

EL CRÉDITO HIPOTECARIO EN COLOMBIA: EVALUACIÓN DEL IMPACTO REGULATORIO POS-CRISIS

Investigación Realizada por ANIF para el BID ^{*/}

Mayo de 2011

Resumen

El manejo de la crisis hipotecaria ocurrida en Colombia durante 1998-2001 ha dejado tres principales secuelas: i) Permanencia del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), ahora a la onerosa tasa del 4x1.000; ii) Un elevado “contencioso jurídico” resultante de pleitos hipotecarios y del “activismo judicial” vía tutelas; y iii) Un estancamiento en la profundización financiera de Colombia, en general, y de la cartera hipotecaria, en particular (ahora sólo 3% del PIB frente al 11% pre-crisis).

Este documento explora, desde la arista financiera e institucional, cuatro hipótesis centrales para explicar esta postración del sector hipotecario colombiano, a saber: 1) el efecto del límite a las tasas de interés ordenado por la Corte Constitucional (sentencia C-995 de 2000), manejado-interpretado por el Banco de la República; 2) el legado de “inestabilidad jurídica” resultante de reliquidaciones, prepagos y reposición de la propiedad, amparado bajo el “derecho fundamental” de la llamada “vivienda digna”; 3) el impacto sobre la demanda por vivienda resultante de la exigencia de cuotas mínimas del 30%, indexación (exclusiva) al IPC, abolición de esquemas de pago que pudieran dar lugar a intereses-sobre-intereses; y 4) efectos de restricciones en la oferta de vivienda por cuenta de factores de mercado, principalmente por incremento en la incidencia del precio final resultante de la escasez de tierras y fallas en las reglamentaciones del POT rural-urbano.

Clasificación JEL: (K30) Marco legal, (G01) Crisis Financieras, (G21) Hipotecas

^{*/} En esta investigación participaron, por parte de Anif, Sergio Clavijo (Director), Alejandro Vera (Sub-Director), María P. Salcedo (investigadora) y Jennifer Carvajal (pasante); la coordinación del proyecto por parte del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) estuvo a cargo de Arturo Galindo (Economista Jefe-CAN) y Francesca Castellani (Investigadora Senior de la Representación-BID en Bogotá).

ÍNDICE

	PAG.
I. Introducción	3
II. La Crisis Hipotecaria Colombiana 1998-2001	5
A. Génesis de la Crisis Hipotecaria	
B. Políticas Adoptadas para Enfrentar Dicha Crisis	
C. Secuelas del manejo de la crisis hipotecaria de Colombia	
III. Mandatos de la Corte Constitucional (CC) y del Congreso	17
A. Corrección Monetaria y Sistemas de Financiamiento	
B. Reliquidación de Deudas Hipotecarias	
C. Imposición de Límites a las Tasas de Interés de Vivienda	
D. Otros Fallos, Leyes y Decretos	
E. Reflexiones Jurídico-Económicas sobre cómo enfrentar las crisis hipotecarias	
F. La acción de tutela y el desarrollo del sector	
IV. Estancamiento en la Profundización Financiera de Colombia	34
A. La Cartera Hipotecaria y su Estancamiento	
B. La Titularización Hipotecaria	
V. Hipótesis sobre Estancamiento del Crédito Hipotecario en Colombia	41
A. Efecto de los Límites a las Tasas de Interés	
B. Legado de “Inseguridad Jurídica” por actuaciones de las Cortes	
C. Factores de demanda por vivienda	
D. Factores de Oferta	
VI. Conclusiones	61

I. Introducción

La economía colombiana, que mantuvo tasas de crecimiento estables y relativamente altas entre 1970 y 1995, se estancó en la segunda mitad de la década del noventa. El crédito hipotecario en Colombia se caracterizó por ser muy dinámico durante el período 1975-1995. En particular, durante el período 1991-1997, la relación Cartera Hipotecaria /PIB fluctuó alrededor del 6%-11%. Sin embargo, durante el período 1998-2001, cuando se desató la crisis hipotecaria, esta relación cayó del 9% al 5.5%. Estos años se caracterizaron por una caída en los precios de vivienda que repercutió en un descenso de los activos de los hogares. Sumado a ello el incremento de las tasas de interés aumentó la carga financiera de los hogares, causando una disminución de los ingresos y un aumento en la relación de deuda a valor del inmueble (*loan to value*). Todo esto se tradujo en masivos procesos de desvalorización hipotecaria, daciones en pago y la paralización del sector construcción. En respuesta a ello, el Gobierno declaró la “Emergencia Económica” en noviembre de 1998 y se expidieron una serie de decretos que luego fueron aprobados por la Corte Constitucional.

La recuperación de la actividad hipotecaria, durante el período 2003-2007, resultó limitada para que la relación Cartera Hipotecaria/PIB pudiera regresar a sus niveles pre-crisis, registrando una relación promedio del 3.2%. Actualmente la relación permanece estancada en tan sólo 2% del PIB (y alcanzaría el 3% del PIB si añadimos la cartera hipotecaria titularizada). La superación de la crisis no ha estado exenta de obstáculos, y aún hoy en día subsisten una serie de desequilibrios en el mercado.

En línea con lo anterior, el objetivo de este documento es verificar algunas hipótesis que han generado en Colombia una incipiente profundización financiera hipotecaria en el período pos-crisis. En particular, se investigará: i) el efecto del límite a las tasas de interés ordenado por la Corte Constitucional; ii) el legado de “inestabilidad jurídica” resultante de reliquidaciones, prepagos y reposición de la propiedad, amparado bajo el “derecho fundamental” de la “vivienda digna”; y iii) las fallas de mercado que se estén presentando por cuenta de obstáculos a la demanda (cuota mínima) o barreras de oferta (problemas de suelos). Adicionalmente, se pretende analizar el impacto de los fallos de la Corte

Constitucional en temas de vivienda sobre las finanzas públicas y la sostenibilidad fiscal de Colombia.

Los resultados arrojan por un lado que no hay mayor evidencia (agregada) de que la imposición de las tasas techo hubiera, en la fase de recuperación 2003-2007, impedido la profundización del mercado hipotecario. Lo que hubo en efecto fue una “guerras de tasas de interés hipotecarias a la baja”. Por otro lado, la “inseguridad jurídica” dejó como consecuencia el menor dinamismo de este sector y, en ocasiones, la migración del crédito hipotecario hacia el crédito de consumo.

Por su parte, los factores de demanda mostraron que la combinación de plazo y tasa se vuelve una restricción a la demanda por crédito hipotecario por la necesaria limitación de que un hogar se endeude más allá del 30% de su ingreso disponible. Asimismo, en este frente se encontró que la flexibilidad del prepago ha permitido que los deudores ajusten rápidamente la vigencia de sus tasas a las tasas marginales, reduciendo los plazos de los créditos y, por ende, descalza la hoja de balance de los bancos, elevando sus costos operativos. Por último, están los factores restrictivos por el lado de la oferta de vivienda. Aquí el sector ha venido señalando que el factor de costos más marcado proviene de la escasez de suelo, el cual se viene reflejando en alzas de precios del bien final. Para ello se requiere habilitar tierras a nivel municipal para generar los grandes proyectos de vivienda; así como superar las fallas reglamentarias, impulsando ágiles POTs (urbano-rural).

Este documento se desarrolla en seis capítulos. En el segundo capítulo presentamos un recuento de la génesis del sector hipotecario durante el período 1998-2001, así como algunas medidas adoptadas para enfrentar dicha crisis. En el tercero se presentan las implicaciones de los mandatos de la Corte Constitucional y del Congreso en materia de vivienda. En el cuarto se hace un recuento de la situación en materia de profundización financiera. En el quinto se exponen las hipótesis sobre estancamiento del crédito hipotecario en Colombia. Por último, presentamos una sección de incidencias fiscales de los fallos de la Corte sobre vivienda, y nuestras conclusiones acerca del estancamiento reciente del mercado hipotecario en Colombia.

II. La Crisis Hipotecaria Colombiana 1998-2001

A. Génesis de la Crisis Hipotecaria

La economía colombiana creció a ritmos satisfactorios del 4.6% anual durante 1990-95. En buena medida ello fue el resultado de múltiples reformas estructurales, impulsadas por la Reforma Constitucional de 1991. Ellas habían permitido impulsar una mayor apertura comercial, mejorar el desempeño del sector público (tras importantes privatizaciones y cierres de entidades corruptas e ineficientes). Sin embargo, el auge petrolero del momento (1991-1997) permitía avizorar síntomas de la llamada “enfermedad holandesa”. La marcada apreciación cambiaria de esos años y la carencia de una adecuada infraestructura para contrarrestarla empezaron a volver menos rentables los negocios de exportaciones no tradicionales (flores, textiles, confecciones, calzado) y buena parte de la liquidez existente se volcó entonces sobre el sector de no transables, especialmente sobre el negocio hipotecario.

De esta manera, en los años 1996-1997 la economía mostraba cambios en la composición de su sector productivo a favor de los *commodities* y algo de desaceleración económica, lo cual intentó ser contrarrestado impulsando el gasto público (en medio de una profunda crisis política y de gobernabilidad), incluyendo la expansión crediticia de la banca pública hacia el sector hipotecario. La economía colombiana, además, experimentaba un auge de inversión extranjera, propiciada por el otorgamiento del grado de inversión al país en 1995, tras las importantes reformas estructurales del período 1991-1994.

Fueron todas estas condiciones las que precisamente ayudaron a inflar una “burbuja especulativa”, centrada en el sector hipotecario, durante el período 1993-1997. Se trataba de un sector de larga data, que desde 1972 había creado el monopolio de cuentas de ahorro indexadas a la inflación para las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAVs). Ello le había permitido generar una amplia base de ahorro de corto plazo, con el cual venían fondeando créditos hipotecarios de largo plazo (10-15 años). Los constructores y los banqueros trabajaban, desde hacía años, en un sector claramente sobre-apalancado, con

riesgos de descalce entre fondeo y crédito. Además, era un sector que históricamente le había apostado, con relativo éxito, al hecho de que la relación “Créditos Hipotecarios/Valor de las Viviendas” (el llamado *Loan-to-Value*) se mantendría controlada en valores inferiores al 50%.

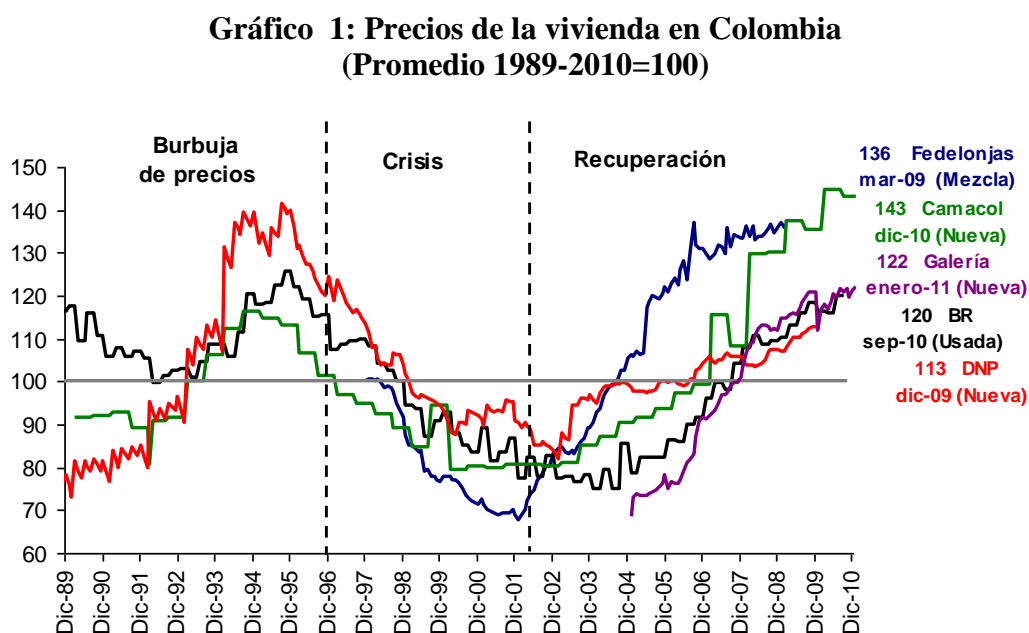
Al estallar la crisis hipotecaria Asiática de agosto de 1997, se pensó que se trataba de un problema hipotecario focalizado en Tailandia y con poca incidencia regional o global. Sin embargo, dado el nivel de sobre-apalancamiento de ese sector en buena parte de Asia (incluyendo Corea del Sur, Malasia e Indonesia), sus repercusiones fueron globales y persistentes. Ello conllevaría contagio sobre Rusia, Brasil y Argentina, poniendo en dificultades su acceso al mercado de capitales internacionales (Reinhart y Rogoff, 2009).

La mayoría de los países trataron de defender su liquidez local e internacional a través de elevar sus tasas de interés para evitar los ataques especulativos sobre sus escasas reservas internacionales. Ello habría de tener repercusiones muy serias sobre la viabilidad de los deudores hipotecarios, pues sus obligaciones financieras se elevaron en momentos en que se expandía el desempleo y se contraía el ingreso disponible de los hogares.

Como resultado de ello, muchas familias tuvieron que entregar sus bienes en dación de pago. Los bancos vieron que sus flujos de ingresos se mermaban y a cambio de ello recibían como garantía un cúmulo de bienes inmuebles desvalorizados. Se disparó entonces la relación Deuda Hipotecaria/Valor del Inmueble a niveles superiores al 50%, dando la señal a muchos otros hogares de que lo mejor era entregar el inmueble antes de continuar sirviendo una deuda de un bien profundamente desvalorizado.

En el caso de Colombia este proceso se dio de forma bastante aguda, pues la “defensa de la banda cambiaria” tardó más de lo deseado y, además, la fórmula de cálculo de la llamada corrección-monetaria terminó estando contaminada al haberse atado a la tasa de fondeo de corto plazo del mercado. El resultado fue que el alza de las tasas de mercado generó obligaciones reales adicionales, más allá de la simple indexación al IPC (Clavijo, 1998; Caicedo, 2004; Galindo y Majnoni, 2006; ICAV, 2006).

Mientras Colombia había crecido a ritmos del 4.5% anual durante las tres décadas anteriores, en 1999 experimentó la peor contracción del PIB-real (-4.3%) desde la Gran Depresión (cuando registró un -1.6%). El sector de la construcción fue uno de los más afectados. Después de registrar incrementos de precios marcados durante todo el período 1990-1997, durante la prolongada crisis hipotecaria 1998-2001 se observaron desvalorizaciones hipotecarias hasta del 50% real (especialmente en Bogotá, Medellín y Cali), ver Gráfico 1.



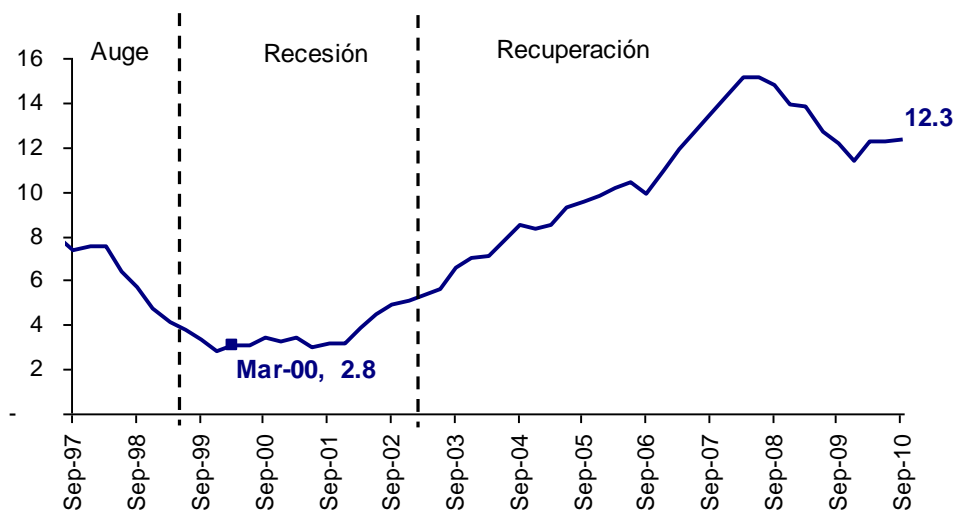
Fuente: Cálculos Anif con base en Galería Inmobiliaria, DNP, Banco de la República, Camacol y Fedelonjas

El grave problema de la relación Deuda Hipotecaria/Valor del Inmueble se hizo evidente (Clavijo, Janna y Muñoz, 2005; Cárdenas y Badel, 2003). La calidad de la cartera hipotecaria se deterioró hasta niveles del 22% y se estima que unos 3 millones de hogares colombianos perdieron o vieron amenazada la tenencia de su vivienda.

Los efectos de la crisis sobre la construcción fueron devastadores. Mientras el área licenciada había promediado anualmente 1.2 millones de mts-cuadrados durante 1990-1997, el promedio de 1998-2001 tan sólo llegó a 746 mil. Para finales de 1999 las obras en

construcción llegaban a 2.8 millones de metros cuadrados frente a los 7.5 millones observados en el momento pre-crisis de 1997 (Gráfico 2).

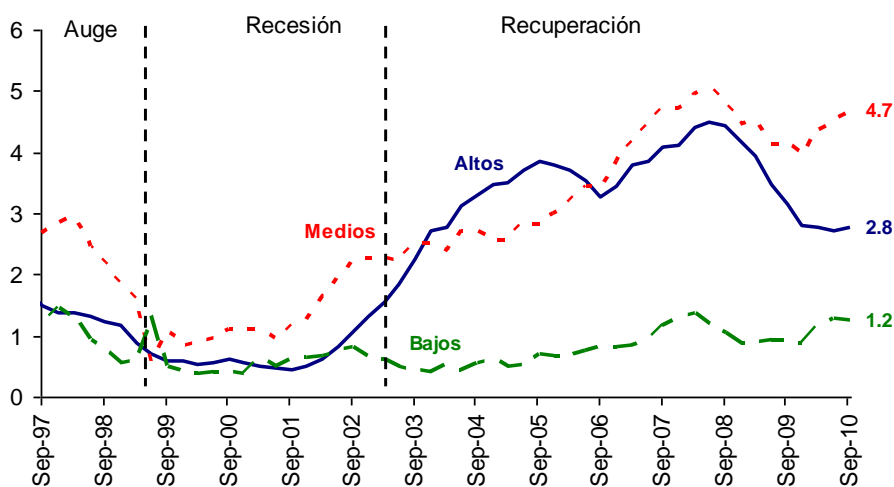
Gráfico 2: Área en proceso de construcción (millones de m2)



Fuente: Cálculos Anif con base en Dane

La crisis golpeó a todos los segmentos del mercado. Durante 1998-1999, las obras destinadas al estrato alto cayeron un 63%, la del estrato medio un 66% y la de estratos bajos un 60% (Gráfico 3).

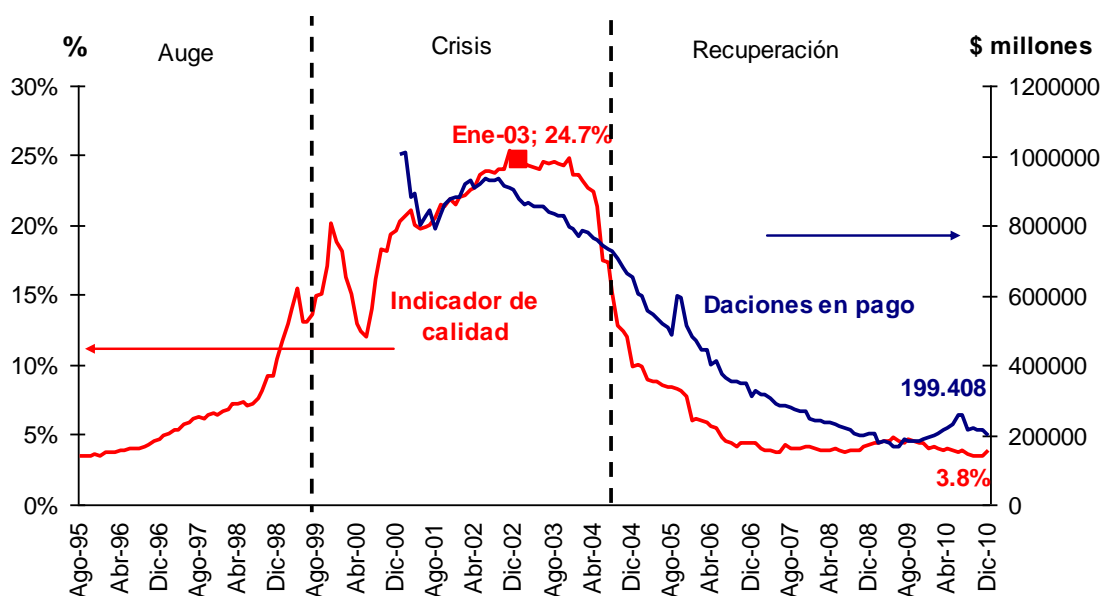
Gráfico 3: Área en proceso de construcción por estratos (millones de m2)



Fuente: Cálculos Anif con base en Dane

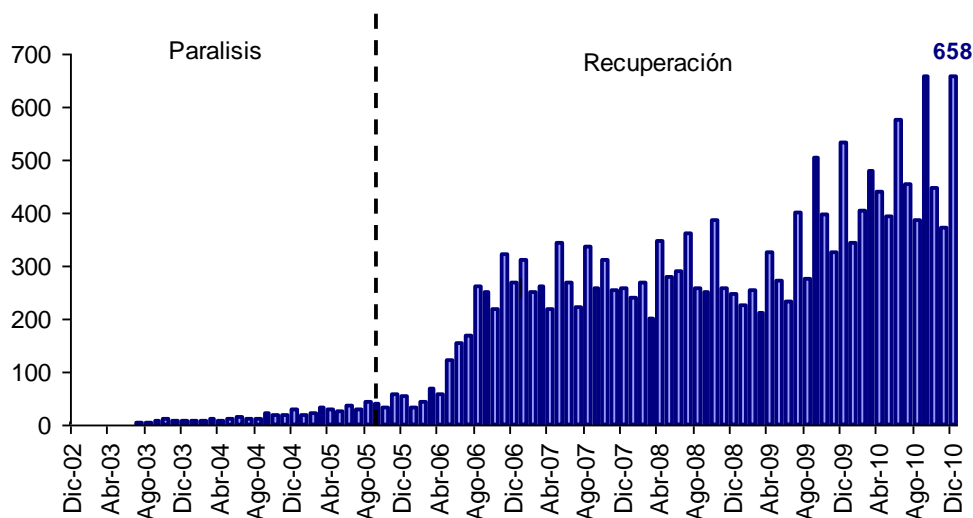
Al igual que en Chile, el crédito hipotecario en Colombia había sido muy dinámico durante todo el período 1975-1995. En particular, durante el período 1991-1997, la relación Cartera Hipotecaria Vigente/PIB se elevó del 6% al 11%, como resultado del auge del sector de no transables, antes explicado. Tras los dolorosos procesos de desvalorización hipotecaria, daciones en pago (Gráfico 4) y la paralización del sector construcción, se fue “consumiendo” dicha cartera hipotecaria, sin que se generaran nuevos ciclos de otorgamiento crediticio que la repusieran.

Gráfico 4: Valor de Bienes Hipotecarios Recibidos en Dación de Pago e Índice de Calidad de Cartera Hipotecaria (cartera vencida/cartera bruta)



Fuente: Cálculos Anif con base en Superfinanciera y Asobancaria

En efecto, la recuperación de la actividad hipotecaria, durante el período 2003-2007, resultó insuficiente para que la relación Cartera Hipotecaria/PIB pudiera regresar a sus niveles históricos; de hecho, dicha relación permanece estancada en tan sólo 2.4% del PIB (y alcanzaría el 3.4% del PIB si añadimos la cartera hipotecaria titularizada), ver Gráfico 5.

Gráfico 5: Desembolsos de crédito hipotecario (\$ miles de millones)

Fuente: Superfinanciera

B. Políticas Adoptadas para Enfrentar Dicha Crisis

Con el fin de frenar el acelerado proceso de deterioro de la cartera morosa, aliviar la situación de los deudores y contener el riesgo sistémico, el Gobierno declaró la “Emergencia Económica” en noviembre de 1998. Los *Decretos Legislativos 2330 a 2331 de 1998* adoptaron una “contribución” cobrada sobre las transacciones financieras, a la tasa de 2x1.000, con el fin de allegar recursos para los propósitos de contener la crisis hipotecaria; también ordenaron una serie de procedimientos para contener la crisis financiera, reestructurar Fogafín y, en general, contener el deterioro hipotecario (Restrepo, 1999).

El grueso de estos Decretos fueron validados posteriormente por la Corte Constitucional (CC), encontrando que dicha crisis había constituido un “evento sobreviniente” y que las medidas adoptadas se ajustaban al objetivo de contener el sorpresivo daño socio-económico que causaba dicha crisis (ver Sentencias C-136, C-700 y C-747 de 1999). Sin embargo, la CC “moduló” el alcance de algunas de esas medidas. Por ejemplo, la CC ordenó que los recursos de las contribuciones sólo podrían utilizarse para recapitalizar la banca pública y no la banca privada. Esto implicó que el presupuesto nacional y Fogafín tuvieran que

allegar recursos para propósitos de salvamento más generales, incluyendo el otorgamiento de líneas crediticias para enfrentar la iliquidez de algunas entidades privadas, mientras que otras entidades fueron declaradas insolventes y liquidadas (el caso de Granahorrar, Bancafé, Banco del Pacífico, Banco Andino, entre otras). En el caso específico del cobro de una “contribución” del 2X100 a los usuarios del sistema financiero, según el decreto legislativo 2331 de 1998 (de la emergencia económica), la CC declaró su exequibilidad reiterando que era esencial que se usaran en los afectados por las circunstancias sobrevinientes que motivaron la declaratoria de emergencia y girados directamente a la Tesorería General de la Nación. El hecho de crearse como una “contribución” y no un impuesto de destinación específica fue vital en su aceptación por parte de la CC.

Casi inmediatamente y siguiendo los lineamientos trazados por la CC, el Congreso procedió a expedir la Ley 546 de 1999 a través de la cual se reglamentó el mercado hipotecario en Colombia. Como veremos más adelante, dicha regulación avanzó en la protección del consumidor al exigir cuotas iniciales (mínimo del 30%) que evitaran problemas de servicio de dicha deuda hacia el futuro. También se organizó un sistema de indexación de la deuda hipotecaria exclusivamente atada al componente de la inflación del IPC (reemplazando el UPAC por el UVR) y abriendo también alternativas bajo la modalidad de tasa fija-nominal y de arrendamiento financiero (según Ley 820 de 2003). Igualmente, se prohibió la capitalización de intereses y la penalización por prepagos de dichos créditos.

De otra parte, se autorizó la creación de bonos hipotecarios y la titularización de cartera hipotecaria, cuyos réditos estarían exentos del impuesto de renta. Dicha Ley también creó el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH), con el fin de promover la financiación de vivienda en esquemas de largo plazo. Temporalmente, esa Ley ordenó la reliquidación de los créditos hipotecarios para remover el efecto que pudo haber causado la inclusión de elementos extraños a la propia indexación atada al IPC y dio la opción de suspender los procesos de embargo cuando las cuentas no estuvieran claras (Anif, 2006a).

Pero en su afán de (supuestamente) proteger a los usuarios, la CC se extralimitó en sus funciones y le ordenó al Banco de la República (BR) adoptar un sistema de topes a las tasas de interés hipotecarias. Más aun, la CC ordenó que dichos topes en las tasas de interés favorecieran a los deudores de la denominada Vivienda de Interés Social (VIS); esto a pesar de que el riesgo crediticio de los estratos bajos suele ser superior al de los estratos medios y altos (vivienda denominada No-VIS).

En el cuadro 1 hemos sintetizado los manejos políticos que adoptaron las autoridades económicas de Colombia durante esta fase de crisis 1998-2001. De una parte, cabe distinguir los apoyos dados al sistema financiero con el fin de preservar los ahorros del público y evitar contagios sistémicos. De otra parte, aparece el componente de los alivios otorgados a los deudores hipotecarios para evitar que cayeran en moratoria y perdieran sus viviendas (Anif, 2008a). Incluimos, simplemente para el record histórico, lo actuado en la crisis reciente de los Estados Unidos (2007-2009).

Como es bien sabido, parte del problema provino del propio Banco de la República al obstinarse en defender su sistema de bandas cambiarias-reptantes durante 1998-1999 (septiembre), lo cual lo llevó a incrementar fuertemente su tasa-repo central hasta niveles del 20%-25% real. El BR creyó estar haciendo su tarea al dar apoyos de liquidez a través de sus ventanillas aplicando el principio Bagehot: proveer liquidez en medio de las crisis, pero a tasas punitivas para disuadir los movimientos especulativos. Algunas de estas operaciones incluyeron apoyos triangulados del BR a través de Fogafin con destino final de algunas entidades públicas, como el sonado caso del BCH, el cual entró en proceso de liquidación durante 1999-2000.

El problema es que la crisis internacional requería acciones en la línea de la flotación cambiaria, antes que el manejo de las tasas de interés pusiera presión adicional sobre los deudores hipotecarios. Finalmente se optó por esta vía de la flotación cambiaria, en septiembre de 1999, pero de forma algo tardía, tras haberse acordado un programa de Stand-by con el FMI. Entretanto, se generó un stress adicional sobre el sector hipotecario que habría de tener hondas repercusiones sobre la actividad económica, en general, y sobre

el sector de la construcción, en particular. Tomaría varios años en poderse recuperar (1998-2002) la actividad hipotecaria, además de un ambiente de orden público que afectaría seriamente la economía colombiana durante este período.

Cuadro 1: Un paralelo en el manejo de Crisis Hipotecaria: Colombia (1998-2000) y Estados Unidos (2005-2008)

	Colombia	Estados Unidos
Apoyos a sistemas financieros		
Baja repo-central	No	Sí
Apoyos ventanilla	Sí	Sí
Apoyos triangulados	Sí	Sí
Alivios a deudores		
Postergación moratoria	Sí	Sí
Fondos especiales	No	Sí
Límites tasas interes	Sí	No

Fuente: Cálculos Anif con base en Bancos Centrales

El FMI explícitamente alabó las medidas tomadas por el Gobierno colombiano tendientes a mitigar los efectos de la crisis financiera al aprobar un acuerdo Stand-by con el país. En efecto, el organismo aplaudió las medidas tomadas por el Gobierno tendientes a asistir a las instituciones de ahorro y crédito, a las cooperativas financieras y a los deudores hipotecarios. Asimismo, elogió la recapitalización de bancos privados viables y la capitalización de la banco pública. Esto último con el objetivo de recuperar la inversión en dichas instituciones una vez éstas hubieran recuperado su valor y su normal funcionamiento (FMI, 1999). Por último, el FMI apoyó las medidas estructurales para recuperar la solvencia fiscal, un plan económico de mediano plazo tendiente a mantener el apoyo al sector financiero y a lograr una consolidación fiscal sustancial, y la flotación cambiaria como mecanismos para recuperar el crecimiento económico en el corto plazo.

No obstante, el FMI también hizo unas recomendaciones a las autoridades colombianas. Dentro de éstas se destacan la reducción de gastos y el incremento de ingresos vía u mayor base tributaria y una mayor eficiencia en el recaudo. Asimismo, la reducción del tamaño del sector público vía privatizaciones y el cercano monitoreo de los bancos recién capitalizados

para evitar un mayor deterioro de sus activos (FMI, 2001). Finalmente, el FMI recomendó que el impuesto a las transacciones financieras se eliminara una vez se hubieran superado las circunstancias excepcionales que llevaron a su creación. Como veremos, específicamente esta recomendación no fue acogida en el país.

C. Secuelas del manejo de la crisis hipotecaria de Colombia

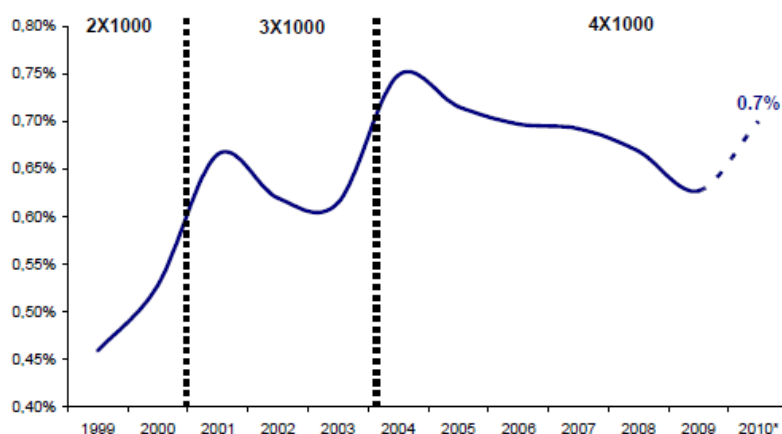
Las tres principales secuelas del manejo de la crisis hipotecaria en Colombia pueden resumirse así:

- i) La permanencia del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), conocido inicialmente como el 2x1.000, el cual se elevó a la tasa del 3x1.000 (Ley 863 de 2003); y después adquirió permanencia a la tasa del 4x1.000 a partir de la Ley 1111 de 2006;
- ii) El contencioso jurídico que dejaron los pleitos hipotecarios, donde los usuarios temían indexaciones amañadas hacia el futuro (a pesar de la protección que otorgaba la Ley 546 de 1999) y el sector financiero temía reclamaciones y reliquidaciones más allá de las ordenadas por la Ley, dado el “activismo judicial” vía tutelas y malas interpretaciones de algunos jueces; y
- iii) El estancamiento en la profundización financiera de Colombia (antes comentada) como resultado de todos estos factores.

El recaudo del ITF se ha incrementado de 0.5% a 0.7% del PIB (ver Gráfico 6). Este tributo lo pagan en dos terceras partes los usuarios directos del sistema financiero y claramente ha representado un retroceso en materia de bancarización. De hecho, los agentes han aprendido a evadirlo-eludirlo, de allí que su productividad ($[\text{Recaudo}/\text{PIB}] / \text{Tarifa}$) se haya venido reduciendo del 3% al 1.8% (Galindo y Majnoni, 2006; Clavijo y Vera, 2010). La propuesta del gobierno en el 2006 consistía en desmontar gradualmente ese ITF, pero el Congreso lo elevó y lo volvió permanente bajo la errada idea de que quienes lo pagaban eran los dueños de los bancos y no los cuenta habientes.

La Administración Santos ha buscado taponar la elusión del ITF a través de la Ley 1430 de 2010, donde se estima que el pago triangulado a terceros viene drenando dicho tributo en unos \$700.000 millones por año (un 17% del total de esos recaudos). Pero, al mismo tiempo, el gobierno Santos ha mencionado que su intención última (promesa de campaña) es ir marchitando dicho tributo durante el período 2012-2018, lo cual le implicaría encontrar impuestos sustitutos por valor de 0.7% del PIB.

Gráfico 6: Evolución del Recaudo del ITF (% del PIB)



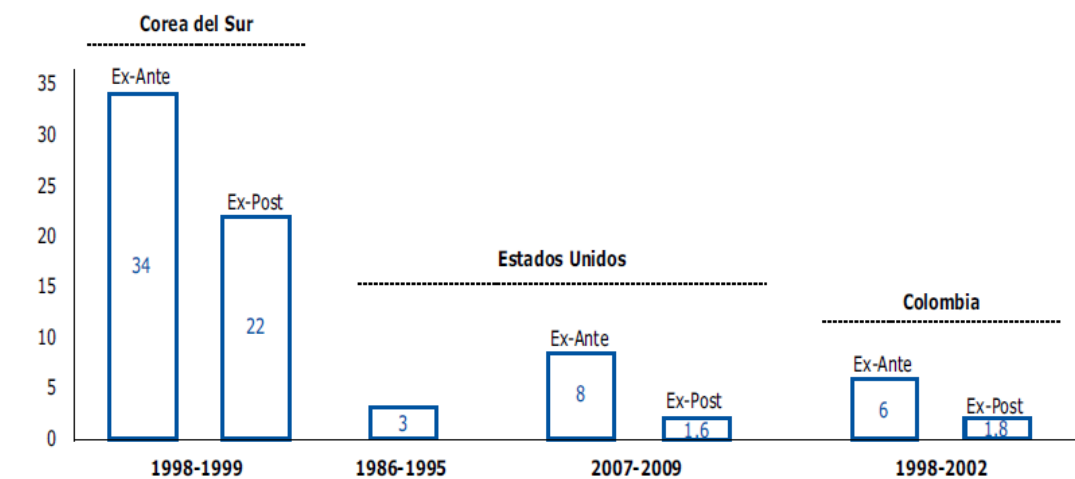
Fuente: Elaboración Anif con base en Ministerio de Hacienda-Confis

Sobre los otros dos legados (contencioso jurídico y estancamiento en la profundización financiera) estaremos profundizando en los siguientes capítulos. A estas alturas cabe preguntarse: ¿Cuál fue el impacto fiscal que tuvo esta profunda crisis financiera del período 1998-2001? Gracias al buen manejo que se hizo, apoyando rápidamente a las entidades viables e interviniendo para liquidar a las insolventes, el costo fiscal de esta crisis hipotecaria fue relativamente moderado.

Hemos calculado, con base en cifras de Fogafín, que el Valor Presente Neto de dicha crisis fue sólo del orden del 2% del PIB de 2009 frente a un estimativo inicial del 6% del PIB (ver Gráfico 7 y cuadro 2). La agilidad con que operaron los llamados “colectores de bienes hipotecarios” recibidos en dación en pago y la posterior venta de esos inmuebles de las

entidades intervenidas explican el bajo costo relativo que tuvo la crisis hipotecaria en Colombia del período 1998-2001.

**Gráfico 7: Costo de las Crisis Financieras (1998-2009)
(% del PIB)**



Fuentes: FMI y Clavijo (2001).

La sentencia C-136 de 1999 dispuso que los recursos del reciente creado 2X1000 debían destinarse al salvamento de la banca pública, como ya comentamos. Por ello, el Gobierno a través del Presupuesto General y de Fogafín tuvo que conseguir recursos adicionales para el salvamento de entidades privadas. Dicho costo ascendió a \$1 billón, según lo muestra el cuadro 2. No obstante, dichos recursos fueron totalmente recuperados, luego el costo de apoyo al sector financiero privado fue nulo. Así, el costo total de la crisis financiera de 1998-1999 fue inferior al 2% del PIB. Dicho costo provino del rescate de entidades financieras públicas y de apoyos a los deudores hipotecarios.

Cuadro 2: Apoyos al sistema financiero 1998-2006
(\$ billones)

	Total apoyos	Total recuperado	Costo neto (3) = (1) - (2)	
	(1)	(2)	\$	% del PIB
Entidades financieras públicas	6.0	2.5	3.5	1.3
Entidades intervenidas	3.0	3.0	0.0	0.0
Granahorrar	1.0	2.0	-0.5	-0.1
Bancafé - Granbanco	1.5	1.0	0.4	0.1
Financiera FES	0.2	0.0	0.2	0.1
Sector cooperativo	1.6	1.5	0.1	0.0
Megabanco (Coopdesarrollo)	1.0	1.0	0.0	0.0
Banco Uconal	0.5	0.5	0.0	0.0
Fogacoop	0.1	0.0	0.1	0.0
Apoyo a deudores hipotecarios	3	2.0	1	0.4
Entidades financieras privadas	1	1.0	0	0.0
Otros	1	0.4	0	0.0
TOTAL	15	10.4	4.5	1.6

Fuentes: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera (2006)

III. Implicaciones de los Mandatos de la Corte Constitucional (CC) y del Congreso en Materia de Vivienda

En búsqueda de lograr alivios para los deudores hipotecarios, la Corte Constitucional ha promulgado diversos fallos jurídicos, especialmente durante el período de crisis 1999-2001. Como ya comentamos, muchas de esas directrices se concretaron en la Ley 546 de 1999. A continuación entramos a comentar sus principales efectos sobre el mercado hipotecario de largo plazo en Colombia, que como vimos se ha prácticamente marchitado en términos de profundización financiera.

A. Corrección Monetaria y Sistemas de Financiamiento (Sentencias C-252 de 1998; C-383, 700 y 747 de 1999; Ley 546 de 1999)

A raíz de la crisis hipotecaria la Corte implementó nuevas regulaciones a nivel del sistema financiero, sobre la base de las sentencias C-252 de 1998; C-383, 700 y 747 de 1999. Todo esto se enmarcó bajo la Ley 546 de 1999.

El fallo relativo a la atadura exclusiva de la corrección monetaria a la inflación (C-383 de 1999) tuvo varias virtudes, desde un punto de vista económico. Por un lado, evitaba hacia el futuro desagradables sorpresas en el costo que representaba para los deudores la tasa de interés real, como infortunadamente ocurrió durante los años 1993-1999. Como se recordará, durante este período la corrección monetaria estuvo atada a la tasa de interés de mercado (DTF), (Banco de la República, 1999), pues se presumía que a través de este mecanismo se evitaría que CAVs perdieran competitividad en la captación de sus recursos. Especialmente durante los años 1995-1998, esta atadura a la DTF dio como resultado que bajo el componente de “corrección monetaria” se acumulara una mayor deuda, sin que ello pudiera advertirse anticipadamente. De allí la importancia de haber aliviado la carga de la deuda adicional generada para los deudores, aunque infortunadamente, en desarrollo de los lineamientos de las sentencias C-700 y C-745 de 1999 de la Corte Constitucional, se expidió la Ley Marco de Vivienda (546 de 1999), pero no se lograron imponer criterios de mayor equidad (Clavijo, 2001).

Otro efecto positivo derivado de dichos fallos y de las Leyes respectivas es que al prohibir la capitalización de intereses, regular los sistemas de amortización y exigir al menos el 30% en la cuota inicial se evitan esquemas de pago que pueden volverse insostenibles a medida que avanza la vida del crédito. El antecedente de las llamadas cuotas súper-mínimas resultó funesto, pues los deudores difícilmente podían haber anticipado lo que ello implicaba en términos de flujos de fondos necesarios para atender dichas obligaciones, digamos, a la altura del tercer año del crédito. Esto dio como resultado la entrega de dichos inmuebles en dación en pago a la respectiva CAV, ante la imposibilidad de servir dicha deuda, lo cual se vio agravado por la desvalorización de la vivienda (Clavijo, 2001).

Ahora ha resultado clara la similitud entre los efectos de las cuotas “súper-mínimas” y la crisis *sub-prime* en los Estados Unidos (2007-2009), en buena parte inducida por los esquemas de “no down-payment” y los llamados “resets” sobre las tasas de interés. En efecto, en el caso de Colombia, se tuvieron que obtener alivios a los deudores a través de la declaratoria de Emergencia Económica en noviembre de 1998. Dicha emergencia como se mencionó incluyó la adopción de una “contribución” cobrada sobre las transacciones financieras. Las primeras captaciones de estos dineros, según ratificación de la Corte Constitucional, se destinaron a aliviar la situación de deudores hipotecarios morosos y a apoyos a la banca pública (no a la banca privada, pues ésta se fondeo con dineros de Fogafin, que fueron pronto repagados). Así mismo, en Colombia intervino la CC fijando límites permanentes a las tasas de interés hipotecarias, que después fueron reglamentadas por el Congreso (Ley 546 de 1999).

Por su parte, en los Estados Unidos, desde finales de 2007, la FED recurrió a un esquema similar al crear fondos financieros, apoyados por el sector privado, para evitar que “disparadores” de nuevas tasas de interés (resets) generaran morosos hipotecarios en cascada. Contrario al caso colombiano, aquí simplemente se ha monitoreado que no exista discriminación racial en el otorgamiento del mismo, pero no existen ni límites de usura ni límites a las tasas de interés. No obstante, el Congreso norteamericano viene estudiando leyes que obligarían al sistema financiero a ser más informativo sobre las condiciones en que se otorgan dichos créditos. En el fondo, la crisis *subprime* no dista mucho de los conocidos esquemas de “cuotas-súper-mínimas” que se usaron en Colombia durante los años 1993-1997, todos los cuales han demostrado ser insostenibles en el tiempo (Anif, 2008a).

Un efecto bastante discutido ha sido el de *obligar al sistema financiero a aceptar los prepagos de la deuda* (Sentencia C-252/98) como un derecho del deudor (aprobada por la Ley 546 de 1999). No cabe duda de que ello promueve la competencia entre los oferentes de crédito y beneficia al deudor, tal como tiende a ocurrir en los países avanzados. Sin embargo, es clave aclarar que esto exige entonces que el sistema financiero pueda absorber

esta contingencia a través de un *premium* en la tasa activa del crédito o que existan esquemas financieros que permitan amortiguar esta eventualidad (Clavijo, 2001).

El escenario actual de prepagos ha sido impulsado por la caída en las tasas de interés de la economía colombiana durante 2009-2010, hecho que se ha traducido en una reducción importante en las tasas originales de los créditos hipotecarios. Esta mayor y atractiva oferta de financiación hipotecaria ha provocado el refinanciamiento de una parte de la cartera hipotecaria vigente, donde cerca de un 30% de ella se encuentra titularizada. Lo anterior, ha permitido que los deudores hipotecarios opten por la refinanciación de sus créditos actuales o nuevos deudores accedan a créditos con tasas bastante favorables.

La opción de refinanciamiento de créditos, bajo los escenarios de tasas actuales resulta bastante rentable, sobre todo para los deudores que adquirieron sus créditos con tasas considerablemente altas y se vieron afectados por la crisis del 1998-2000 (Duff & Phelps, 2006). Por ejemplo, hemos encontrado que, en el 2006, los créditos adquiridos a un plazo menor a 5 años presentaban una tasa de compresión ($=1-(\text{duración efectiva}/\text{máxima})$) del 55%. Algo similar se observa en los créditos 5-10 años. Los de más de 10 años registran la mayor tasa de compresión, cercana al 81%.

Otro elemento positivo resultante de dichos fallos y de la Ley 546/99 ha sido *la fijación de la tasa de interés real durante la vida del crédito* en cuestión. Este no era el caso cuando los préstamos se denominaban en pesos y se adoptaban tasas nominales fijas. En principio, este es un elemento que facilita la determinación del precio de las titularizaciones, especialmente cuando lo que se ha pretendido es que el plazo medio hipotecario se logre extender de los 12 años vigentes a, digamos, 20 años. La consolidación de una inflación baja y estable en años recientes (rango 2%-4% anual) es otro aliciente para lograr el llamado “empaquetamiento” de la cartera vigente y para la creación de nuevas formas de financiamiento de largo plazo, distinta a la de tener que transformar *la totalidad* del crédito (esto es, tener que financiarse con captaciones de corto plazo para “sostener” créditos superiores a los 10 años, tal como había ocurrido durante los últimos 30 años). Esto último sólo fue posible (1972-1994) bajo esquemas de “monopolio” de las cuentas de ahorro

indexadas en cabeza de las CAVs y de apoyos especiales del BR bajo la forma del llamado FAVI.

Un último efecto positivo tiene que ver con la exigencia de contar con un mínimo del 30% bajo la forma de cuota inicial, pues ello evitará nuevamente la generación de obligaciones insostenibles y la posibilidad de causarse el llamado “anatocismo” (el cobro de intereses sobre intereses). La respuesta dada por el Congreso de la República a este problema ha sido acertada, pues se han generado mecanismos, a través de la Ley 546 de 1999, que buscan ir construyendo ese 30% a través de cuentas programadas para tal propósito (AFCs), las cuales han recibido tratamientos preferenciales en materia tributaria, según la Ley 633 de 2000 (ICAV, 2006).

A pesar de los anteriores correctivos y ventajas, casi todas estas medidas tienen como contrapartida efectos negativos. Un primer balance nos indica que si bien dicha legislación ha impuesto procedimientos más transparentes para las contrataciones hipotecarias, la contrapartida de ello será que el acceso al crédito se ha hecho más restrictivo. En efecto, la demanda por crédito hipotecario tenderá a reducirse en términos reales como resultado de la adopción de parámetros de solvencia más exigentes para los potenciales deudores. En el lado de la oferta también se observará una disminución real en el volumen de los créditos debido al encarecimiento relativo en los costos del fondeo, resultantes de los mayores riesgos que encierran el pre-pago, la ampliación del plazo o la simple desvalorización del inmueble. Estos efectos los detallaremos más adelante.

B. Reliquidación de Deudas Hipotecarias (Sentencia C-383 de 1999)

Como es sabido, la forma en que se computó la corrección monetaria durante los años 1993-1999 representó para los deudores hipotecarios un incremento entre el 10% y el 25% del saldo adeudado a diciembre de 1999. Cabe recordar que uno de los componentes de declaratoria de Emergencia Económica de 1998 buscaba amortiguar este impacto a través de otorgar créditos subsidiados *exclusivamente* a aquellos cuyo saldo adeudado se hubiera incrementado en más de un 20% durante el último año (ver Decreto-Ley 2331 de 1998).

Más aun, con un claro criterio de redistribución del ingreso, originalmente se buscó que estos alivios se focalizaran en las familias de menores ingresos (viviendas hasta de 5.000 UPACs, equivalentes a \$70 millones). En este sentido es claro que lo adoptado en la Emergencia Económica era más progresivo que lo adoptado por el Congreso en la Ley 546 de 1999, cuando se ordenaron *reliquidaciones generales*, sin atención al valor de la vivienda.

La adopción de dicho tratamiento *general* resultó aún más paradójico como quiera que se invocaban principios de equidad. La redistribución del ingreso exige, por el contrario, tratamientos diferenciales en cargas tributarias y/o en otorgamientos de subsidios. Sin embargo, la Corte, decidió operar sin límites por estrato social en el otorgamiento de alivios (no simplemente créditos temporales para reducir el costo del crédito) y el Congreso siguió dichos lineamientos en la Ley 546 de 1999; por lo menos se mantuvo la restricción de un único alivio por persona natural, evitando que quienes especularon con el valor de la vivienda pudieran beneficiarse. Lo malo es que dicha legislación incurrió en dos sesgos a favor de los más ricos: “un sesgo de tasa” al permitir que todos pudieran obtener una reducción hasta el 25% del valor adeudado, dependiendo del momento en que se obtuvo el crédito, y no en función del estrato social; y “un sesgo de monto” al no imponer un límite en el subsidio a las viviendas de mayor valor, como se contempló originalmente en la Emergencia Económica de 1998.

Más aun, la aplicación de un criterio de equidad más estricto hubiera requerido que la Corte obligara a los depositantes del sistema UPAC a devolver los rendimientos adicionales que se les reconocieron durante los años 1993-1999. Esto último no fue en ningún momento considerado por la Corte, probablemente porque entendió que su instrumentación era casi imposible. Como se ve, los criterios de supuesta igualdad terminaron por derrotar el propósito de mejorar la distribución del ingreso: los estratos más altos se llevaron la mayor cantidad de los subsidios otorgados a través de las reliquidaciones (Clavijo, 2004).

C. Imposición de Límites a las Tasas de Interés de Vivienda (Sentencia C-995 de 2000)

Mediante sentencia C-995 de 2000 la Corte ordenó a la Superfinanciera certificar las tasas de interés reales cobradas en los créditos “normales” otorgados por el sistema financiero (diferente al hipotecario). Teniendo como referencia dichas tasas reales, la Corte también le ordenó al BR fijar una tasa máxima de interés real para los créditos de vivienda diferentes a la VIS (la cual fue fijada en un valor de 13.9%), de tal manera que dicho límite resultara inferior a cualquier tasa certificada por la Superfinanciera para los créditos “normales”. Para vivienda VIS dicha tasa fue ratificada en 11% real a partir de diciembre de 2000.

Como consecuencia de la crisis hipotecaria, la Corte de ese período estimó conveniente establecer dichos límites pensando que la mejor forma de promover la vivienda “digna” era a través del control de precios. Infortunadamente, a través de la Resolución Externa 8 de 2006 del BR, donde se impuso una tasa de 12.7% para vivienda No VIS, la propia Junta del BR decidió aplicar este criterio *retroactivamente* a todos los créditos hipotecarios existentes; es decir, el BR extendió el alcance de esa decisión a toda la cartera vigente. Esto último encierra un gran riesgo contingente: cada vez que el BR decida que la tasa marginal debe reducirse, esta arrastrará a la baja las tasas de interés de todos los créditos vigentes al momento (Anif, 2006a).

El sistema de control de precios generalizados ha sido probado especialmente en países totalitarios, con resultados desastrosos en términos de lograr una buena provisión de esos bienes o productos. Sin embargo, la teoría económica postula que en presencia de unos pocos productores que se asocian para subir los precios de sus productos (los “oligopolios colusivos”) es conveniente que el Estado active su poder regulador para restaurar la sana competencia. En este sentido hubiera sido benéfica la orden de la Corte de intervenir a los oferentes del crédito hipotecario en Colombia, si se hubiese comprobado que adelantaban prácticas colusivas y/o que deliberadamente escondían información del público (Clavijo, 2001), lo cual nunca se comprobó.

De forma similar, la intervención en las tasas de interés se puede justificar en una economía de mercado si la sociedad estima que es útil, para mejorar la distribución del ingreso, que los más pobres puedan comprar (o arrendar) su vivienda a un precio subsidiado. Estos subsidios en la tasa se pueden “arbitrar” a través del cobro de “sobre-tasas” a los más pudientes, con un efecto neutro a nivel agregado. Adicionalmente, se pueden asignar subsidios presupuestales, lográndose un mayor efecto si estos se canalizan directamente hacia el comprador. En fin, *no existen principios económicos en una economía de mercado que vayan en contra de los subsidios* (Clavijo, 2001).

Lo que si resulta contrario a la eficiencia que debe perseguir todo sistema competitivo es la imposición permanente e indiscriminada de controles de precios a determinadas industrias o negocios. Cuando la Corte argumenta que la vivienda digna es un bien meritorio y, en su lógica, concluye *de-facto* que no debe ser un negocio, ella termina por sacar dicha actividad de la esfera del mercado. La sustentación de una actividad que no se fundamente en la obtención de ganancias sólo será posible si existen los recursos presupuestales suficientes para mantener esa actividad. Claramente en el caso hipotecario esto resulta imposible desde el punto de vista presupuestal. El grave error de la Corte fue extrapolar principios de subsidios que son validos sólo para los más pobres al caso general de la actividad de vivienda familiar (Clavijo, 2001).

¿Por qué pensó la Corte que los límites a las tasas de interés habrían de incrementar la oferta del crédito de vivienda? Si así fuera, entonces ¿Por qué no proceder a controlar también los precios de toda la canasta básica de consumo de los Colombianos? *La respuesta está en que los principios económicos de una economía de mercado permiten alcanzar ese mismo objetivo (lograr la mayor oferta de un producto y al precio más bajo) precisamente cuando se opera bajo la libre competencia y la movilidad de los factores productivos.* El Estado debe intervenir sólo en aquellos casos en que ello se requiera para evitar la formación de monopolios o para lograr que fluya la mejor información hacia los consumidores. Las intervenciones de precios drenan la confianza sobre el futuro económico de ciertos sectores, lo cual termina paralizando sus actividades y agravando el

problema del desempleo. El resultado práctico es entonces el contrario al esperado por los magistrados activistas.

Al aplicar la reducción de la tasa máxima remuneratoria para préstamos No-VIS a todo el acervo de créditos, el sector hipotecario se vio negativamente afectado en dos frentes: 1) la tasa de interés activa para la cartera vigente superior a dicho techo debió reducirse, y 2) la cartera titularizada superior a dicho techo sufrió una “reestructuración” forzosa. En el primer caso, dado que la Ley 546 de 1999 permitió los prepagos, los créditos afectados por esta medida no fueron tan numerosos. En el caso de la cartera titularizada, el daño inmediato fue de magnitud considerable, pues cabe recordar que, en el período 1995-1998, la tasa de interés real fluctuaba en rangos 14%-16% real y esa fue la cartera titularizada, la cual llegó a representar \$3.0 billones en diciembre de 2005, equivalentes a 0.9% del PIB. Así, carteras que fueron contratadas a determinadas tasas de interés hipotecario de largo plazo ya no podrán ser objeto de la “ingeniería” de transformación de plazos debido a esta inseguridad jurídica.

Adicionalmente, la negativa sorpresa sobre la inseguridad jurídica de aplicación retroactiva del tope de tasa de interés para los créditos hipotecarios no la dio la Corte, sino la mayoría de economistas de la Junta Directiva del BR, quienes dispusieron que los nuevos límites establecidos “serán aplicables a las operaciones pactadas o que se pacten en el futuro”. De esta forma, la Junta Directiva del BR (por estrecha mayoría) cometió un grave error al aplicar de forma retroactiva la reducción de la tasa máxima remuneratoria para créditos hipotecarios No-VIS.

Se trataba de evitar que se volviera a limitar la oferta de recursos destinados a expandir el crédito hipotecario, incluyendo el destinado a la “vivienda digna” VIS. No debemos olvidar que, en últimas, medidas como éstas van en detrimento de la distribución del ingreso, puesto que los nuevos demandantes de crédito enfrentarán un sector hipotecario menos dispuesto a soportar los riesgos de financiamiento a largo plazo, golpeando a las clases populares (Anif, 2006a). Frente a esto, se espera que reducciones en las tasas de interés

hipotecarias, inducidas por ajustes en la tasa tope, deberán aplicarse sólo para los nuevos créditos, de lo contrario reinará de nuevo la inseguridad jurídica en materia hipotecaria.

D. Otros Fallos, Leyes y Decretos

La Ley 795 de 2003 y el Decreto 777 de 2003 han buscado facilitar el financiamiento de la adquisición de vivienda a través de las operaciones de *leasing habitacional*. De forma paralela se incorporó en el Estatuto Tributario una norma que eximía por 10 años del pago de impuestos de renta y complementarios a dichos esquemas. Posteriormente, en sentencia C-936 de 2003, la Corte declaró exequible la norma, condicionada a que el reglamento que expidiera el Gobierno se sometiera a criterios que rigen la financiación de vivienda. En consecuencia, el Decreto 1787 de 2004, reglamentó estas operaciones (ICAV, 2006).

En segundo lugar, se destaca la Ley 633 de 2000, donde se estableció que, el 30% de los ingresos laborales depositados en Cuentas de Ahorro para el Fomento de la Construcción (AFC) no hacen parte de la base de cálculos de ingreso gravable para efectos de la aplicación de retención en la fuente, si se guarda como ahorro durante cinco años o se destina a la compra de vivienda (como ya se mencionó). Esta misma Ley, eximió del gravamen a los movimientos financieros los retiros de las cuentas de ahorros de aquellas entidades que otorguen créditos hipotecarios, hasta por un tope equivalente a medio SMLV al año (ICAV, 2006).

Por otro lado, se puso en funcionamiento un mecanismo temporal de cobertura de inflación destinado a reducir la incertidumbre de los deudores originada en la inflación e incentivar la demanda de vivienda de clase media. Sin embargo, ese esquema de aseguramiento a través del FRECH no funcionó como tal, pues se generó un problema de “riesgo moral” en el cual la coyuntura inicial daba señales de baja probabilidad de “riesgos” y los potenciales beneficiados decidieron postergar su ingreso al sistema, al punto en que la “masa ahorrada” ya era muy baja como para hacerlo viable.

Por último, los fallos de la Corte concernientes a la indexación salarial (C-815/99 y C-1433/00) aunque no tienen relación con el mercado de la vivienda sí inciden sobre las condiciones macro-económicas del país de forma crucial. En efecto, la CC eliminó el concepto de productividad de la ecuación de incremento salarial sesgando al alza su resultado en épocas recesivas (cuando la productividad es negativa). Esto se vuelve muy peligroso en un país que como Colombia enfrenta déficits fiscales estructurales del orden del 4% del PIB en cabeza del Gobierno Central.

En resumen, las implicaciones más serias del activismo económico de la CC y lo actuado por el Congreso, siguiendo lineamientos de la CC, pueden resumirse así:

1. El fallo relativo a la atadura exclusiva de la corrección monetaria a la inflación reciente (C-383 1999) pudo tener algunas virtudes, desde el punto de vista económico, pero los mandatos complementarios de la Ley 546 de 1999 dejaron un elevado costo al alterar seriamente las posibilidades de acceso al financiamiento hipotecario hacia el futuro. Aun en la fase de recuperación de 2003-2007, los créditos hipotecarios han continuado deprimidos y la cartera se ha reducido a sólo el 3% del PIB, después de alcanzar su pico del 9% del PIB a mediados de la década pasada.
2. En términos del costo de las reliquidaciones, éstas resultaron equivalentes a 1.5% del PIB de 1999. Aquí no es posible determinar la porción ordenada directamente por la CC y separarla de lo legislado por el Congreso (Ley 546 de 1999) o por el Ejecutivo (Emergencia Económica de Noviembre de 1998).
3. La sentencia C-955 de 2000 ordenó al BR fijar una tasa máxima de interés real para los créditos hipotecarios. Dicha tasa fue fijada por el BR en 13.9% real a partir de septiembre de 2000 para la vivienda No VIS. Luego el BR la redujo a 12.7% real en 2006. Pero ¿Por qué piensa la Corte que los límites a las tasas de interés habrán de incrementar la oferta del crédito de vivienda? Si así fuera, entonces ¿Por qué no proceder a controlar también los precios de toda la canasta básica de consumo de los colombianos? La respuesta está en que los principios económicos de una economía de mercado permiten alcanzar ese mismo

objetivo (lograr la mayor oferta de un producto y al precio más bajo) precisamente cuando se opera bajo la libre competencia y la movilidad de los factores productivos.

4. La Ley 795 de 2003 y el fallo C-936 de 2003 sobre leasing-habitacional podrían jugar un papel muy positivo hacia el futuro en materia de recuperación hipotecaria, al distinguir entre el tenedor primario y el tenedor de tipo mercantil. Si bien el leasing habitacional para el tenedor primario debe regirse por el marco establecido por la propia Corte (C-383; C-747 de 1999) y la Ley 546 de 1999, en el caso del tenedor de tipo mercantil pueden existir condiciones de libre mercado. Fue así como la Junta Directiva del BR ratificó el límite a las tasas hipotecarias para el leasing habitacional ocupado por el tenedor primario, pero dejó en libertad las tasas hipotecarias referentes a otro tipo de negocios (ver Resolución Ext. 03/04). Esta puede ser la base de un promisorio desarrollo inmobiliario que complemente la satisfacción de la “vivienda digna” a través del arrendamiento, donde la reglamentación de la Ley de arrendamientos 860 de 2003 y el fallo C-886 de 2004 han sido factores positivos (Clavijo, 2004).

Vale entonces reiterar aquí la lección fundamental que se debe sacar hacia el futuro: dada *la complejidad de las decisiones económicas, con efectos inter-temporales difíciles de anticipar, la Corte Constitucional, como ocurre en muchas economías desarrolladas, debe abstenerse de intervenir en decisiones que claramente le corresponden al Congreso de la República*. Este proceder tendría la ventaja de tomar en consideración las cambiantes circunstancias económicas, de tal manera que el Congreso y el Ejecutivo siempre puedan recurrir a adelantar los cambios legislativos pertinentes, sin que ello represente señales negativas de inestabilidad constitucional (Clavijo, 2001).

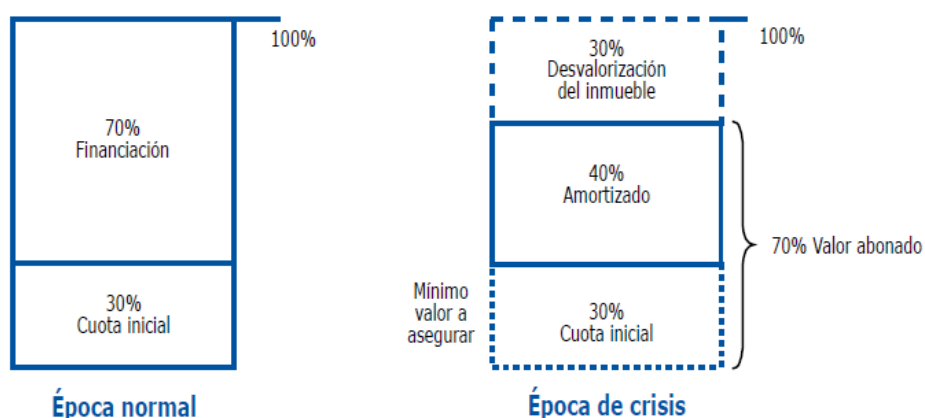
E. Reflexiones Jurídico-Económicas sobre cómo enfrentar las crisis hipotecarias

Tal vez uno de los problemas más difíciles de comprender por parte de los jueces que tienen que lidiar con crisis hipotecarias es el relacionado con los cambios en la relación Deuda Hipotecaria/Valor de los Inmuebles, conocido en la literatura como la razón *Loan-to-Value*. Cuando estalla una crisis los inmuebles se desvalorizan, con lo cual el

denominador de esa relación baja rápidamente y dicha relación se dispara. La pregunta de fondo es cuál es el umbral de esa relación que genera una crisis en cascada y cuáles las acciones que deben tomarse para contener la escalada en “daciones en pago que ello genera”. Con relación al tema del umbral, se ha visto históricamente que por ejemplo, para aquellos individuos que cayeron en la trampa de pensar que podrían ser propietarios “sin cuota inicial alguna”, bastaría una caída del 30% en el valor de la vivienda para llevar la relación Préstamo/Valor a niveles del 100%. Si la cuota inicial fue tan sólo del 10%, una caída del 40% produciría ese mismo resultado, respecto al cual no vale la pena seguir sirviendo dicha deuda.

Por ejemplo, una familia que haya aportado el 30% y recurra a financiación del 70%, puede que enfrente una crisis hipotecaria en momentos en que sólo le resta por pagar el 30% del valor (ver Gráfico 8). Pero si en medio de la crisis no logrará liquidar su vivienda para honrar el 30% remanente, terminará perdiendo el 70% (= 30% cuota inicial + 40% pagado del préstamo inicial del 70%). En este caso todos pierden. La familia perderá su vivienda y el 70% ya abonado. El banco hipotecario recibirá un bien desvalorizado y su PyG sentirá el rigor de la ausencia de la respectiva cartera que le daba flujo de caja.

Gráfico 8: Valor del inmueble y consecuencias de la crisis hipotecaria



Fuente: Elaboración Anif

Nótese que la premura de los hogares por liquidar su inmueble, paradójicamente, acelerará la caída de precios, incrementando la relación Préstamo/Valor Vivienda y generando un efecto “bola de nieve” (Anif, 2009a).

La segunda pregunta es todavía más compleja, pues frenar las daciones en pago puede propiciar acciones jurídicas que atentan contra el imperio de la Ley vigente y destruyen relaciones “consuetudinarias” difíciles de reparar (*The Economist*, Octubre 23, 2010). Aun en el caso del mundo anglosajón, con ocasión de la reciente crisis de 2007-2010, se están discutiendo medidas que si bien podrían ayudar en el corto plazo pueden generar inestabilidad jurídica para el mercado hipotecario hacia el futuro, incluyendo medidas como:

1. Permitir que los jueces reduzcan “el principal” de la deuda hasta un punto cercano al equilibrio de la relación Deuda/Valor de (recuperación) del inmueble; pero ello sólo ha ocurrido y por acuerdo entre las partes en menos del 2% de los casos recientes en los Estados Unidos; (Posner y Zingales, 2009). El problema radica en el “riesgo moral” que se genera para los deudores que han estado al día y que buscarían beneficiarse también de reducciones en el principal. Se ha estimado, por ejemplo, que cerca de un 26% de los bienes recibidos en dación en pago correspondían a “declaratorias de quiebras estratégicas” buscando que los bancos redujeran su principal, en el caso de inmuebles con relaciones Deuda/Valor que se acercaban al 50%. Se trata de un problema con alta probabilidad de generar una re-caída sistémica para los Estados Unidos, ya que se estima que un 25% del total de los créditos hipotecarios vigentes tenían umbrales Deuda/Valor próximos a inducir la dación en pago (en el rango cercano al 50%).
2. Permitir que hogares morosos puedan rentar temporalmente esas vivienda y con esos réditos seguir honrando el servicio de la deuda hipotecaria; el beneficio sería triple, pues propietarios evitarían inundar el mercado con oferta de vivienda (frenando el disparo del *Loan-to-Value*); los propietarios tendrían incentivos para retomar pronto el servicio de la deuda y seguir amortizándola, una vez se supere la fase recesiva; y los bancos evitarían que les entreguen bienes desvalorizados y difíciles de administrar, al

tiempo que su PyG seguiría recibiendo los ingresos de dicha deuda (Baker y Jin Rho, 2010).

Como se ve, se trata de un problema socio-económico-financiero muy complejo, donde ni siquiera en el mundo anglosajón se han logrado evitar los riesgos de “inseguridad jurídica”. Como suele ocurrir, debe encontrarse un punto medio en el cual la mayoría de los hogares reciben señales de continuar haciendo esfuerzos para evitar la entrega de los inmuebles, mientras pasa la crisis, y el sistema financiero genera alivios para que esos hogares continúen honrando dichas deudas. En diversos casos será inevitable la entrega del bien, pues sencillamente hubo sobre-apalancamiento y se compró en momentos de “burbuja hipotecaria.” Pero, en muchos otros, existen esquemas alternativos (por ejemplo, reducción de principal y/o posibilidades de rentar el bien temporalmente) que ayudarían a contener la espiral de daciones en pago, desvalorizaciones y quiebras bancarias.

F. La acción de tutela y el desarrollo del sector

El BID (2005) describe cómo, en Latinoamérica y específicamente en Colombia, uno de los motivos principales que explica la escasez y el alto precio del financiamiento hipotecario son los elevados niveles de riesgo en la recuperación de las garantías que deben enfrentar los acreedores.

En teoría, en las operaciones hipotecarias de vivienda, el comprador garantiza el préstamo con el inmueble que compra. Esto implica que los deudores hipotecarios que dejan de pagar oportunamente, deben exponerse a ser desalojados de sus viviendas. Para los acreedores, la posibilidad de tomar control del inmueble constituye una garantía que protege su estabilidad financiera en el mercado hipotecario. Pero la realidad es que la velocidad con que se mueven los procedimientos legales en esta región hace que las recuperaciones de vivienda sean muy complicadas aumentando el costo de la hipoteca para los acreedores (los bancos).

Esto ocurre pues se ha transformado en una práctica común, que los “propietarios” de las viviendas acudan a mecanismos judiciales que retrasen el proceso que el banco instaura en contra de ellos. En el caso de Colombia este mecanismo lo constituye la reclamación de una “vivienda digna” mediante la acción de tutela. Desde 1991, cobijados bajo ese derecho, un sinnúmero de colombianos han optado por usarla a la hora en que los bancos exigen el cumplimiento de sus obligaciones de pagos.

Para entender este fenómeno, es importante tener en cuenta algunos antecedentes jurídicos de la tutela. La Constitución de 1991 tiene la virtud de haber conformado un marco legal más “abierto”, en el sentido de dar acceso a los ciudadanos a mecanismos efectivos de reclamo para lograr una “pronta y cumplida justicia”. Las llamadas “acciones de cumplimiento” (reclamos colectivos) y la tutela (reclamo individual) han sido los mecanismos estrella que intentan llevarle justicia al grueso de la población colombiana.

A nivel conceptual, la tutela debería ser el mecanismo ágil a través del cual se llama la atención de la rama judicial para que ésta entre a ocuparse de un tema urgente, referido exclusivamente a la violación de los derechos más fundamentales de los individuos.

Pero, los dos problemas más graves que entraña hoy la aplicación de la tutela en Colombia son: 1) se ha vuelto un mecanismo para entorpecer la aplicación de la justicia y no simplemente un canal de acceso a la misma, y 2) se ha desdibujado su propósito de “recurso último”, tornándose en el mecanismo alternativo-ordinario que hace difícil crear jurisprudencia (normas de aplicación común) y cuya utilización se ha extendido mucho más allá del *razonable* concepto de defensa de los “derechos fundamentales” (Clavijo, 2009).

Ahora, una vez conocido el mecanismo de tutela, entraremos a describir un caso donde se ejemplifica el indebido uso de la tutela en procesos ejecutivos hipotecarios, lo cual fue común durante el período de crisis y pos-crisis hipotecaria (Anif, 2006b).

El 6 de abril de 2006, la Corte Suprema de Justicia de Colombia dictó una sentencia en la que reiteraba que la acción de tutela no es procedente para tratar temas que se encuentran en procesos ejecutivos, especialmente si el accionante no ha usado antes todos los

mecanismos ordinarios del caso. Esta sentencia constituye una excelente noticia para ayudar a “organizar” la justicia colombiana. En efecto, la tutela debe ser un mecanismo para “entrar al torrente” de la aplicación de las leyes y no un instrumento para entorpecer los procedimientos señalados por la Constitución y las leyes que emanan del Congreso.

Curiosamente, la Corte Suprema se vio forzada a tomar esta decisión luego de que se interpusiera una acción de tutela que intentaba frenar un proceso ejecutivo hipotecario. En un primer fallo, el Juzgado Tercero Civil del Circuito de Tunja había obligado a unos particulares, como correspondía, a pagar una suma que debían por la compra de un inmueble a la Central de Inversiones Cisa, entidad de carácter público. No conformes con la sentencia, los afectados interpusieron una tutela para “enfrentar” al juez. Éstos alegaban que se les habían vulnerado “sus derechos fundamentales al debido proceso”, el acceso a la administración de justicia, a la igualdad y *a la vivienda en condiciones dignas*. Pero, según Cisa, los demandantes sí adeudaban dichos dineros y se encontraban en mora hipotecaria. Cisa argumentó que, de hecho, los demandantes habían acordado pagar la suma de \$40 millones en marzo de 2005 y no lo habían hecho.

Como se ve, allí se recurrió a la tutela como el vehículo jurídico más expedito para entorpecer la aplicación de la justicia. Si los afectados sentían vulnerados sus derechos, lo correcto, en un país jurídicamente organizado, era recurrir a la instancia superior de cuerpo colegiado para que allí examinaran las actuaciones del juez.

Afortunadamente, la Sala Civil y de Familia del Tribunal Superior de Tunja negó dicha tutela, afirmando que ese debía ser “un mecanismo residual” reservado para ocasiones en que no existían otros medios regulares. Esta decisión fue confirmada por la Sala de Casación Civil de la Corte Suprema de Justicia, reiterando que, al fallar las tutelas interpuestas en el curso de procesos ejecutivos, es necesario verificar antes dos elementos: i) la vigencia del proceso ejecutivo; y ii) que el demandante haya agotado previamente los demás recursos legales. Éste accionar del Tribunal Superior de Tunja y de la Corte Suprema, pone de presente que la acción de tutela no puede convertirse en un mecanismo ordinario para revivir términos ya vencidos o para suplir la “inactividad de las partes”.

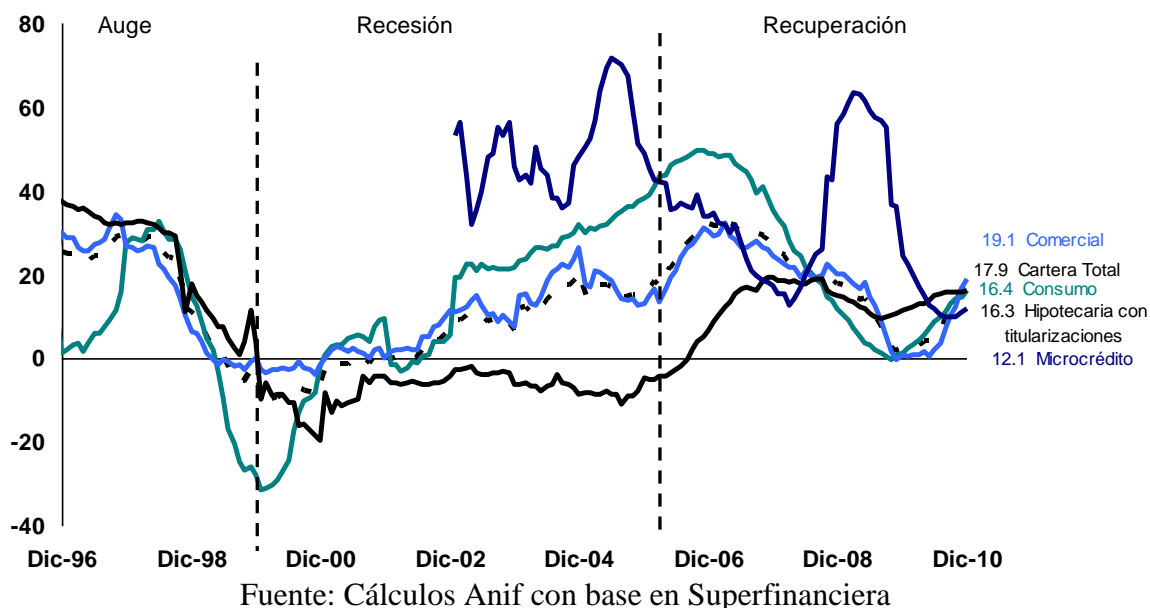
Así, se ejemplifica como, en particular en el caso colombiano, la acción de tutela terminó siendo un impedimento para el desarrollo del sector hipotecario en el período de crisis y en los primeros años pos-crisis. En efecto, intentar trabar procesos ejecutivos hipotecarios por esta vía alegando violación del derecho a la vivienda digna terminó generando que los bancos no le prestaran o le prestaran a tasas muy altas para vivienda a muchos hogares colombianos que lo necesitaban. Esto ha ocurrido porque los bancos incurren en un riesgo muy elevado al momento de recuperar su garantía (el inmueble) ante el no pago del deudor. Las decisiones recientes de la Corte Suprema en este frente son un paso en la dirección correcta.

IV. Estancamiento en la Profundización Financiera de Colombia

El ordenamiento macroeconómico y el control de la inflación le han permitido a América Latina continuar expandiendo sus mercados crediticios, aun en la fase recesiva mundial reciente (2007-2010). Sin embargo, sus niveles de profundidad aún dejan mucho que desear. Colombia, por ejemplo, continúa estancada en la franja intermedia: su relación Cartera/PIB bordea el 31%, aun después de su fase expansiva 2003-2007, cuando se tuvo un crecimiento promedio del 5.5% anual. Cabe señalar que esta cifra todavía es inferior al 34% observado antes de la crisis de 1998-2001. Como ya lo hemos comentado, en ello ha pesado negativamente: a) el impuesto a las transacciones financieras desde 1998; b) el límite a las tasas de interés a través del sistema de usura; y c) el “contencioso jurídico” que se ha generado por cuenta del activismo de las altas Cortes.

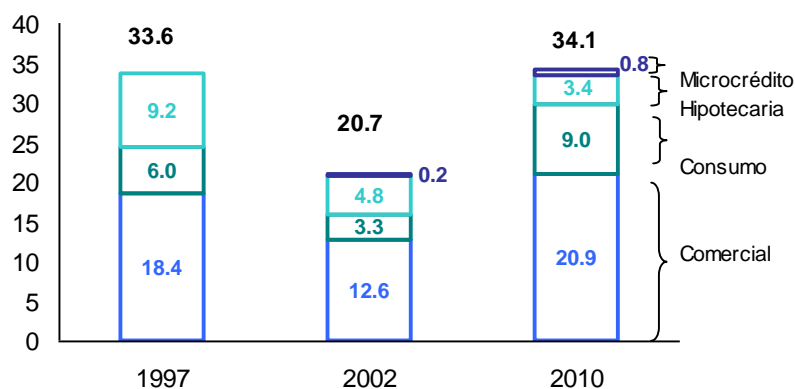
Durante la fase expansiva más reciente (2005-2008), la cartera total de los establecimientos de crédito creció a un ritmo del 22% promedio anual, equivalente a un crecimiento real del orden del 16% anual. El factor más dinámico provino del crédito de consumo, creciendo a tasas reales del 33% promedio anual. Esta acelerada expansión crediticia permitió recuperar parte del terreno perdido durante la crisis de 1998-2001, cuando la cartera total decreció a ritmos del 2%. Cabe recordar que durante los años 1995-1997 dicha cartera había crecido a ritmos del 29% anual (un 8% real anual), donde la cartera hipotecaria tuvo protagonismo al crecer a ritmos del 38% promedio anual (equivalente al 16% real anual), (ver Gráfico 9).

Gráfico 9: Crecimiento de la cartera bruta por tipo (Variación % anual)



A nivel más detallado, se observa que la relación crédito de consumo/PIB pasó del 6% a 9% en los últimos trece años, mientras que la relación crédito hipotecario/PIB disminuyó del 9% al 3.4%, registrándose una sustitución parcial en la fuente de endeudamiento de los hogares de hipotecas hacia consumo (Gráfico 10). En la siguiente sección analizaremos con mayor detalle diversas hipótesis que explicarían esta compresión del crédito hipotecario en Colombia.

Otro factor importante en materia de profundización financiera en Colombia ha tenido que ver con el dinamismo de la emisión de bonos corporativos a partir de la expedición de la Ley 964 de 2005. Este nuevo instrumental le ha permitido a diversas firmas del sector real entrar a sustituir pasivos bancarios por deuda corporativa que logra menores costos y mayores horizontes de financiamiento a través del mercado de capitales. Por ejemplo, las emisiones de dichos bonos corporativos se elevaron de \$3.5 billones en 2006 a un récord de \$12.2 billones en 2009 (3% del PIB), donde la mitad de ellos correspondían al sector real de la economía. Así, al cierre de 2009, el stock de bonos corporativos (excluyendo títulos hipotecarios o CDTs) llegó a \$29.6 billones, equivalentes a 6% del PIB. Nótese que esta cifra del stock de bonos tan sólo era de \$3.4 billones en 2001, un 1.6% del PIB.

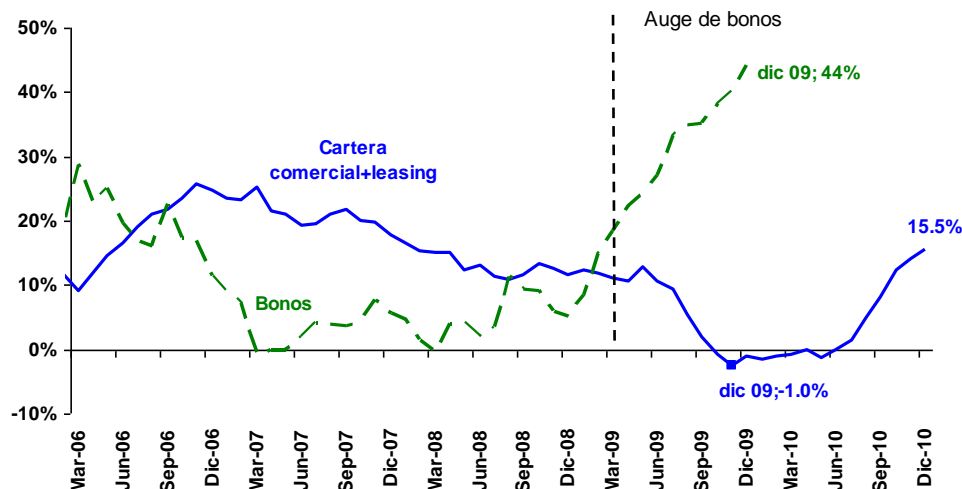
Gráfico 10: Profundización financiera (cartera/PIB)

Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.

Dos hechos particulares ayudaron a impulsar este mercado de los bonos. De una parte, la política monetaria anticíclica impulsada por el BR durante 2008-2010, la cual recortó en 700 puntos básicos su tasa-repo central, induciendo una “guerra de tasas de interés a la baja”. De otra parte, La ley 964 de 2005 ayudó a consolidar la seguridad jurídica del mercado de capitales y a mejorar su eficiencia, aumentando el apetito por títulos de deuda empresarial tanto del lado de la oferta (emisores) como de la demanda (inversionistas institucionales, tipo AFPs).

Como era de esperarse, ese auge de los bonos corporativos afectó negativamente la cartera comercial bancaria (incluyendo leasing), la cual pasó de crecer 11.7% en 2008 a contraerse -1.0% en 2009. Mientras tanto, el stock de bonos privados creció un 44% anual, generando una clara sustitución de cartera por bonos corporativos (ver Gráfico 11).

Al sumar el stock de bonos corporativos (un 6% del PIB) con el total de cartera bancaria, el total de financiamiento ascendió a 33%-35% del PIB. Si tomamos sólo el stock de bonos del sector real (el susceptible de estar sustituyendo crédito bancario por bonos) dicho total sería de 31%-32% del PIB. En este sentido, la alícuota de financiamiento que proveen los bonos corporativos se ha incrementado a un 18% con corte a 2009 frente al 13% que mostraba en 2008 (Anif-Correval, 2010).

Gráfico 11: Crecimiento Real de la emisión de bonos y cartera comercial (%)

Fuente: Cálculos Anif con base en Deceval y Dane

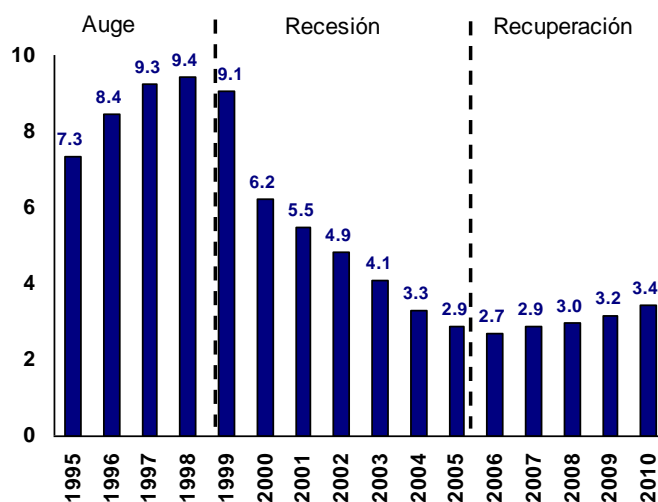
De cualquier manera, la profundización financiera de Colombia sigue siendo muy baja cuando se le compara con lo observado, por ejemplo, en Chile. Allí el total de cartera intermediada representa cerca del 70% del PIB y al sumarle el 16% del PIB que representan los bonos corporativos del sector real se llega a un total del 86% del PIB (más del doble de lo observado en Colombia).

Durante el 2010, se observó una reacción del sector bancario para recuperar su cartera comercial a través de entrar a competir con las condiciones que ofrecía el mercado de bonos corporativos. En efecto, el stock de crédito comercial ha pasado a crecer a tasas del 19% anual (+15.5% real) al cierre del 2010, después de registrar caídas del 1% real al finalizar el 2009. Entre tanto, las emisiones de bonos privados del sector real estuvieron cerca de los \$6 billones, cifra similar a la registrada en el 2009. A pesar de esta recuperación crediticia reciente, la relación Cartera/PIB bordeará tan sólo el 33% al cierre del 2009 y al añadir el stock de bonos del sector real, unos 3.5% del PIB, alcanzaría un 37% del PIB, todavía lejos de los niveles potenciales para un país de ingreso medio como Colombia.

A. La Cartera Hipotecaria y su Estancamiento

Al cierre de 2010, la cartera hipotecaria (incluyendo titularizaciones) alcanzaba sólo el 3.4% del PIB y su participación dentro del total de la cartera un 11% (ver Gráfico 12). Estas cifras muestran una gran retracción crediticia hipotecaria en Colombia si tenemos en cuenta que la relación Crédito Hipotecario/PIB llegó a un pico del 10% en 1998 (antes de la crisis hipotecaria) y su participación a un 29% dentro del total. Si bien el endeudamiento atribuible al grueso de los hogares colombianos continuaba participando con cerca de un 12.4% del PIB al cierre del 2010 (= 3.4% cartera hipotecaria + 9% cartera de consumo), su composición ha cambiado drásticamente a favor de la cartera de consumo y en detrimento de la hipotecaria, sustituyéndose casi uno a uno.

Gráfico 12: Evolución del stock de cartera hipotecaria (% del PIB)



Fuente: Cálculos Anif con base en Superfinanciera y Banco de la República

B. La Titularización Hipotecaria

Tras la crisis, se pensó que la titularización hipotecaria se constituiría en una importante fuente de profundización financiera. Como ya comentamos, la Ley 546 de 1999, la Ley 795 de 2003 y el fallo C-936 de 2003 otorgaban un marco legal idóneo para que así fuera.

A partir del 2002, se creó la Titularizadora Colombiana, con participación de multilaterales y de la banca hipotecaria (ver Cuadro 3).

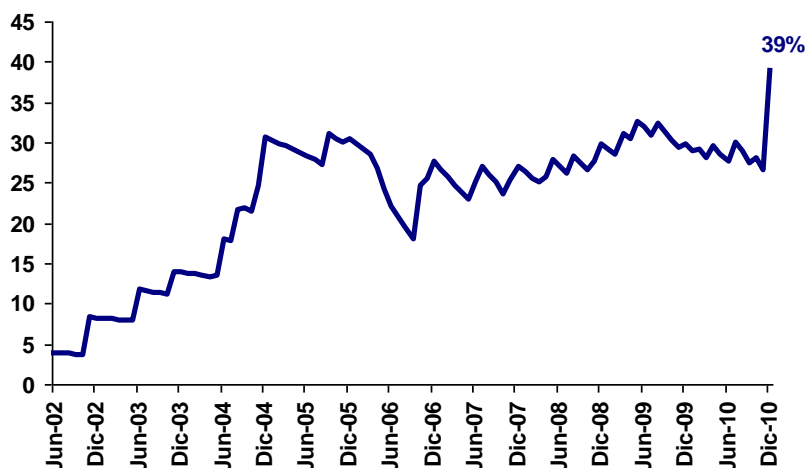
Cuadro 3: Composición Accionaria Titularizadora Colombiana (Marzo de 2009)

Accionista	Participación (%)
Internacional Finance Corporation S.A. (IFC)	21.3
Banco Davivienda S.A.	21.1
BCSC S.A.	21.1
Bancolombia S.A.	21.1
Banco AV Villas S.A.	10.0
Banco Colpatría S.A.	5.0
Compañía Inversora Comena S.A.	0.1
Compañía de Seguros Bolívar S.A.	0.1
Compañía de Seguros de Vida Alfa S.A.	0.0
Total	100

Fuente: Titularizadora Colombiana

Se han llevado a cabo cerca de 30 titularizaciones hipotecarias desde entonces, pero su stock de cartera hipotecaria tan sólo representa cerca de 1% del PIB y dichas titularizaciones cerca de un tercio del total de la cartera vigente (fuera o dentro de los balances de los bancos). Vale la pena mencionar que al cierre del 2010 se titularizaron \$7 billones en el mes de diciembre por lo cual la participación de la cartera titularizada en el total de la cartera hipotecaria fue del 39%, ver Gráfico 13. Como ya es sabido, la transabilidad de sus títulos en el mercado de valores ha sido más bien baja. Esto por cuenta del “buy&hold” y del poco atractivo que han tenido (a nivel de retorno neto de impuestos) para las AFPs (Clavijo, et al. 2005). Tal vez el principal beneficio de la titularización ha tenido que ver con: a) aminorar el apalancamiento de los bancos en su cartera hipotecaria; y b) obtención de alivios tributarios al llevar dicha cartera a una entidad de la cual ellos son sus principales socios.

Gráfico 13: Participación de la cartera titularizada en el total de la cartera hipotecaria (%)



Fuente: Cálculos Anif con base en Titularizadora Colombiana y Superfinanciera

A pesar de que su impacto sobre la profundización del mercado hipotecario ha sido más bien bajo, a nivel de América Latina los montos titularizados son importantes. Al cierre del 2009, Colombia ocupaba el segundo lugar en titularizaciones en la región (ver Cuadro 4) (Gómez, 2009).

Cuadro 4: Titularizaciones emitidas en Latinoamérica

Montos emitidos de titularizaciones (U\$ millones)	
Chile	2.578
Colombia	1.500
Argentina	1.000
Brasil	685
México	475
Ecuador	370
Perú	290
Panamá	165

Fuente: Titularizadora Colombia 2009

Por último, es importante mencionar que de acuerdo a la Ley 964 de 2005 gozarían de beneficio tributario, por los rendimientos de títulos de ahorro a largo plazo para la financiación de vivienda, los títulos emitidos en procesos de titularización de cartera

hipotecaria y los bonos hipotecarios que ya se colocaron y los que se colocaran en el mercado dentro de los once años siguientes a la fecha de expedición de la Ley 546 de 1999. En esos términos, la vigencia del beneficio se extingue a finales del 2010; ello quiere decir que las titularizaciones de 2011 en adelante no tendrán beneficio tributario. Esto debería incrementar la tasa de colocación de dichas titularizaciones, pues sus tenedores deberán pagar impuestos y, además, haría que las AFPs ahora las contemplen dentro de su portafolio, pues como todos los activos de las AFPs eran exentos, esa exención no le añadía nada a la demanda por parte de las AFPs, pero hacia el futuro sí lo haría.

V. Hipótesis sobre Estancamiento del Crédito Hipotecario en Colombia

Todos los eventos anteriormente señalados, sobre causas de la crisis hipotecaria (1998-2001) y legados de su manejo, nos dan elementos para entrar a explorar algunas hipótesis sobre el por qué del estancamiento hipotecario en Colombia en el período pos-crisis (2002-2010). En este capítulo exploraremos cuatro hipótesis sobre dicho estancamiento hipotecario: 1) el efecto del límite a las tasas de interés ordenado por la Corte Constitucional (sentencia C-995 de 2000), manejado-interpretado por el Banco de la República; 2) el legado de “inestabilidad jurídica” resultante de reliquidaciones, prepagos y reposición de la propiedad, amparado bajo el “derecho fundamental” de la llamada “vivienda digna”; 3) el impacto sobre la demanda por vivienda resultante de la exigencia de cuotas mínimas del 30%, indexación (exclusiva) al IPC, abolición de esquemas de pago que pudieran dar lugar a intereses-sobre-intereses; y 4) efectos de restricciones en la oferta de vivienda por cuenta de factores de mercado, principalmente por incremento en la incidencia del precio final resultante de la escasez de tierras y fallas en las reglamentaciones del POT rural-urbano.

A. Efecto de los Límites a las Tasas de Interés

Tal como lo explicamos en el capítulo II, la sentencia C-995 de 2000 de la Corte Constitucional ordenó a la Superbancaria (hoy Superfinanciera) certificar las tasas de interés reales cobradas en los créditos “normales” otorgados por el sistema financiero (diferente al hipotecario). Teniendo como referencia esas tasas de interés reales no-hipotecarias, la CC también le ordenó al BR fijar una tasa máxima de interés real para los créditos de vivienda que no fueran de interés social (llamada No-VIS), bajo la condición de que dicho límite resultara inferior a cualquier tasa certificada por la Superbancaria para los créditos “normales” (no-hipotecarios).

Dicho de otra manera, la CC se amparó en el derecho fundamental a la llamada “vivienda digna” para ordenar que los créditos hipotecarios (de cualquier tipo) tendrían que ser los más baratos del mercado. Más aun, para el caso de Vivienda de Interés Social (VIS) la CC ordenó que sus tasas de interés tendría que ser más bajas que para la No-VIS. Así, en diciembre de 2000, el BR procedió a realizar los estudios del caso con base en las tasas certificadas por la Superbancaria y concluyó que las tasas límite para el mercado hipotecario colombiano serian (hasta nueva orden): 13.9% (efectivo-anual) para la No-VIS y 11% para la VIS.

Sorpresivamente, la CC del momento estimó conveniente establecer dichos límites a las tasas de interés hipotecarias pensando que la mejor forma de promover la vivienda “digna” era a través de ese control de tasas. Durante el período 2001-2005 estuvieron vigentes dichas tasas y el sistema bancario tuvo que acomodarse a ellas. No es difícil inferir que lo que se dio fue una típica “restricción de crédito” en los casos en que, a esos niveles de tasas de interés, la “utilidad esperada” resultaba inadecuada frente a los riesgos de financiar vivienda a largo plazo (ahora tratando de extender el plazo del tradicional 10-15 años hasta los 30 años que habilitaba la Ley 546 de 1999).

Hacia finales del 2006, el BR evaluó que era un momento adecuado para revisar los límites que se traían desde el 2001. Tras recibir certificación de la Superfinanciera y realizar sus

análisis, el BR asignó como nuevo límite hipotecario la tasa de interés del 12.7% para la vivienda No-VIS, ligeramente inferior a la del período 2001-2005. Infortunadamente, el BR conceptúo (por mayoría) que dicha tasa debía arrastrar a la baja todos aquellos créditos que estuvieran a ese momento desbordando ese cobro del 12.7% (Resolución Externa 8 de 2006) y no simplemente que esa tasa empezaría a regir para los nuevos créditos contratados a partir de allí (Anif, 2006a).

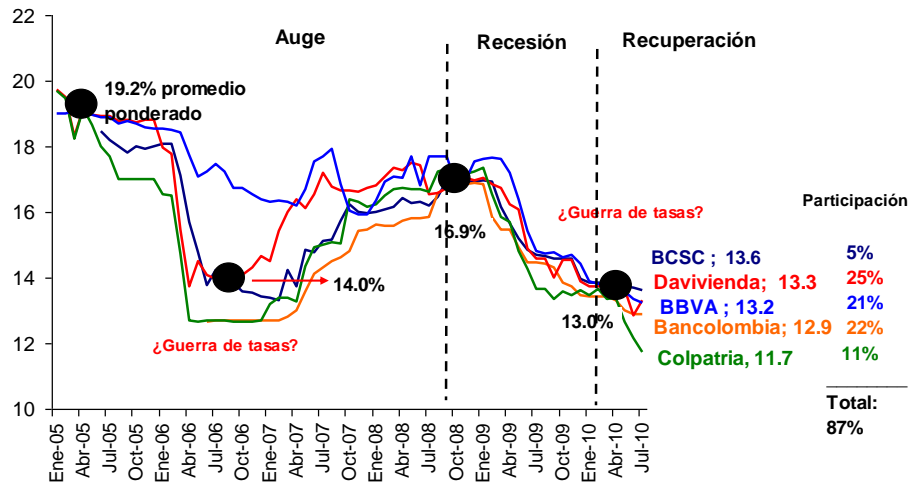
Aunque probablemente fueron pocos los créditos que sufrieron ajustes a la baja en ese momento, esta disposición de “arrastré sobre el stock”, que produjo esta interpretación del BR, habrá de generar mayor incertidumbre jurídica a la ya reinante en Colombia.

A continuación presentamos un ejercicio que hemos adelantado para indagar si la existencia de estos techos ha estado limitando el otorgamiento de créditos hipotecarios. Ello lo haremos a través de comparar directamente el comportamiento de las tasas de interés del período 2006-2010.

El gráfico 14 ilustra cómo se ha presentado un descenso en las tasas de interés de los préstamos para adquisición de vivienda, en gran medida inducido por la dinámica competitiva del propio sector financiero. Curiosamente, esa “guerra de tasas hipotecarias” condujo a alejarlas del techo establecido por el BR. En el caso de los créditos No-VIS, dichas tasas de interés habían descendido más de 500 puntos básicos hasta alcanzar un promedio de 8.8% real a julio de 2006, bien por debajo del límite de 12.7% establecido por el BR (tanto en pesos como en UVR) (ver Gráfico 15). De hecho, a finales de ese año, gracias al menor riesgo y costo, las tasas de contratación marginal se ubicaron por debajo de las VIS, permaneciendo así hasta inicios del 2010 (Anif, 2006a).

Nótese cómo la holgura respecto a la tasa techo ha cambiado en el tiempo para la No-VIS: esta era de 3.5 puntos porcentuales (pps) para los créditos denominados en pesos y del 7.6 pps para aquellos indexados a la inflación (UVR) en el 2003, mientras que estos se habían ampliado a 8.6 pps respecto a la inflación y reducido a 1.6 pps en el caso de créditos en pesos.

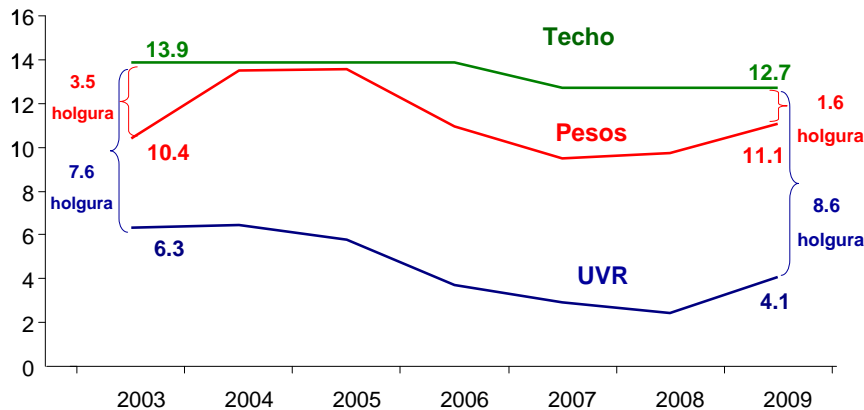
Gráfico 14: Tasas de interés de vivienda (pesos)



Fuente: Cálculos Anif con base en Superfinanciera

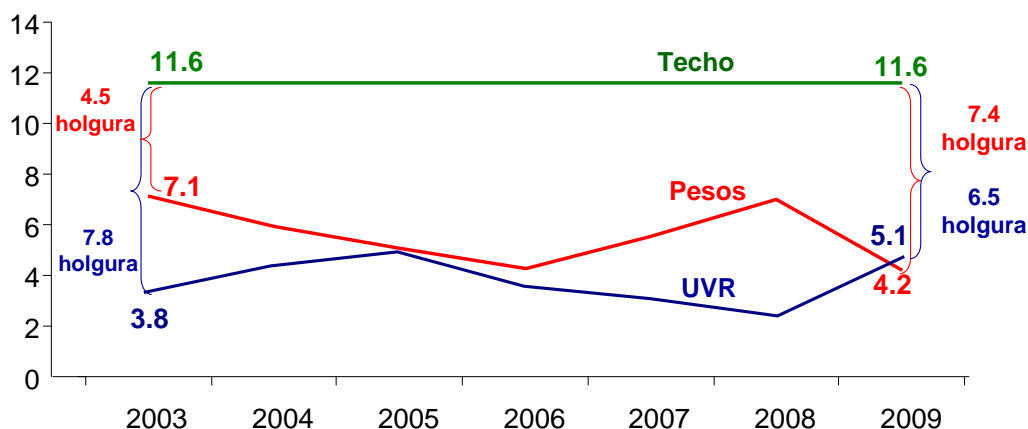
Para el caso de la VIS la holgura frente a la tasa límite fijada por el BR también ha sido amplia: esta era de 8.9 pps para créditos atados a inflación y de 4.5 pps para los de tasa fija en el 2003; pero se redujeron a 7.7 pps los de inflación y a 2.7 pps los de tasa fija al finalizar el 2009 (ver Gráfico 16).

Gráfico 15: ¿Ha sido la tasa de interés una limitante?
Tasas de interés hipotecaria No VIS: según la Superfinanciera
(tasas reales)



Fuente: Cálculos Anif con base en Superfinanciera

**Gráfico 16: ¿Ha sido la tasa de interés una limitante?
Tasas de interés hipotecaria VIS: según la Superfinanciera
(tasas reales)**



Fuente: Cálculos Anif con base en Superfinanciera

En este sentido, el comportamiento histórico de las tasas de interés hipotecarias (independientemente de su modalidad) no parecería que hubieran sido efectivamente limitadas por las tasas tope ordenadas por la CC e implementadas por el BR, al menos a nivel agregado. Puede ser, sin embargo, que para diferentes niveles de riesgo (según prestatario) dichas tasas hubieran resultado limitantes y de allí que parte de la explicación de una ausencia de repunte en los créditos hipotecarios, especialmente durante 2003-2007, provenga de haber adoptado ese esquema de tasas tope.

Más aun, la propia dinámica competitiva del mercado hipotecario ha inducido ciclos de bajas adicionales (en abril de 2006 y nuevamente en julio de 2009) en dichas tasas de interés (ver Gráfico 14). Nótese cómo en 2008 dichas tasas se ubicaban en 17% en promedio (ponderado), época final del ciclo de auge y cuando ya se vislumbraba una recesión. Para finales de 2009 se ubicaban en 14%; esto como resultado de la política monetaria anticíclica (que hizo que el BR bajara su tasa en 700 pbs) en medio de contracciones del producto. La reacción del mercado fue transmitir esa baja al mercado, desatándose una “guerra de tasas” que las llevó al 13% en promedio al finalizar el 2010. Así, se ha dado una reducción real de las tasas de interés en estos dos últimos años. El

resultado ha sido un incremento sensible en la relación prepagos+amortizaciones (promedio doce meses) elevándose de \$184.225 millones en 2003 a \$324.787 millones al finalizar el 2010.

Sin embargo, existe otra literatura al respecto (Galindo y Jaramillo; 2011), donde se argumenta que el techo de la tasa de interés juega un papel importante en el mecanismo de colusión de los agentes en el caso del mercado de crédito hipotecario. Los resultados de ese estudio muestran la existencia de “colusión implícita” de los bancos hacia la “tasa de usura”, con una probabilidad de colusión alrededor del 22%.

Nuestros resultados arrojan una verdadera guerra de tasas. Donde, lo que se observa es una estrategia de “*follow the leader*”. De hecho, en el mercado hipotecario lo que se ha visto intuitivamente es que a veces uno grande (Bancolombia), a veces uno mediano (Davivienda) y en otras ocasiones uno pequeño (Colpatria), son los generadores de esta estrategia. Estos resultados más que colusión lo que evidencian es una competencia por mantener la participación en el mercado (*market-share*), en este caso hipotecario.

En síntesis, estas “guerras de tasas de interés hipotecarias a la baja” difícilmente ocurrirían en un mercado que no pudiera “acomodar” los riesgos inherentes a la actividad hipotecaria de largo plazo por la existencia de las tasas límites antes comentadas. Dicho en otras palabras, no encontramos mayor evidencia (agregada) de que la imposición de las tasas techo hubiera, en esta fase de recuperación 2003-2007, impedido la profundización del mercado hipotecario; y, sin embargo, dicha profundización no se dio, seguramente en razón a otras limitantes aún más fuertes.

B. Legado de “Inseguridad Jurídica” por actuaciones de las Cortes

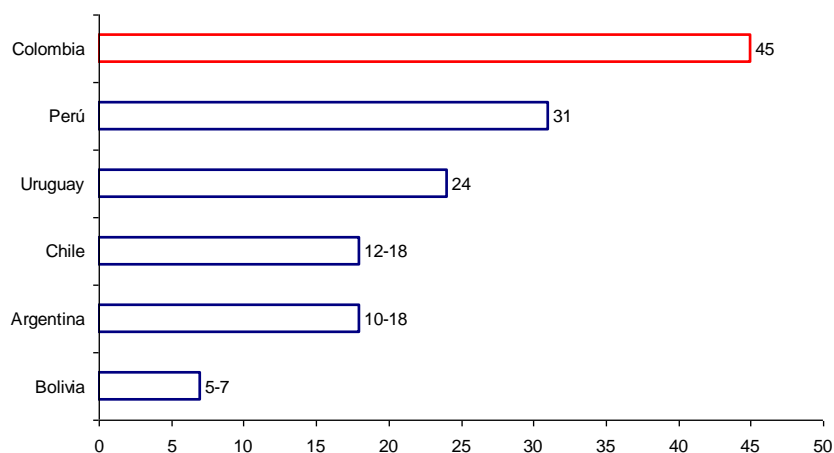
El “contencioso jurídico” que nos dejó el manejo de la crisis (discutido en el capítulo III) es seguramente uno de los mayores lastres que hoy enfrenta el mercado hipotecario en Colombia. Simplemente, el sector bancario ve amenazada su labor de intermediación para el mercado hipotecario por cuenta de los elevados riesgos de: a) retoma del inmueble

(“tutelas” aduciendo el derecho a la “vivienda digna”, como ya comentamos en el capítulo III), donde los lanzamientos toman mucho tiempo y representan elevados costos; y b) en los casos de indexación de la deuda, tanto los bancos como la clientela han venido rehuendo este tipo de esquemas, después de los eventos de 1993-1997, donde parte del principal se vio incrementado en términos reales por una errada indexación a la DTF.

En efecto, en Colombia el costo en que incurren los acreedores (bancos) para recuperar sus garantías es muy elevado. Los bancos deben usar el sistema judicial para recuperar lo prestado a través de embargar el predio. Con frecuencia, estos procesos de recuperación son largos por ausencia de procedimientos expeditos. Ello desincentiva al sistema a prestar a largo plazo, especialmente al mercado hipotecario.

Por ejemplo, el BID (2005) ha reportado que la duración media de un proceso ejecutivo de garantía hipotecaria dura 5-7 meses en Bolivia y 12-18 meses en Chile, los de menor duración (ver Gráfico 17). En Colombia este proceso bordea los 45 meses (casi cuatro años), siendo el más prolongado y oneroso de la región para el sector bancario.

Este alto nivel de duración para recuperar las garantías hipotecarias en el caso de Colombia tiene dos explicaciones fundamentales. De una parte, está el alto grado de congestión judicial en la jurisdicción civil y, de otra parte, el sesgo jurídico a favor de los deudores morosos, agravado ahora por la invocación del “derecho fundamental a la vivienda digna” inducido por la CC en su Fallo C-995 de 1999 y la consiguiente Ley de Vivienda 546 de 1999 (Asobancaria, 2007).

Gráfico 17: Duración promedio de un proceso ejecutivo de vivienda (meses)

Fuente: BID (2005)

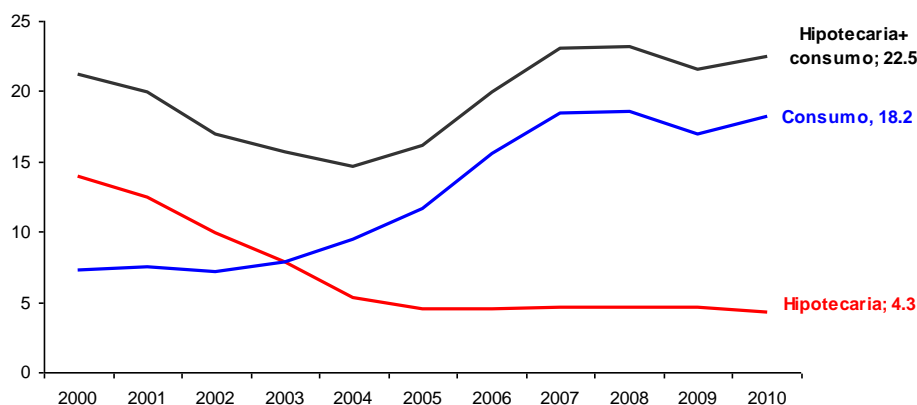
La consecuencia de este “contencioso jurídico” ha sido el menor dinamismo de este sector y, en ocasiones, la migración del crédito hipotecario hacia el crédito de consumo (algunas veces para abordar obligaciones de vivienda a través de mecanismos legales más flexibles). Esto ha redundado en un cambio de la mezcla tradicional de endeudamiento de los hogares colombianos, como lo discutimos previamente.

Habíamos mencionado que la deuda atribuible a los hogares hoy totaliza cerca de 12% del PIB (=9% del PIB de consumo+3% del PIB de hipotecaria), cifra no muy diferente de la observada una década atrás. Si añadimos cerca de 2% del PIB de deuda del sector de “near banks” (financiamiento proveniente del sector comercial directamente), el total de deuda de los hogares en realidad totaliza alrededor de 14% del PIB (ver Anif, 2008d). Así mismo, la relación desembolsos totales/desembolsos de consumo se ubica alrededor del 7% en 2010, mientras que la relación con los desembolsos hipotecarios es tan sólo de 2% del PIB.

Esto implica que el total de deuda de consumo de los hogares se habría elevado del 7.5% en 2001 al 18.2% del total de su ingreso disponible en 2010. En cambio, la deuda hipotecaria se habría reducido de 12.5% a 4.3% entre 2001 y 2010 (ver Gráfico 18).

Así, el dramático cambio en la composición de la deuda de los hogares colombianos, donde ahora cerca del 75% está relacionada con créditos de consumo y sólo un 25% con créditos hipotecarios va más allá del ciclo económico. Esta caída “estructural” en el financiamiento hipotecario ha tenido que ver con esta inseguridad jurídica que nos dejó el manejo de la crisis 1998-2001 (Anif, 2010c).

Gráfico 18: Deuda hipotecaria y de consumo/ Ingreso disponible de los hogares (%)



Fuente: Cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane

C. Factores de demanda por vivienda

La tercera hipótesis que podría explicar el estancamiento pos-crisis de la cartera hipotecaria está relacionada con la demanda de vivienda, específicamente las limitaciones provenientes de la exigencia de cuotas iniciales no inferiores al 30% del inmueble, los costos que generan el llamado “riesgo del prepago” y la relación tasas de interés y mayores plazos de financiamiento para el comprador.

1. La Restricción de la Cuota Inicial

Camacol (2010a) reporta en sus encuestas que la exigencia de al menos un 30% de cuota inicial para la No-VIS y 20% para la VIS se ha vuelto una limitante seria a la hora de demandar vivienda, según mandato de la Ley 546 de 1999. Esta medida resulta apropiada

para prevenir crisis hipotecarias, pues se puede demostrar que bastarían desvalorizaciones de las viviendas del 20%-30% real para que la relación Préstamo/Valor de la Vivienda (P/V) superara el 100%, en los casos en que no se había aportado cuota inicial. Ello daría pie a entregar los bienes en dación en pago y desencadenar una crisis hipotecaria. Si se hubiera aportado un 10% de cuota inicial, esta situación se daría con un 30%-40% de desvalorización (Anif, 2009b) (ver cuadro 5).

Cuadro 5: Disparo en la relación Préstamo/Valor de la vivienda (en función de la cuota inicial y la desvalorización del bien)

		Cuota inicial			
		0%	10%	25%	50%
Pérdida de valor de las viviendas	-2%	0.71	0.64	0.54	0.36
	-20%	0.88	0.79	0.66	0.44
	-30%	1.00	0.90	0.75	0.50
	-40%	1.17	1.05	0.88	0.58
	-50%	1.40	1.26	1.05	0.70
	-70%	2.33	2.10	1.75	1.17

Fuente: Cálculos Anif

2. Relación tasa de Interés-Horizontes de pago

Desde el año 1999, el sistema financiero colombiano cuenta con una normatividad que le permite a las entidades financieras otorgar créditos hipotecarios hasta con 30 años de plazo. Sin embargo, los establecimientos bancarios han preferido mantener el volumen de oferta hasta 15 años, o menos, de acuerdo a la capacidad de pago de los clientes. De hecho, cerca del 95% de la cartera hipotecaria está colocada a plazos de 10 a 15 años, dado que la demanda por créditos de muy largo plazo es muy baja. De aquí que muy pocos bancos otorguen préstamos a más de 15 años.

Pese a esto, en lo corrido del 2010 se ha visto un mayor interés por parte de los bancos a revivir el crédito hipotecario para plazos de 20 a 30 años. Esta nueva estrategia resulta interesante para muchas personas en la medida en que la cuota mensual se les reduce.

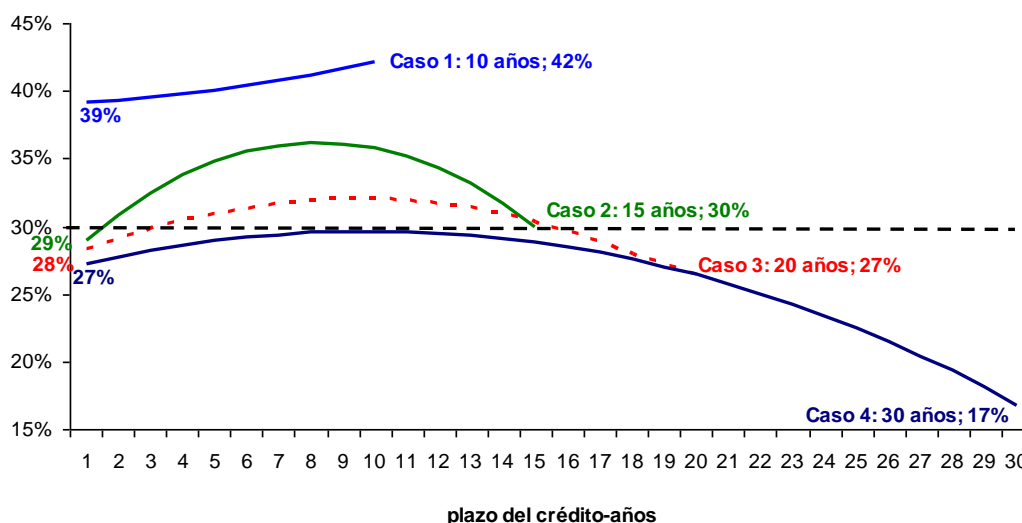
Con el fin de identificar cuál es el plazo óptimo de endeudamiento de los hogares, se realizó una simulación con cuatro horizontes de tiempo que va desde crédito a 10 años hasta 30 años.

Para este fin se realizaron los siguientes supuestos:

1. Hogar con un ingreso de 4 SML, equivalente a \$24.720.000 en 2010.
2. Valor de la vivienda: \$80.000.000
3. Tasa de interés real del 12%
4. sistema de amortización no uniforme

De acuerdo a la Ley 546 de 1999, para acceder a una vivienda propia, es necesario contar con un capital inicial del 30%, en nuestro ejemplo la cuota inicial equivale a \$24.000.000, y el 70% restante correspondiente a \$56.000.000, el cual será el monto a financiar. Ahora, es importante anotar que para que una deuda no desborde la capacidad de pago de los hogares, ésta no debe superar el 30% de su ingreso en ningún momento.

El gráfico 19 presenta la evolución de la relación deuda hipotecaria/ingreso del hogar en función del plazo del crédito. El primer caso es un crédito a 10 años, el servicio de la deuda, que incluye intereses y capital, arroja una relación servicio de la deuda/ingreso del 39% en el primer año. De acuerdo a este resultado, en los primeros años de vida del crédito, la amortización del capital exige una mayor disponibilidad de ingresos, sumado a que el pago por intereses también es exigente. A partir del tercer año la relación deuda/ingreso se incrementa a 40% y finalmente pasa a 42% en los dos últimos años del crédito. Nótese, que durante todo el horizonte del crédito el ingreso del hogar es insuficiente para honrar la deuda. Esto debido a que se encuentra por encima del umbral del 30%, que ya mencionamos, donde la relación deuda/ingreso es óptima. En suma, el bajo plazo eleva la amortización de capital en los primeros años desbordando el umbral de pago de los hogares.

Gráfico 19: Relación servicio de la deuda/ingreso vs. Plazo del crédito

Fuente: Cálculos Anif

El segundo caso, ilustra el plazo tradicional (15 años) de un crédito de vivienda en Colombia. El horizonte de tiempo de éste préstamo permite tener pagos de capital bajos durante los primeros cinco años, pero con unos intereses más elevados con lo que resulta una relación servicio de la deuda/ingreso del 29%. Conforme avanzan los años el servicio de la deuda se incrementa vía capital, alcanzando un punto máximo en esa relación del 36% (en todo caso inferior al crédito a 10 años). Una vez alcanzado este tope, el numerador vuelve a retomar la senda inicial, de tal forma que al final del crédito el servicio de la deuda/ingreso disponible del hogar es del 30%, ubicándose en el umbral máximo para poder cumplir con las obligaciones del crédito.

Supongamos ahora que tenemos un préstamo a 20 años. Como se observa en el gráfico 19, la relación deuda/ingreso se encuentra por debajo del 30% en los primeros 4 años y en los 6 últimos. En el tramo medio del crédito esta relación se ubica por encima del tope máximo. Sin embargo, no sobrepasa el 32%. Cuando se alarga el horizonte del préstamo al plazo máximo de 30 años, es de esperarse que los intereses terminen por acabar con el deudor, de forma tal que el beneficio de un mayor plazo se pierda. Lo curioso es que al ver la relación deuda/ingreso al inicio del préstamo es del 27%, alcanzando su mayor nivel (30%) a partir de octavo año, y finalizando con la relación más baja de todos los casos estudiados (17%).

Nótese entonces que, el expandir el crédito a un plazo de 20 o 30 años lleva a reducir las primeras cuotas de amortización. No obstante, esto también implica que el valor total a pagar por concepto de intereses y capital aumenta en relación con el valor del préstamo inicial.

En consecuencia, un crédito a 10 años no es la mejor alternativa de financiación de vivienda dado que el pago por capital absorbe una gran proporción de los ingresos, adicional al pago por intereses que es exigente dada la restricción del plazo. En el otro lado, está el crédito de más largo plazo (30 años), que pese a ubicarse a lo largo de la vida del crédito por debajo de la relación máximo entre el servicio de la deuda y el ingreso de los hogares, al final el valor total a pagar por concepto de intereses y capital aumenta en relación con el valor del préstamo inicial en una mayor proporción frente a los otros plazos. De esta manera, lo óptimo es optar por créditos que se encuentren en rango medio entre estos dos extremos que permita honrar la deuda, encontrando un equilibrio entre el servicio de la deuda y los ingresos percibidos.

En suma, la combinación de plazo y tasa se vuelve una restricción a la demanda por crédito hipotecario por la necesaria limitación de que un hogar se endeude más allá del 30% de su ingreso disponible. Dada la restricción de tasas de interés real impuesta por la CC, el plazo al que otorguen los bancos el crédito resulta fundamental para que un hogar pueda tomarlo. Según el análisis anterior los bancos deberían virar a extender sus créditos a cerca de 20 años, para evitar que los usuarios tengan que pagar altas amortizaciones de capital al principio (como en créditos de corta vida) o tengan que pagar varias veces el valor del préstamo por acumulación de intereses (en préstamos de muy larga vida).

3. El Riesgo y Costo de los Prepagos

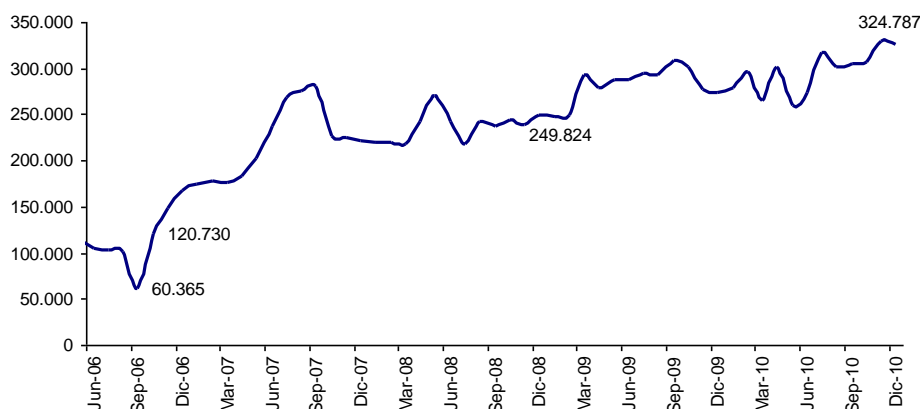
En el tema de los prepagos existe un importante nexo en la forma como los deudores de créditos de vivienda están refinanciando sus créditos en busca de mejores alternativas y las menores tasas de interés. En el período pre-crisis (1990-1997) el horizonte medio de los créditos hipotecarios en Colombia era entre 10 y 12 años, y estos se mantenían hasta el

vencimiento. Actualmente el plazo del crédito por vivienda ha mostrado una tendencia decreciente debido al fenómeno de los prepagos que ha motivado una disminución en la duración de los préstamos. Este mecanismo consiste en pagar la totalidad o parte de un crédito de manera anticipada, es decir antes del vencimiento del plazo acordado; bien sea por el monto total o parcial del crédito sin que el deudor deba pagar una multa o sanción (Ley 546 de 1999).

El escenario actual de prepagos ha sido propiciado por la caída en las tasas de interés de la economía colombiana durante los últimos años, hecho que se ha traducido en una reducción importante en las tasas de interés marginales (para nuevos créditos hipotecarios). Durante los últimos años, las instituciones financieras han iniciado una fuerte estrategia de colocación de créditos hipotecarios con tasas históricamente bajas aprovechando la caída de la inflación. Adicionalmente, han ampliado la oferta de productos con diversas modalidades de tasa de interés (atada a la UVR o tasa fija). Esta mayor y atractiva oferta de financiación hipotecaria ha llevado al refinanciamiento de una parte de la cartera hipotecaria vigente, donde cerca de una tercera parte de ella se encuentra titularizada (Titularizadora Colombiana, 2005).

Es así como a partir del segundo trimestre del 2006, se ha observado un aumento sustancial de los niveles de prepagos de crédito de vivienda, pasando de niveles (promedio doce meses) de \$170.000 millones en 2003 a unos \$300.000 millones en 2010 (ver Gráfico 20).

**Gráfico 20: Prepagos + Amortizaciones Cartera Sistema
(Promedio Móvil 12 Meses) - Millones de Pesos**

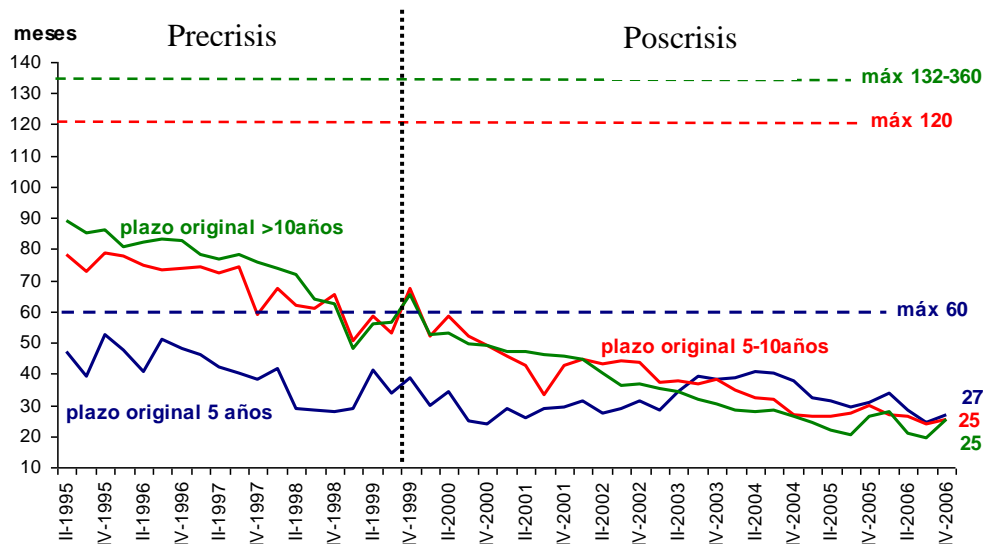


Fuente: Titularizadora Colombiana

En línea con ese comportamiento, la duración de los créditos ha ido cayendo a través de los años. A finales del 1995, la llamada “tasa de compresión” ($=1-(\text{duración efectiva}/\text{máxima})$) para un crédito a 5 años era del 12%, y con el pasar del tiempo la brecha entre la duración efectiva y el plazo original se ha ido ampliando, de tal forma que para el año 2006 dicha tasa se ubicó en 55% (como ya se mencionó). Esto mismo ocurre, con los créditos a más largo plazo. En el caso de un crédito con plazo original entre 5 y 10 años la tasa de compresión pasó del 34% al 79%, y para los créditos a más de 10 años esta relación pasó de 35% a 81% entre 1995 y 2006 (ver Gráfico 21). De acuerdo a cifras de La Titularizadora el nivel del prepago en pesos se encuentra en una tasa cercana al 30% con corte al mes de octubre del 2010, uno de los registros más altos. Así, la flexibilidad de prepago ha permitido que los deudores ajusten rápidamente la vigencia de sus tasas a las tasas marginales del mercado (ver Gráfico 22).

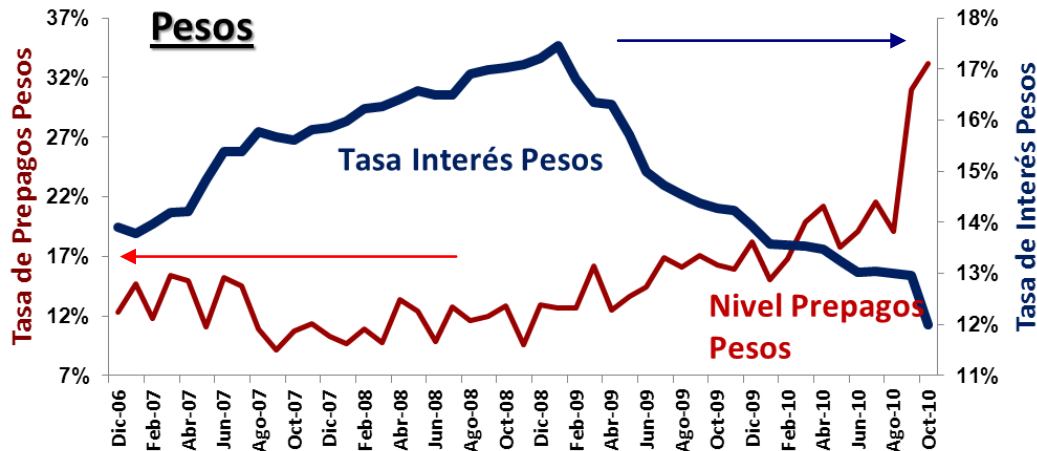
Todas estas cifras nos están mostrando que, tras la crisis hipotecaria, los deudores comenzaron a pagar sus créditos de forma masiva antes de la fecha pactada sin distinción alguna del horizonte de plazo. Esto como consecuencia del diferencial de tasas de interés que se generó entre el período crisis y el período poscrisis.

Gráfico 21: Duración del crédito según plazo



Fuentes: Cálculos Anif y Titularizadora Colombiana

Gráfico 22: Nivel de Prepagos vs. Tasa de Interés Hipotecaria



Fuente: Titularizadora Colombiana

Estos esquemas prepagado tienen dos aristas financieras. De una parte, ellos promueven la competencia entre los oferentes de crédito y beneficia al deudor, tal como tiende a ocurrir en los países avanzados (Clavijo, et al. 2005). Pero, de otra parte, ello genera dificultades en la planeación del fondeo del sistema financiero. De allí que el efecto macro-financiero

haya sido el de incrementar marginalmente las tasas hipotecarias para que el sistema financiero pueda absorber esta contingencia del pre-pago.

Así, de todo este proceso se derivan dos costos principales para los bancos: i) un efecto en reducción del plazo del crédito (imputable al prepago), lo cual hace menos rentable este tipo de operaciones para los bancos; y ii) un aumento en el costo del crédito (tasa de interés pactada), como consecuencia de tener que asumir la contingencia financiera del pre-pago.

En primera medida, la decisión de prepago por parte de un deudor, tiene efectos sobre el acreedor de la deuda en la medida en que los flujos de caja derivados de la obligación serán diferentes a los pactados inicialmente. Así, surge una incertidumbre sobre la estructura del flujo de caja futuro, de tal forma que los flujos de caja para los períodos pendientes sean menores a los esperados de acuerdo a las condiciones originales del crédito. Asimismo, si los bancos prevén que esa tendencia del prepago continuará hacia futuro, posiblemente la falta de certeza sobre la permanencia de los clientes con créditos hipotecarios de largo plazo llevará a las entidades bancarias a incrementar el costos de los créditos a más largo plazo, dado que no pueden diseñar esquemas de penalización (prohibidos por la Ley 546 de 1999), como sí se permite en los Estados Unidos (ver Ergungor, 2007).

Finalmente, existe un costo adicional de los prepagos; se trata del efecto sobre las titularizaciones hipotecarias. Desde mediados del 2006, se ha observado un aumento importante en los niveles de prepagos de las carteras hipotecarias titularizadas. Dicho evento ha generado cambios en el activo subyacente de las titularizaciones de cartera hipotecaria realizadas en Colombia y en la cobertura y protección de algunos de los títulos emitidos. De esta manera, la Titularizadora debe enfrentar riesgo del prepago de sus títulos hipotecarios (TIPS), ya que la estructura de las emisiones no incorpora mecanismos que permitan cubrir totalmente dicho riesgo, haciendo que el riesgo de prepago de los TIPS sea asumido en su totalidad por los inversionistas (Duff & Phelps, 2006).

En síntesis, el crecimiento reciente de los prepagos también puede estar afectando la demanda por crédito hipotecario. Este fenómeno reduce los plazos de los créditos y, por

ende, descalza la hoja de balance de los bancos, elevando sus costos operativos. Adicionalmente, las entidades financieras se ven abocadas a pactar una tasa de interés más alta para cubrir la contingencia del prepago. Estos efectos explican por qué el mercado hipotecario se ha vuelto más restrictivo desde el punto de vista de la oferta crediticia en Colombia.

D. Factores de Oferta

Un último factor que viene limitando el crecimiento hipotecario tiene que ver con factores restrictivos por el lado de la oferta de vivienda. Aquí el sector ha venido señalando que el factor de costos más marcado proviene de la escasez de suelo, el cual se viene reflejando en alzas en precios del bien final. Por ejemplo, el Índice de Precios de Vivienda Nueva (IPVN) de Camacol se ubicaba, en términos reales, un 32% por encima de su media histórica a mediados del 2010 (Camacol, 2010b), en buena medida presionado por elementos de costos.

Los reportes del gobierno también apuntan en esta dirección al señalar que existen tres factores que han agravado la escasez de suelo urbanizable: i) deficiencias en los Planes de Ordenamiento Territorial (POTs) y su desarticulación con planes de desarrollo municipal; ii) la confusión normativa para incorporar nuevo suelo urbano en las entidades territoriales (ver cuadro 6); y iii) la falta de mecanismos y recursos para construir infraestructura vial y de servicios públicos (Documento CONPES No. 3583 de 2009).

Cuadro 6: Habilitación de nuevo suelo urbanizable según el POT

	2005	2007	var
Bogotá	8%	13%	aumentó
Cali	14%	14%	bajó
Medellín	4%	4%	bajó
Barranquilla	41%	14%	bajó
Bucaramanga	9%	11%	aumentó
Ibagué	22%	30%	aumentó
Manizales	17%	18%	aumentó
Pereira	54%	23%	bajó
Pasto	13%	12%	bajó
Armenia	27%	14%	bajó
Cartagena	25%	25%	bajó

Fuente: Camacol y DNP, Conpes 3583

Según cifras del Departamento Nacional del Planeación (DNP) y Camacol, el nivel de urbanización en Colombia es del 74% y tiene un ritmo de producción de 62.000 viviendas anuales. Este ritmo luce insuficiente frente a una demanda anual de casi 280.000 viviendas, donde 194.000 provienen del segmento VIS.

El inadecuado marco normativo y la lenta habilitación de suelos han encarecido el factor “tierra”. Existen serios impedimentos a la hora de aprobar la redensificación, la renovación urbana y la obtención de los servicios públicos, especialmente los relacionados con aguas. Este impacto golpea especialmente al segmento VIS, donde el suelo tiene una mayor incidencia en el precio final del inmueble.

La política de los Macroproyectos de Interés Social Nacional (MISN), Ley 388 de 1997 y Decreto 4260 de 2007, apuntaban a solucionar estos problemas en bloque. Sin embargo, la Corte Constitucional recientemente conceptuó que la habilitación que se había hecho de estos esquemas en el Plan de Gobierno del 2006 violaba potestades territoriales, forzando a la Administración Santos a tramitarlos nuevamente ante el Congreso (Anif, 2010e).

Incidencias Fiscales de los Fallos de la Corte sobre Vivienda

En Colombia son bien conocidos los efectos fiscales de diversos fallos de la Corte Constitucional, especialmente en materia de salarios públicos y en lo referente a la seguridad social.

Por ejemplo, la CC prohibió acortar el llamado “período de transición” pensional (fallo C-754 con el que se declaró inexecutable el Art. 4 de la Ley 860 de 2003). Se estima que en términos de Valor Presente Neto ello pudo tener un costo de 16% del PIB (en un horizonte de 50 años). La CC adujo que “las meras expectativas de una fecha de retiro pensional” se habían convertido en un “derecho adquirido”.

También es conocido el caso de la llamada “mesada 14”, donde la CC generó gastos pensionales por un valor de 0.2% del PIB anual al ordenar pagos adicionales a grupos que no correspondía nivelar. Se requirió enmendar la Constitución (Acto Legislativo 01 de 2005) para asegurarse que esta mesada adicional no se extendería a nuevas generaciones (Anif, 2009c).

¿Cuál puede haber sido el costo de la incidencia de la Corte Constitucional en temas de vivienda luego de la crisis hipotecaria? Los costos fiscales directos de los fallos de la Corte en materia hipotecaria son más bien bajos.

Estos tuvieron que ver con la reliquidación de las obligaciones hipotecarias que habían sido ordenadas inicialmente por el Gobierno (a través de la Emergencia Económica de 1998) y que tuvieron que ser asumidas por mayor esfuerzo fiscal en cabeza de Fogafín. Como ya comentamos (ver capítulo I), las reliquidaciones significaron 1.5% del PIB de 1999. No obstante, no toda esta suma es atribuible a la CC, ya que una porción la indujo la Ley 546 de 1999 y otra la misma Emergencia Económica de 1998 (Clavijo, 2004).

No es posible atribuir un costo fiscal directo a la orden de la CC de fijar límites a las tasas de interés hipotecarias. Su perjuicio fundamental puede haber sido el de frenar la dinámica

del sector hipotecario y, por esta vía, haber generado un menor crecimiento económico y, por lo tanto, menores recaudos tributarios. Sin embargo, es imposible conocer el “contrafactual” de crecimiento del sector, de la economía y de los recaudos en ausencia de dichos controles a las tasas de interés hipotecarias.

VI. Conclusiones

El manejo de la crisis hipotecaria en Colombia dejó tres secuelas principales: i) la permanencia del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), conocido inicialmente como el 2x1.000, el cual se elevó a la tasa del 3x1.000 (Ley 863 de 2003); y después adquirió permanencia a la tasa del 4x1.000 a partir de la Ley 1111 de 2006; ii) el contencioso jurídico que dejaron los pleitos hipotecarios, donde los usuarios temían indexaciones amañadas hacia el futuro (a pesar de la protección que otorgaba la Ley 546 de 1999) y un sector financiero que temía reclamaciones y reliquidaciones más allá de las ordenadas por la Ley, dado el “activismo judicial” vía tutelas y malas interpretaciones de algunos jueces; y iii) el estancamiento en la profundización financiera de Colombia (antes comentada) como resultado de todos estos factores.

A continuación se destacan las ideas principales que se derivaron de nuestro análisis sobre las causas de la incipiente profundización financiera en el sector hipotecario:

- La Ley 546 de 1999 incurrió en dos sesgos a favor de los más ricos: “un sesgo de tasa” al permitir que todos pudieran obtener una reducción hasta el 25% del valor adeudado, dependiendo del momento en que se obtuvo el crédito, y no en función del estrato social; y “un sesgo de monto” al no imponer un límite en el subsidio a las viviendas de mayor valor, como se contempló originalmente en la Emergencia Económica de 1998.
- No encontramos mayor evidencia (agregada) de que la imposición de las tasas techo hubiera, en la fase de recuperación 2003-2007, impedido la profundización del mercado hipotecario. Lo que hubo en efecto fue una “guerras de tasas de interés hipotecarias a la baja” y, sin embargo, dicha profundización no se dio, en razón a otras limitantes aún más fuertes.

- En esta guerra de tasas, lo que se observa es una estrategia de “*follow the leader*”. De hecho, en el mercado hipotecario lo que se ha visto intuitivamente es que a veces uno grande (Bancolombia), a veces uno mediano (Davivienda) y en otras ocasiones uno pequeño (Colpatria), son los generadores de esta estrategia. Estos resultados más que colusión lo que evidencian es una competencia por mantener la participación en el mercado (*market-share*), en este caso hipotecario.
- La “inseguridad jurídica” dejó como consecuencia el menor dinamismo de este sector y, en ocasiones, la migración del crédito hipotecario hacia el crédito de consumo, lo que ha redundado en un cambio de la mezcla tradicional de endeudamiento de los hogares colombianos.
- La combinación de plazo y tasa se vuelve una restricción a la demanda por crédito hipotecario por la necesaria limitación de que un hogar se endeude más allá del 30% de su ingreso disponible. Dada la restricción de tasas de interés real impuesta por la Corte Constitucional, el plazo al que otorguen los bancos el crédito resulta fundamental para que un hogar pueda tomarlo.
- La flexibilidad del prepago ha permitido que los deudores ajusten rápidamente la vigencia de sus tasas a las tasas marginales. De hecho, el crecimiento reciente de los prepagos también puede estar afectando la demanda por crédito hipotecario. Este fenómeno reduce los plazos de los créditos y, por ende, descalza la hoja de balance de los bancos, elevando sus costos operativos. Adicionalmente, las entidades financieras se ven abocadas a pactar una tasa de interés más alta para cubrir la contingencia del prepago. Estos efectos explican por qué el mercado hipotecario se ha vuelto más restrictivo desde el punto de vista de la oferta crediticia en Colombia.
- La demanda por crédito hipotecario tenderá a reducirse en términos reales como resultado de la adopción de parámetros de solvencia más exigentes para los potenciales deudores. En el lado de la oferta también se observará una disminución real en el volumen de los créditos debido al encarecimiento relativo en los costos del fondeo, resultantes de los mayores riesgos que encierran el pre-pago, la ampliación del plazo o la simple desvalorización del inmueble.
- Un último factor que viene limitando el crecimiento hipotecario tiene que ver con factores restrictivos por el lado de la oferta de vivienda. Aquí el sector ha venido

señalando que el factor de costos más marcado proviene de la escasez de suelo, el cual se viene reflejando en alzas en precios del bien final.

- Los costos fiscales directos de los fallos de la Corte en materia hipotecaria son más bien bajos. Estos tuvieron que ver con la reliquidación de las obligaciones hipotecarias que habían sido ordenadas inicialmente por el Gobierno (a través de la Emergencia Económica de 1998) y que tuvieron que ser asumidas por mayor esfuerzo fiscal en cabeza de Fogafín. Estas reliquidaciones significaron 1.5% del PIB de 1999. No obstante, no toda esta suma es atribuible al activismo de la Corte Constitucional, ya que una porción la indujo la Ley 546 de 1999 y otra la misma Emergencia Económica de 1998 (Clavijo, 2004).

Hacia el futuro, la falta de profundización financiera en el sector hipotecario podría dar espacio para la creación de nuevos subsidios al sector generando un efecto fiscal que hoy es difícil de cuantificar. Sin embargo, el gobierno debería enfocarse en solucionar los problemas estructurales de este tipo de crédito.

Por ejemplo, la nueva administración Santos debería entrar a diseñar una legislación más amigable con el sistema financiero. El mantenimiento del impuesto a las Transacciones Financieras hasta 2018 y la elevación del impuesto al patrimonio, que afecta a grandes firmas como los establecimientos de crédito, no ayudan en la tarea de elevar la profundización financiera de los actuales niveles de 33%-34% del PIB. El dar más espacio para colocar préstamos elevando las tasas de usura de los microcréditos, los créditos comerciales y de consumo ha sido un paso en la dirección correcta. No obstante, en el sector hipotecario hemos encontrado que, pese a los limitantes de tasa, las cifras hablan más de una competencia que induce a una guerra de tasas entre los bancos (bajándolas y beneficiando a los hogares) que una colusión alrededor del techo de tasa impuesto.

REFERENCIAS

- Anif (2005a) “Construcción, Burbujitas y Desgano En Créditos Hipotecarios”, *Informe Semanal* No. 802 de octubre 3.
- Anif (2005b) “Pensiones: “Yo voy a hacer un inventario”. *Informe Semanal* No. 785 de junio 7.
- Anif (2006a) “Límite a las tasas de interés hipotecarias y la inseguridad jurídica”, *Informe Semanal* No. 848 de septiembre 11.
- Anif (2006b) “El indebido uso de la tutela en procesos ejecutivos (Estudio de Caso No. 3)” *Comentario Económico del Día* 17 de agosto.
- Anif (2007a) “La crisis hipotecaria y los ciclos económicos”, *Informe Semanal* No. 900 de octubre 1.
- Anif (2007b) “Titularización Hipotecaria: El Modelo Danés,” *Comentario Económico del Día* 28 de noviembre.
- Anif (2008a) “Manejo de crisis hipotecarias: paralelo Colombia (1998-2000) y Estados Unidos (2005-2008)”, *Comentario Económico del Día* 27 de marzo.
- Anif (2008b) “La profundidad financiera en Colombia: 2003-2008”, *Informe Semanal* No. 940 de agosto 4.
- Anif (2008c) “Estrategias de comunicación: los casos de Banco de la República, Ministerio de Hacienda y Corte Constitucional”, *Informe Semanal* No 946 de septiembre 15.
- Anif (2008d) “Near-Banks, comercio y crédito de consumo”, *Comentario Económico del Día* 12 de Junio.
- Anif (2009a) “Crisis Hipotecaria y Salvataje de Cuotas Iniciales”, *Comentario Económico del Día* 5 de febrero
- Anif (2009b) “Provisiones Anti-cíclicas: los Casos de Colombia y España”, *Comentario Económico del Día* 10 de diciembre.
- Anif (2009c) “El Sistema Pensional Colombiano: Diagnósticos y Soluciones”. *Informe Semanal* No. 980 de junio 8.
- Anif (2009d) “Indexación salarial y seguridad social en Colombia”, *Comentario Económico del Día* 20 de agosto.

- Anif (2009e) “Flexibilidad Laboral, Indexación Salarial y Pago por Hora”, *Comentario Económico del Día* 4 de junio.
- Anif (2010a) “Profundización financiera postcrisis: ¿en qué está Colombia?” *Comentario Económico del Día* 19 de agosto.
- Anif (2010b) “Crisis financieras: costos brutos frente a costos netos”, *Comentario Económico del Día* 10 de junio.
- Anif (2010c) “Evolución del endeudamiento de los hogares: ¿en qué nivel estamos?”, *Comentario Económico del Día* 31 de marzo.
- Anif (2010d) “Tenencia de vivienda y crisis hipotecaria: ¿cómo le ha ido a Colombia?”, *Informe Semanal* No. 1037 de agosto 9.
- Anif (2010e) “¿Cómo solucionar el déficit de vivienda VIS?”, *Informe Semestral de Construcción* No. 119 de julio 8.
- Anif –Correval (2010) “La financiación a través del mercado de valores en Colombia”, marzo.
- Asobancaria (2007) “Los retos del mercado de crédito hipotecario”, *Semana Económica* No. 608 de junio 8.
- Baker, Dean y Jin Rho, Hye (2010) “*The Gains from Right to Rent in 2010*”, Septiembre.
- Banco de la República (1999) “Problemas Actuales del Sistema de Ahorro y Vivienda” (Enero, SGEE).
- BID (2005) “Desencadenar el crédito: Cómo ampliar y estabilizar la banca”, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Caicedo, Juan Guillermo (2004), “La construcción: el largo camino hacia la recuperación”, *revista Carta Financiera* No. 128, octubre-diciembre.
- CAMACOL (2009) “Medidas para impulsar la vivienda y reducir el déficit habitacional en Colombia” *Comunicado de prensa CAMACOL* No. 15 del 22 de mayo.
- CAMACOL (2010a) “La Vivienda 2011 - 2014: “El Gran Salto” en la producción habitacional” *Informe Económico* No. 23 de agosto.
- CAMACOL (2010b) “Escasez de suelo y precios de la vivienda en Colombia” *Informe Económico* No. 24 de septiembre.
- Cárdenas, M. y A. Badel (2003) “La Crisis de Financiamiento Hipotecario en Colombia: Causas y Consecuencias” *Coyuntura Económica* (Fedesarrollo, Septiembre).

- Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, 2009. "The Aftermath of Financial Crises," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 99(2), pages 466-72, May.
- Clavijo, S. (1998) *Política Fiscal y Estado en Colombia*, Universidad de los Andes-Banco de la República.
- Clavijo, S. (2001) "Fallos y Fallas Económicas de la Corte Constitucional", marzo.
- Clavijo, S. (2004) "Impacto económico de algunas sentencias de la corte: El caso de la Mesada pensional 14 y de las Regulaciones en Vivienda", octubre.
- Clavijo, S. (2009) "Instituciones, Leyes y Pragmatismo Económico", Anif.
- Clavijo, S., M. Janna y S. Muñoz (2005) "The Housing Market in Colombia: Socioeconomic and Financial Determinants", Banco Interamericano de Desarrollo (BID), enero.
- Clavijo, S. y Vera, A. (2010) "Los desafíos fiscales en Colombia", Anif, junio.
- Departamento Nacional de Planeación (2009) "CONPES 3583" Lineamientos de política y consolidación de los instrumentos para la habilitación de suelo y generación de oferta de vivienda" 28 de abril.
- Duff & Phelps de Colombia (2006) "Prepagos de créditos de vivienda ¿Como se afectan las titularizaciones hipotecarias colombianas?", junio
- Ergungor, O. Emre (2007). "Prepayment Penalties on Subprime Mortgages", Federal Reserve Bank of Cleveland, Septiembre 1.
- FMI (1999) "Colombia: Staff Report for the 1999 article IV Consultation", *IMF Staff Country Report* No. 99/149, diciembre.
- FMI (2001) "Colombia: First Review of the Extended Arrangement-Staff Report; News Brief on the Executive Board Discussion; and the Statement by the Authorities of Colombia" *IMF Staff Country Report* No.01/12, enero.
- Galindo, Arturo y Giovanni Majnoni (2006), "Represión financiera y el costo del financiamiento en Colombia", World Bank, Junio.
- Galindo, Arturo y Christian Jaramillo (2011), "A hellbound road paved with good intentions: Usury laws and banks competition in Colombia", Febrero
- Gómez, Oscar E., (2009) "Titularización en la Reforma Financiera,", Secretario General Titularizadora Colombiana, Octubre 1.

Instituto Colombiano de Ahorro y vivienda - ICAV (2006), “¿La vivienda a quien ronda? Situación y perspectivas de la política de vivienda en Colombia”, Tomo I. Bogota; Universidad Externado de Colombia, Noviembre; 464p.

Posner Eric A. y Luigi Zingales (2009), “A Loan Modification Approach to the Housing Crisis” University of Chicago, NBER, and CEPR, Diciembre 4.

Restrepo, Juan Camilo (1999) Memorias de Hacienda 1998-1999. Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

The Economist (2010) “Drowning or Waiving”, Octubre 23.

Titularizadora Colombiana (2005) “Efectos del prepago sobre los títulos hipotecarios”, Dirección de Planeación, Agosto.