

Efectos del subsidio a la tasa de interés hipotecaria

Marc Hofstetter, Jorge Tovar y Miguel Urrutia*

La construcción es una actividad central en el desarrollo del país; genera cerca del 6% del PIB y una cifra similar en términos de empleo. Además, la construcción y su financiador—el sector hipotecario—han jugado un papel esencial en los ciclos económicos, dada su capacidad de generación de empleo y su interconexión con diferentes agentes de la economía. Por ello, facilitar el acceso a vivienda ha sido un objetivo central de las políticas públicas.

El trabajo realizado por Hofstetter, Tovar y Urrutia—HTU— (2010) se desarrolla a partir de una revisión histórica de los mecanismos de apoyo al sector en los últimos 80 años en Colombia y tiene como objetivo estudiar algunas de las consecuencias del subsidio sobre la tasa de interés para créditos hipotecarios, implementado en abril de 2009. HTU cuantifican los efectos de tales subsidios sobre desembolsos hipotecarios y sobre la tasa pactada entre bancos y clientes, previo al descuento en tasas.

Revisión histórica: 1923-2010

Antes de la crisis de 1929, un alto porcentaje del capital para financiar vivienda provenía del exterior. Con la reversión de los flujos de capital externo, el PIB cayó, y esta reducción vino acompañada por una crisis financiera y, en particular, hipotecaria. Es en este contexto que se crea el Banco Central Hipotecario (BCH), principal fuente de créditos hipotecarios de largo plazo durante los años posteriores.

El BCH no solo prestó dinero a individuos, sino que también desarrolló proyectos; dominó el mercado hasta los años setenta, pero únicamente logró beneficiar al 50% más rico de la población. La creación, en 1937, del Instituto de Crédito Territorial (ICT) buscó remediar la situación, beneficiar a los colombianos más pobres y facilitar su acceso a vivienda. Sin embargo, la dependencia de recursos públicos, el deterioro de su cartera y la baja calidad de algunos de sus proyectos ocasionaron la liquidación del instituto, en 1991. Como consecuencia, sus intervenciones se sustituyeron por subsidios directos a familias de bajos recursos, asignados a través del Instituto Nacional de Vivienda de Interés Social y Reforma Urbana (INURBE).

El apoyo estatal a estas instituciones estuvo acompañado, desde los años cincuenta, por medidas de ahorro forzoso para financiar el crédito hipotecario. A esto se sumó el hecho de que parte de las reservas para pensiones del Instituto de Seguros Sociales debían invertirse en préstamos hipotecarios a través del BCH; y que parte de los depósitos bancarios debían invertirse en bonos del ICT a tasas inferiores a las del mercado. El BCH quebró en la década de los noventa, debido al aumento inmanejable de su cartera morosa, resultado de decisiones equivocadas durante muchos años.

En los años setenta se crean las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), cuyos activos y pasivos se expresarían en una unidad ajustada por inflación: el UPAC. El sistema fue el más exitoso de todos los programas creados a lo largo del siglo para impulsar el sector.

En un principio, las tasas de captación en UPAC fueron muy competitivas

Principales Resultados

1. El subsidio a los créditos hipotecarios es una herramienta contra-cíclica efectiva desde el punto de vista de los desembolsos.
2. El subsidio a la tasa de interés:
 - a. Estimuló la demanda por créditos hipotecarios.
 - b. Impulsó los desembolsos para vivienda VIS en un 36% y, en un 38%, para vivienda no-VIS.
 - c. Aumentó la tasa de interés real pactada entre clientes y bancos en 1,09 puntos porcentuales (pp). En los préstamos VIS, la aumentó en 0,5 pp; en los destinados a no-VIS, en 1,48 pp.
3. El traspaso del subsidio a los consumidores no fue completo. El 26% de éste se quedó en manos de los bancos, a través de mayores tasas de interés.
4. El 8% de los recursos dirigidos a VIS y el 42% de los dirigidos a no-VIS beneficiaron a los bancos a través de tasas de interés más altas que las que habrían existido sin el subsidio.

*Acerca de los autores

Marc Hofstetter. Ph.D en Economía, Universidad Johns Hopkins. Es Profesor asociado de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes.

Jorge Tovar. Ph.D. en Economía, Universidad de California, Berkeley. Es Profesor asociado de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes.

Miguel Urrutia. Ph.D. en Economía, Universidad de California, Berkeley. Es Profesor titular de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes.

y, por tanto, las CAV y los préstamos hipotecarios crecieron rápidamente. Sin embargo, en los años ochenta, el sistema financiero empezó a captar recursos a tasas de mercado por encima del UPAC. Esto generó fluctuaciones en los depósitos de las CAV, debido a las diferencias periódicas entre el retorno del UPAC y las tasas de mercado. En un intento por mantener las captaciones en niveles apropiados, entre 1972 y 1999, el sistema de cálculo del UPAC se modificó veintiuna veces.

Adicionalmente, las CAV eran muy vulnerables a los vaivenes del sector hipotecario, pues tenían sus inversiones concentradas allí. La vulnerabilidad se evidenció durante la crisis de finales de los años noventa; la reversión de los flujos de capital condujo a un aumento de la tasa de interés y la inclusión de éstas en el cálculo del UPAC causaron un incremento en las amortizaciones mensuales y en los saldos de créditos hipotecarios, al tiempo que el precio de la vivienda caía. La calidad del portafolio de las CAV se deterioró rápidamente. Algunos bancos hipotecarios se volvieron insolventes y fueron auxiliados por el FOGAFIN¹. En medio de la crisis, la Corte Constitucional declaró inconstitucional al UPAC y se creó un nuevo sistema: Unidad de Valor Real (UVR). El mercado tardó varios años en recuperarse y más de un lustro en mostrar señales de crecimiento. El sistema UPAC fue exitoso mientras el sector financiero estaba reprimido—tasas de interés controladas administrativamente—, pero entró en crisis por el desarrollo del mercado de capitales y la mayor competencia en los costos de los instrumentos de captación del ahorro.

En resumen, el Gobierno siempre ha tenido esquemas de subsidio y apoyo para el sector de construcción de vivienda y su financiación. Varios de ellos fracasaron en los años noventas.

Ante la reciente crisis financiera global que se inició en Estados Unidos durante 2007 y cuyas repercusiones sobre el resto del mundo se acentuaron en 2008, el Gobierno implementó estrategias contra-cíclicas para mitigar el efecto de la crisis sobre la economía colombiana. Un instrumento central en esta estrategia fue el programa de apoyo al sector de la construcción, a través de subsidios a las tasas hipotecarias.

Subsidio a tasas de interés hipotecarias

En abril de 2009, se implementó un programa de subsidio a la tasa de interés de créditos hipotecarios para vivienda nueva. Se estableció que el subsidio directo de la tasa de interés—de hasta cinco puntos porcentuales—se otorgaría, durante los primeros siete años del crédito, a deudores de préstamos nuevos, siempre y cuando la deuda se mantuviera al día. Tres meses consecutivos de mora implicarían el fin de las ayudas estatales. El tamaño del subsidio se definió en función del precio de la vivienda; a aquellas con un valor inferior a 135 salarios mínimos mensuales—cerca de 67 millones de pesos, en 2009—se les subsidiarían hasta cinco puntos porcentuales de la tasa de interés pactada entre entidad financiera y usuario. Las viviendas de 135 a 235 salarios mínimos—cerca de 117 millones de pesos—recibirían cuatro puntos porcentuales y las de 235 a 335 salarios—166 millones—, tres puntos porcentuales.

Inicialmente, el subsidio se financió con recursos

1 Fondo de Garantías de Instituciones Financieras. Entidad estatal que tiene por finalidad proteger a los depositantes, para contribuir con la estabilidad del sistema financiero.

del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (Frech), creado durante la crisis de 1999 con el objetivo de proteger a los consumidores de créditos hipotecarios de posibles presiones inflacionarias. Ante el buen comportamiento de la inflación, los recursos nunca se utilizaron y el saldo a esa fecha, \$500.000 millones de pesos, se destinó al nuevo programa. En 2010, se añadieron \$350.000 millones adicionales al programa, provenientes en su mayoría del Presupuesto Nacional. En octubre de 2010, se anunciaron \$100000 millones adicionales, lo que permitió que se alcanzara un total de \$950000 millones.

Subsidio a la tasa de interés: predicciones teóricas

El objetivo central perseguido, al subsidiar la tasa de interés, es aumentar la demanda por créditos para vivienda; cuando los compradores de vivienda se enfrentan a una tasa de interés menor, la demanda por créditos se incrementa. Ésta es una de las predicciones precisas que provee la teoría económica sobre los efectos esperados del subsidio. Sin embargo, dicha teoría va más allá. En particular, predice que, ante el aumento de la demanda, las entidades financieras ofrecerán los créditos a una tasa de interés superior a la inicial. Dicho de otra manera, la tasa pactada entre clientes y bancos, previa a la devolución por vía del subsidio, será mayor a la que habrían pactado en ausencia de éste.

Así pues, existen dos predicciones. Por un lado, se espera un incremento del número de créditos, pues los consumidores pagarán una tasa de interés menor gracias al subsidio. Por otro, los bancos recibirán una tasa de interés superior a la que captarían si no hubiera subsidio. Es decir, si bien parte del subsidio se transmite a los consumidores, otra parte de éste termina en manos de las entidades financieras. Esto es lo que se conoce como transmisión incompleta del subsidio.

Evolución reciente de los datos

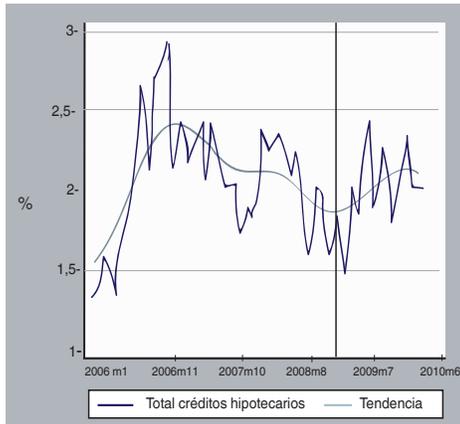
La gráfica 1 describe la evolución de los préstamos hipotecarios desde 2006. La tendencia sugiere que el programa ha sido efectivo, dado el incremento relativo de los créditos hipotecarios, que reaccionan al alza después de la implementación del programa.

La evolución de la tasa de interés hipotecaria real promedio, cobrada por los bancos, se muestra en la gráfica 2. Tal como lo predice la teoría, se detecta un incremento de las tasas de interés hipotecarias desde el momento en que el subsidio fue implementado.

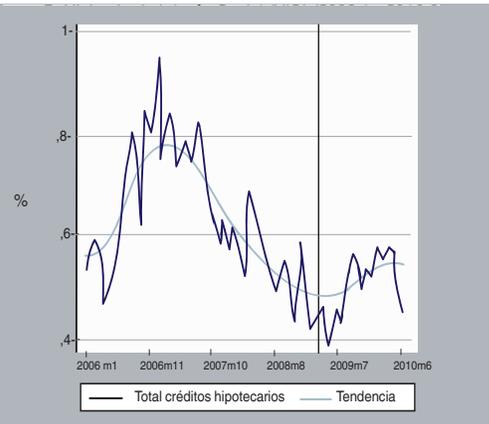
Las tendencias anteriores combinan créditos que se vieron favorecidos por el subsidio con otros que probablemente no lo fueron; en particular, del segmento no-VIS. El panel A de la gráfica 3, con datos del Frech, muestra únicamente la evolución de los créditos que se vieron beneficiados con el subsidio. El panel B, en cambio, muestra las tasas de interés cobradas por los bancos para estos créditos. En ambos casos, las tendencias descritas se mantienen. Se observa un incremento en los desembolsos, así como un aumento en las tasas de los créditos. Dicho aumento fue significativamente mayor en los segmentos del subsidio del 3% y 4%; es decir, en las tasas de los créditos destinados para viviendas de mayor valor.

Gráfica 1. Total créditos hipotecarios como porcentaje del total de créditos*

A. Vivienda No-VIS (2006:1-2010:6)



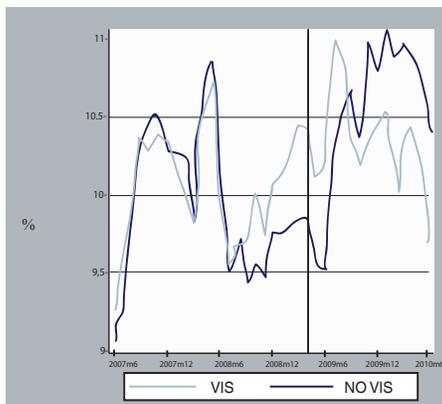
B. Vivienda de interés social VIS (2006:1 - 2010:6)



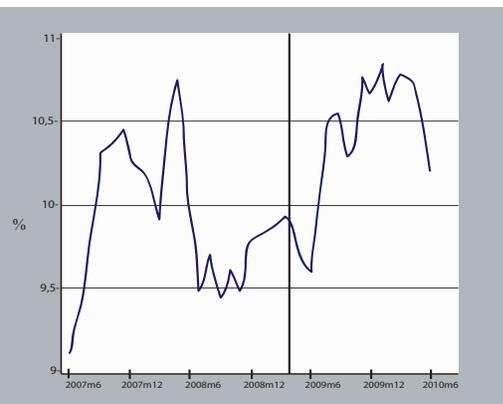
Nota: Línea vertical en abril de 2009 (fecha del decreto). *Únicamente incluye bancos con créditos hipotecarios
Fuente: Superintendencia financiera. Cálculos CEDE

Gráfica 2. Evolución de tasas de interés real antes y después del subsidio

A. Promedio de tasas de interés real de acuerdo con el tipo de vivienda. Préstamos hipotecarios (2007:6 - 2010:6)



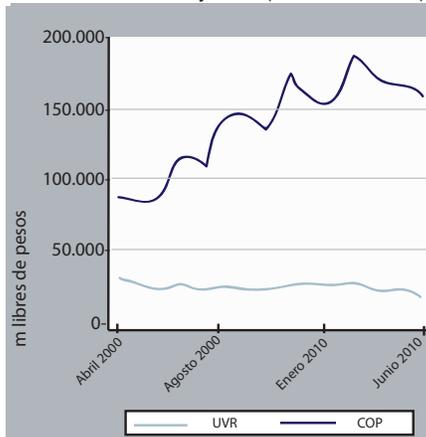
B. Promedio tasa de interés real Préstamos hipotecarios (2007:6 - 2010:6)



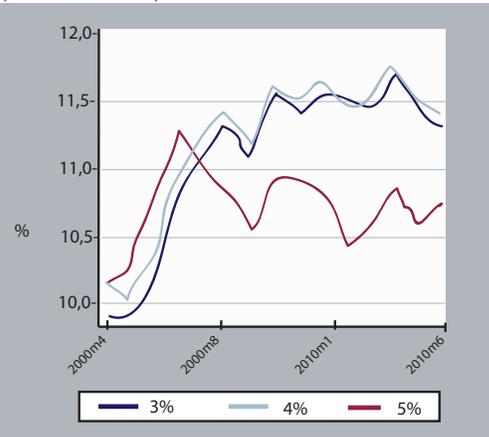
Nota: línea vertical en abril 2009 (fecha del decreto). Fuente: Superfinanciera. Cálculos CEDE

Gráfica 3. Evolución del valor de créditos y tasa de interés para beneficiarios del subsidio

A. Valor de los créditos UVR y COP (2009:4 - 2010:6)



B. Tasa de interés real por segmento del subsidio (2009:4 - 2010:6)



Fuente: Banco de la República - FRECH. Cálculos CEDE

En resumen, los datos sugieren tendencias que coinciden con las esperadas por la teoría económica: los desembolsos y las tasas de interés pactados aumentan a partir del momento en que se implementa la política. No obstante, si solo se toma en consideración la evidencia gráfica, no es posible establecer si existe causalidad entre la política de desembolsos y las tasas de interés pactadas. HTU estudian estadísticamente el sentido de causalidad y cuantifican el impacto. Los resultados principales se discuten a continuación.

Estimación del impacto del subsidio

HTU estiman el efecto del subsidio sobre los desembolsos y las tasas, así como el porcentaje de transmisión del subsidio a los consumidores. Para ello, se toman en consideración otras variables que también pueden afectar el monto de los desembolsos y las tasas de los créditos hipotecarios. Entre éstas, se encuentran el tipo de vivienda—VIS, no-VIS—, la tasa de interés real, las características de los Bancos—tamaño, calidad de la cartera...—y las variables que miden el entorno macroeconómico.

La tabla 1 reporta que el efecto del subsidio sobre los créditos hipotecarios es positivo; éstos aumentaron en un 36% en VIS y en un 38% en no-VIS.

Tabla 1

Determinantes de créditos hipotecarios para VIS y NO-VIS (2006:01 - 2010:06)			
	AGREGADO	VIS	NO/VIS
Elasticidad tasa de interés	-0,138 (0,065)**	-0,78 (0,063)***	-0,092 (0,018)***
Elasticidad subsidio	0,389 (0,129)***	0,368 (0,122)***	0,385 (0,081)***

Notas: ***significativo al 1%, ** significativo al 5%. Entre paréntesis: errores estándar robustos. Fuente: Superfinanciera. Cálculos HTU

En la tabla 2 se muestra que la tasa hipotecaria promedio—la pactada entre bancos y clientes antes del descuento del subsidio—aumentó en 1,09 puntos porcentuales, como consecuencia del subsidio. El efecto ocurrió principalmente en los préstamos de vivienda no-VIS, que acaparan cerca de tres cuartas partes del mercado.

Tabla 2.

Incidencia del subsidio sobre la tasa de interés hipotecaria (2006:01 - 2010:06)			
	MERCADO COMPLETO	VIS	NO/VIS
Efecto del subsidio	1,09 (0,19)***	0,50 (0,19)***	1,48 (0,24)***

Notas: *** significativo al 1%, ** significativo al 5%. Entre paréntesis: errores estándar robustos. Fuente: Superfinanciera. Cálculos HTU

Al encontrar que la tasa de interés pactada subió, se demostró que la transmisión del subsidio a los consumidores fue incompleta. ¿En qué porcentaje? HTU muestran que la transmisión promedio es de 0,74; es decir, aproximadamente

la cuarta parte de los recursos del programa se va al sector financiero, a través de mayores tasas de interés. La distribución varía, según la categoría de subsidios. Para VIS, que recibe cinco puntos porcentuales de subsidio, la transmisión llega al 90%; para no-VIS, la cifra baja al 58%.

Recomendaciones de Política

- El subsidio debe engrosar las filas del arsenal fiscal contracíclico:
 - ° Tiene impacto inmediato sobre los desembolsos crediticios de un sector intensivo en mano de obra y la ventaja de que los desembolsos del subsidio se difieren en el tiempo —siete años, en este caso—.
- El subsidio no debe ser una medida permanente:
 - ° Solo debe aplicarse como medida contra-cíclica. Hacer de ésta una medida permanente, podría resultar en un uso ineficiente de los recursos públicos y sembrar semillas de burbujas hipotecarias.
- La medida debe acompañarse de estudios previos y seguimiento de las condiciones de oferta y demanda del mercado, para establecer el incremento esperado de la tasa de interés y estimar el traspaso del subsidio a los consumidores.
- El sector bancario, como beneficiario de futuros programas de este corte, debe facilitar la información necesaria al Gobierno, para hacer el ejercicio de manera adecuada.

Acerca del Estudio

Hofstetter, M., Tovar, J. y Urrutia, M. (2010) "Effects of a Mortgage Interest Rate Subsidy: Evidence from Colombia", documento preparado para el proyecto financiado por el BID "Housing Finance in Latin America and the Caribbean: What is Holding It Back?".

Este estudio fue financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo. El trabajo recibió la Medalla de Investigación del Global Development Network en la categoría "Domestic Resource Mobilization and Financial Sector", 2011.

Comité editorial

Carlos Caballero	Director Escuela de Gobierno
Sandra García	Profesora asistente Escuela de Gobierno
Alejandro Gaviria	Decano Facultad de Economía
Ana María Ibáñez	Directora CEDE
Christian Jaramillo	Profesor asistente Facultad de Economía
Adriana Márquez	Coordinadora de proyectos especiales
Deiryn Reyes	Secretaría general Escuela de Gobierno

En esta edición

Ana María Ibáñez	Editora
Natalia González	Redacción
Jerónimo Duarte	Corrección de estilo
Catalina Acosta	Diagramación y concepto gráfico

CEDE

http://economia.uniandes.edu.co/investigaciones_y_publicaciones/CEDE
Escuela de Gobierno Alberto Lleras Camargo
<http://gobierno.uniandes.edu.co/>