 1997 and 2004. Bogotá: Banco de la República.

Carrasquilla, Alberto y Zárate, Juan Pablo (2002). "Regulación Bancaria y Tensión Financiera: 1998-2001" en ANIF (ed.) El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI, Tomo I, Asociación Nacional de Instituciones Financieras, Bogotá pp. 215-230.

Carrasquilla, Alberto; Galindo, Arturo y Vasquez, Diego. (2000). "El Gran Apretón Crediticio en Colombia: Una Interpretación". Coyuntura Económica, Vol. XXX, No.1. Fedesarrollo, Bogotá, pp. 107-115

Castaños, Maria del Mar y Vázquez, Harold (2018). Knowledge, Information, and Financial Decisions: Why Do People Choose to Finance from Informal Credit Markets?. Capítulo 9 en "Financial Decisions of Households and Financial Inclusion: Evidence for Latin America and the Caribbean" del CEMLA, vol 1, pp. 279-308.

Cerutti, E., S. Claessens y L. Laeven. (2017). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. Journal of Financial Stability, Volume 28: 203– 224.

Cizel, Janko, J. Frost, A. Houben, y P. Wierts (2016). Effective Macroprudential Policy: Cross-Sector Substitution from Price and Quantity Measures. IMF Working Paper No. 16/94 International Monetary Fund, Washington, DC.

Cihak, Martin, Iossifov, Plamen y Amar Shanghavi, (2008), Interest Rate Elasticity of Residential Housing Prices, No 08/247, IMF Working Papers, International Monetary Fund

Clavijo, Felipe (2016). Determinantes de la morosidad de la cartera de microcrédito en Colombia. Borradores de Economía No. 951, Banco de la República de Colombia

Clavijo, Sergio; Janna, Michel y Muñoz, Santiago (2005). "La vivienda en Colombia: sus determinantes socioeconómicos y financieros," Revista Desarrollo y Sociedad, Universidad de los Andes - CEDE, March.

Collins, J. Michael, 2013. "The impacts of mandatory financial education: Evidence from a randomized field study," Journal of Economic Behavior & Organization, Elsevier, vol. 95(C), pages 146-158.

Corficolombiana (2019). ¿Comprar o arrendar? El dilema inmobiliario. Publicado el 12 de septiembre de 2019. Recuperado.

Crespo, Jesus; von Scweinitz, Gregor y Wendt, Katharina (2019). On the empirics of reserve requirements and economic growth. Journal of Macroeconomics, Volume 60, June 2019, Pages 253-274

Cuéllar L., María Mercedes (2005). "Crédito hipotecario en Colombia," Coyuntura Económica, Fedesarrollo, December.

Datta, K. y Jones, G. A. (1998). Housing and Finance in Developing Countries. Routledge Studies in Development and Society

Davis, Morris A.; Oliner, Stephen D.; Peter, Tobias J.; Pinto, Edward J. (2020). The Impact of Federal Housing Policy on Housing Demand and Homeownership: Evidence from a Quasi-ExperimentJournal of Housing Economics, Volume 48

Delvasto, Carlos (2008). El límite a la tasa de interés remuneratoria en el régimen comercial de Colombia: ¿Costo de transacción y barrera legal? Revista Criterio Jurídico. Vol. 8 No. 1, pp. 97-130.

Douglas Elmendorf, (2019). The Effect of Interest-Rate Changes on Household Saving and Consumption: A Survey. Finance and Economics Discussion Series, No 1996-27, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)

Driscoll, John C., Kay, Benjamin S. y Vojtech, Cindy M. (2019). The real consequences of bank mortgage lending standards. Journal of Financial Intermediation.

Echeverry, Juan Carlos y Salazar, Natalia (1999). ¿Hay un estancamiento en la oferta de crédito? Archivos de Macroeconomía, Documento No. 118. Departamento Nacional de Planeación, Bogotá

Estrada, Dairo y Rozo, Sandra (2006). "Multimarket spatial competition in the Colombian deposit Market". Borradores de Economía. No. 413. Banco de la República.

Driessen, J. (2005): “Is Default Event Risk Priced in Corporate Bonds?” Review of Financial Studies, 18, 165–195.

Durán, Juan (2016). The Determinants of Bank Interest Rate Margins in the Colombian Housing Credit Market. MPRA Paper, University Library of Munich, Germany.

Elmer, Peter J., y Steven A. Seelig (1999). “Insolvency, Trigger Events, and Consumer Risk Posture in the Theory of Single-Family Mortgage Default.” Journal of Housing Research, 10(1): 1–25.

Elul, Ronel, et al. (2010). “What “Triggers” mortgage Default”. American Economic Review: Papers & Proceedings 100: 490-494.

Fang, Xiang; Jutrsa, David; Martinez, Soledad; Presbitero, Andrea y Ratnovski, Lev (2020). Bank capital requirements and lending in emerging markets: The role of bank characteristics and economic conditions. Journal of Banking & Finance.

Fang, Hao; Lee, Hsien-Lee y Shen, Chung-Hua (2020). Predicting banking crises based on credit, housing and capital booms. International Finance. 2020; 1– 34.

Fernández, Francisco (2017). Impacto de la informalidad laboral sobre el acceso a crédito formal. Coyuntura Económica, vol. 47, pp. 169-204.

Fernandez, Cristina y Leonardo Villar, (2016), A Taxonomy of Colombia’s Informal Labor Market, Working Papers Series. Documentos de Trabajo, Fedesarrollo

Figueras, Julián y Puentes, Miguel Ángel (2018). Determinantes del comportamiento de la cartera de vivienda en Colombia 2000-2016. Trabajo de grado de maestría EAFIT.

Galindo, Arturo y Hofstetter, Marc (2008). Mortgage Interest Rates, Country Risk and Maturity Matching in Colombia, Documentos CEDE, Universidad de los Andes – CEDE

García, J., Mesa, R., y Cossio, D. (2017). Efectos del canal del crédito sobre el precio de la vivienda nueva en Medellín - Colombia. Fortcoming Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa

González-aguado, Carlos y Suarez, Javier (2015). Interest Rates and Credit Risk, Journal of Money Credit and Banking, 47, (2-3), 445-480

Gómez, E.; Lizarazo, A.; Mendoza, J. y Murcia, A (2019). Evaluating the impact of macroprudential policies on credit growth in Colombia. Journal of Financial Intermediation, Volume 42, abril 2020.

Gorton, Gary y Guillermo, Ordóñez (2020). Good Booms, Bad Booms. Journal of the European Economic Association, Volume 18, Issue 2, April 2020, pp. 618–665.

- He, Dong, Kang Heedon y Nier Erling (2014). Macroprudential Measure for addresing housing sector risks. Bank for International Settelments, Washington, DC.

- Hense, Florian (2015). Interest rate elasticity of bank loans: The case for sector-specific capital requirements. No 504, CFS Working Paper Series, Center for Financial Studies (CFS)

- Herzberg, V., y M. Watson (2014). Macroprudential Policies in the Euro Area: Issues for the Next Ten Years. University of Oxford, Oxford.

- Hernandez, Edwin y Oviedo, Andrés (2016). Mercado del crédito informal en Colombia: una aproximación empírica. Ensayos de Economía, Vol 26, No. 49. Universidad Nacional de Colombia

- Hofstetter, Marc; Tovar, Jorge y Urrutia, Miguel (2011). Effects of a Mortgage Interest Rate Subsidy: Evidence from Colombia, Documentos CEDE, Universidad de los Andes - CEDE

- Hofstetter, M., J. Tovar y M. Urrutia (2011). Effects of a Mortgage Interest Rate Subsidy: Evidence from Colombia. Serie Documentos de trabajo del BID no. IDB-WP-257. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

- Houwelling, P., A. Mentink, y T. Vorst (2005): “Comparing Possible Proxies of Corporate Bond Liquidity,” Journal of Banking and Finance, 29, 1331–1358.

- International Monetary Fund (IMF) (2011). Macroprudential Policy: An Organizing Framework. IMF Policy Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

- International Monetary Fund (IMF) (2013). Key Aspects of Macroprudential Policy–Background Paper. IMF Policy Paper, Washington, DC.

- International Monetary Fund (IMF) (2020). Macroprudential Policies and house prices in Europe. Departamental paper series No. 20/03, Washington, DC.

- Iregui, Ana; Melo, Ligia; Ramirez, Maria y Tribín, Ana (2016). Determinantes del acceso al crédito formal e informal: Evidencia de los hogares de ingresos medios y bajos en Colombia. Borradores de Economía, Banco de la Republica de Colombia

- Jaramillo, S. y N. Cuervo. 2009. “Dos décadas de política de vivienda en Bogotá apostando por el mercado”, Universidad de los Andes, Documento CEDE 2009-31.

- Jimenez, M., Baena, L., Velasquez, H., y Hurtado, A. (2015). Determinantes del índice de cartera Vencida Hipotecaria en Colombia: 2006 2014.

- Jordà, Ò., Schularick, M., y Taylor, A. M. (2015). Leveraged bubbles. Journal of Monetary Economics, 76, S1–S20.

Kohl, S. (2018). More Mortgages, More Homes? The Effect of Housing Financialization on Homeownership in Historical Perspective. Politics & Society, 46(2), 177–203. https://doi.org/10.1177/0032329218755750

Ma, Chang (2020). Financial stability, growth and macroprudential policy. Journal of International Economics Volume 122, January 2020

Medina, Carlos y Steiner, Roberto (2002) "Bringing Financial Services to the Poor: The Case of Colombia" mimeo

Mendoza, Enrique G. y Terrones, Marco E. (2014). "An Anatomy of Credit Booms and their Demise," Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, en: Miguel Fuentes D. & Claudio E. Raddatz & Carmen M. Reinhart (ed.), Capital Mobility and Monetary Policy, edition 1, volume 18, chapter 6, pp. 165-204, Central Bank of Chile.

Mesa, Diana y Villaveces, Marta (2008). Descentralización y política de vivienda de interés social en Colombia ¿Qué ha pasado? Documentos de Trabajo, Universidad del Rosario

Murcia, Andrés (2007). Determinantes del acceso a crédito de los hogares colombianos. Borradores de Economía, No. 449. Banco de la República

Namen León, Olga Marcela y Urrutia Montoya, Miguel (2011). "Historia del Crédito Hipotecario en Colombia," Documentos CEDE 008729, Universidad de los Andes - CEDE.

Nilson, A., 2008. Overview of financial systems for slum upgrading and housing. Housing Finance International , 19-25.

OCDE, 2017. Colombia´s Economic Survey.

ONU-HABITAT (Programa de las Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos) (2008). Housing for all: the challenges of affordability, accessibility and sustainability. Human Settlements Finance and Policies, Nairobi.

Reinhart, C. M., y Rogoff, K. S. (2013). Banking crises: An equal opportunity menace. Journal of Banking & Finance, 37, 4557–4573.

Reinhart, Carmen M. y Rogoff, 2008, Kenneth S (2008). "Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison" American Economic Review, American Economic Association, vol. 98(2), pp. 339-44, mayo 2008

Riaño, Félix y Rodriguez, Santiago (2016). Determinantes del acceso a los productos financieros en los hogares colombianos. Estudios Gerenciales, No. 32, pp. 14–24

Rocha, R., F. Sánchez y J. Tovar. 2007. "Informalidad del mercado de crédito para la vivienda de interés social", Documento CEDE 2007-10

Rodriguez, N. (2018). "Mortgage Finance and Culture". Institute of Labor Economics.

Rubaszeck, Michal y Serwa, Dobromil (2014). Determinants of credit to households: An approach using the life-cycle model. Economic Systems, Vol.38, No. 4, pp. 572-587

Ruprah, Inder (2010). Do Social Housing Programs Increase Poverty? An Empirical Analysis of Shelter Induced Poverty in Latin America, No 510, OVE Working Papers from Inter-American Development Bank, Office of Evaluation and Oversight (OVE).

Salvi del Pero, A., W. Adema, V. Ferraro y V. Frey (2016), "Policies to promote access to good-quality affordable housing in OECD countries", OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 176, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/5jm3p-5gl4djd-en

Saavedra, Victor, David Forero, Felipe Arango, Ariel Baquero y Sebastián Rodriguez (2020). The Challenges of Housing Policy in Colombia in a post Covid 19 scenario, necessary adjustments to develop the almost missing track. Banco Mundial y Fedesarrollo.

Simon Gilchrist & Egon Zakrajsek, (2012). "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations," American Economic Review, American Economic Association, vol. 102(4), pages 1692-1720, June.

Solo, M y Manroth, A. (2006) "Access to Financial Services in Colombia: The unbanked in Bogotá" World Bank Policy Research Working Paper. No. 3834.

Superintendencia Financiera de Colombia (2019). ABC Nuevo régimen de solvencia de los establecimientos de crédito – Recomendaciones Basilea. Publicado en septiembre del 2019. Recuperado.

Tabner, I. T. (2016). Buying versus renting–Determinants of the net present value of home ownership for individual households. International Review of Financial Analysis, 48, 233-246.

Villar, Leonardo (2006). "¿Reforma financiera estructural o ajustes regulatorios y reforma judicial?". Debates de Coyuntura Económica. ¿Cuál es la Reforma que necesita Colombia? Septiembre de 2006 No. 65. Fedesarrollo.

Villar, Leonardo; Salamanca, David y Murcia, Andrés (2005). "Crédito, Represión Financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003". Revista Desarrollo y Sociedad. No. 55. Facultad de Economía. Universidad de los Andes.

Wainer, Allison y Zabel, Jeffrey (2020). Homeownership and wealth accumulation for low-income households. Journal of Housing Economics, Volume 47.

Yepes, Tito y Ramírez, Mauricio (2017). Programa de Vivienda de Interés Social. Informes de Investigación, Fedesarrollo

Yong, Zhang (2014). Capítulo VII en "Urbanización y políticas de vivienda en China y en América Latina y el Caribe: Perspectivas y estudios de caso". CEPAL, CAF y ILAS CASS, Santiago de Chile