Planeación y Desarrollo
Volumen XXXII, Número 1 (2001) 35-66

Vivienda, especulación y crisis*

Juan Carlos Echeverry[a+]
Orlando Gracia[b]
Beatríz Piedad Urdinola[c]

[abc] Departamento Nacional de Planeación

I. | Introducción

La delicada situación del sistema colombiano de ahorro y vivienda y la recesión del sector constructor han generado un debate en torno a las posibles soluciones para la financiación de vivienda en Colombia. Ahora bien, se ha reconocido que detrás de la crisis de la construcción se encuentran problemas estructurales como la destorcida del auge de vivienda del período 1991-1995, el desvanecimiento de la burbuja de precios asociada con el mismo, el peso financiero de la deuda hipotecaria sobre el ahorro de los hogares, el bajo nivel de ahorro interno y la forma como la coyuntura macroeconómica ha afectado estas variables.

La mayor parte de las discusiones recientes y las reformas al sistema Upac, se concentran en buscar una salida al problema del deterioro de la cartera del sistema y una rápida reactivación de la construcción, argumentando su papel de *sector líder*, dinamizador de empleo y demandante de diversos productos industriales.

Esta discusión se adelanta al tiempo con el proceso de transformación estructural de la economía colombiana hacia el desarrollo de sectores exportadores no tradicionales, inscrito en la búsqueda de un nuevo motor de crecimiento. Ello implica una reasignación de capital y el trabajo entre los distintos sectores de la economía.

---

* Los autores agradecen la colaboración de Carlos Andrés Álvarez, Raúl Buitrago, Paula Jaramillo y José Daniel Reyes, y los comentarios de Javier Birchenall, Alberto Carrasquilla, Luis Klein, Giovanni Cortés, Gabriel Piraquive, Jaime Ruíz, Natalia Salazar, Gabriel Taboada y además, a los técnicos de la Dirección de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas por los autores en este documento son estrictamente personales y no comprometen a la institución en que trabajan.
+ Autor corresponsal: jecheverry@dnp.gov.co

El presente capítulo describe la evolución del sistema Upac en las últimas décadas, así como la crisis del sector de la construcción desde 1994, y enmarca la discusión de la coyuntura actual del sector en el problema de la política general de desarrollo de largo plazo.

La hipótesis del presente documento es que si bien la construcción representó un papel dinamizador y anticíclico en los años setenta y ochenta, en los noventa su comportamiento ha estado en contravía al desarrollo de largo plazo de la economía. De hecho, durante los años noventa el funcionamiento del sector:

-Absorbió ahorro excesivamente, alejándolo de sectores transables.

-Acentúo el ciclo de la economía, dejando de tener el papel anticíclico que había cumplido hasta 1989.

-Acentúo y retroalimentó considerablemente el auge del consumo registrado durante la década; esto por el efecto riqueza asociado con el aumento en los precios de la vivienda ocurrido hasta 1994.

-Promovió un aumento exorbitante de la deuda hipotecaria de los hogares, haciéndolos altamente vulnerables a las vicisitudes del mercado financiero, dado el nexo de la corrección monetaria con la DTF, implantada desde 1993. Por solicitud de las CAV, se expuso la deuda hipotecaria a un tipo perverso de indexación, no a la inflación, sino a los movimientos de la tasa de interés de mercado, influenciada por las expectativas de devaluación. Con ello se generaron las condiciones para la destorcida perversa ocurrida en 1998.

-No ha promovido el desarrollo del capital humano en una porción importante de la fuerza de trabajo. Esto por cuanto los trabajadores vinculados al mismo no asignan una alta rentabilidad al mejoramiento de su capital humano y por ende no invierten en educación ni en capacitación y, porque la tecnología del sector no ha aumentado la productividad ni los salarios reales, de forma paralela a como ha sucedido en los sectores manufactureros y de servicios.

-El comportamiento del sector comenzó a estar determinado, no por la demanda de vivienda como un servicio que se consume con el paso del tiempo, sino por el de finca raíz como inversión especulativa. Este hecho promovió un ciclo *auge-burbuja-desinfle* en los precios de estos activos. Este ciclo hizo vulnerables los balances de los hogares, de las firmas y del sistema financiero, dado que los precios de la finca raíz son los mismos de la garantía de las deudas adquiridas con este último.

-La situación descrita, unida a la coyuntura macroeconómica de 1998, abrió la posibilidad de una crisis financiera, originada en fluctuaciones de la tasa de interés ligadas a las expectativas de devaluación[1].

[1] Se debe reconocer que una porción considerable de estos hechos estuvo ligada a la demanda de vivienda y al narcotráfico. El ciclo de esta actividad influyó de forma decisiva sobre los hechos descritos para la deuda hipotecaria, la estabilidad y solvencia del sistema financiero, y el destino de los ahorros de los hogares colombianos.

II. | Upac: un recuento histórico

Desde la creación del sistema Upac, en 1972, son muchos los cambios estructurales que ha sufrido la economía colombiana y variadas también las reformas al sector financiero y al sistema mismo. La iniciativa del sistema Upac surgió dentro del plan de desarrollo "Las Cuatro Estrategias" con el fin de fomentar el crecimiento de la economía mediante incentivos al ahorro personal, para luego canalizar estos capitales hacia la inversión en construcción –el denominado sector líder–. Se buscaba ofrecer tasas de interés reales positivas al ahorro, reactivar el sector de la construcción, reducir el déficit de vivienda, aumentar el empleo de mano de obra no calificada (sobre todo de los migrantes rurales-urbanos) y jalonar el consumo de otros bienes relacionados con la vivienda.

La conexión existente entre el sistema Upac y el sector líder, es una interacción entre la oferta y la demanda, en la cual el factor generador es la demanda. Así, el sistema se convirtió en el pilar de un modelo de desarrollo que incentivaba a los consumidores a "gastar por encima de sus ingresos corrientes". Esto es, a comprar vivienda incentivando el uso de los excesos de ahorro de la economía para financiar su construcción sin generar desequilibrios, por cuanto esta operación incrementaba el patrimonio real de los agentes. A continuación se presenta la evolución de algunas de las variables que justificaron la creación del sistema y las reformas que lo han modificado.

A. Principales reformas al cálculo del valor de la Upac

Uno de los pilares del sistema era mantener el valor real de los ahorros y no deteriorar el valor de la deuda. La fórmula para lograr este doble propósito fue crear el sistema de "corrección monetaria". Durante el período 1972-1982, las primeras reformas al cálculo de la corrección monetaria pretendían mantener un nivel estable del valor de la Upac ante los cambios en el índice de precios al consumidor (IPC). La preocupación era la capacidad de pago de los deudores y, por lo tanto, las modificaciones se dieron básicamente en el número de meses que se debían tomar para hacer el cálculo de la Upac y el monto de estos pagos. Posteriormente, se estableció un tope máximo al crecimiento del valor de la Upac que varió entre el 18% (enero de 1976) y 21% (septiembre de 1980).

En el Gráfico 1 se muestra la variación del poder adquisitivo de la Upac, donde se nota que ha caído casi un 50% en términos reales desde la creación del sistema. No obstante, la caída se detiene en septiembre de 1982 y desde finales de los ochenta, el valor vuelve a caer hasta alcanzar el 50% de su valor inicial.

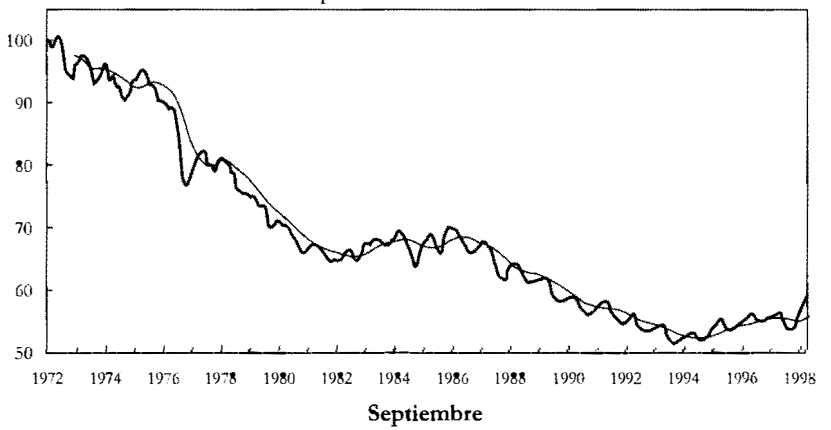
Tal vez esta sea la primera característica sobresaliente del sistema: su inconsistencia a través del tiempo. Las diferentes concepciones de gobiernos sucesivos sobre la bondad de la indexación al IPC, y sobre la escogencia de la construcción como sector beneficiado por este sistema, llevaron a cambiar consecutivamente las reglas del juego que lo regulaban.

El cambio en dichas reglas condujo a nuevos problemas que requirieron a su vez nuevas normas y así sucesivamente. La inestabilidad de las reglas del juego es una constante en la vida de este sistema de financiación de largo plazo. El gráfico muestra que el propio mecanismo de indexación no indexó.

Gráfico 1

Índice del valor real de la Upac con respecto al IPC

Septiembre 1972=100



Fuente: Banco de la República.

A partir de 1984, las CAV comenzaron a preocuparse por mantener tasas de interés suficientemente atractivas para los ahorradores a fin de equilibrar la oferta y demanda del capital. Se empezaron a dar cambios en la valoración de la Upac, haciéndola igual al cálculo tradicional más una pequeña porción que dependía de los certificados a término de los bancos comerciales[2].

Desde entonces, las CAV se preocuparon por aumentar el peso de la tasa DTF en la determinación de la corrección monetaria y disminuir el del IPC. En 1994, dada la pérdida de competitividad que venían mostrando las CAV frente a las altas tasas del sector financiero, estas entidades presionaron una nueva modificación al cálculo para hacerlo más atractivo para los ahorradores[3].

Después, la corrección monetaria se hizo igual al 74% del promedio móvil de la DTF de las últimas 12 semanas; y en junio de 1995, se decidió hacer el cálculo, basándose en el promedio móvil de las cuatro últimas semanas.

B. El sector líder y los usos del crédito del sistema Upac

Antes de la creación del sistema Upac, el total de la vivienda estaba subsidiada (ICAV, 1986), por lo cual no se podía satisfacer la demanda existente ni en términos de la cantidad ni de la calidad de

[2] El cálculo era igual al IPC del año anterior más 1,5 de la diferencia, al cuadrado, entre dicha variación y el rendimiento de los CDT a 90 días en el mes anterior.

[3] Véase Revista Síntesis Económica, noviembre 7-13 de 1994, p.23

viviendas. El aporte del sector al PIB era bastante bajo y con altos costos para el sector público. Además, los cambios demográficos, como la urbanización que vivía el país desde 1950, implicaban un alto déficit de vivienda en las ciudades colombianas y un crecimiento en el desempleo urbano, impulsado básicamente por la falta de demanda para la mano de obra que migraba hacia la ciudad, en su mayoría de baja calificación (Giraldo, 1992).

La construcción y compra de vivienda era financiada con ahorros personales y préstamos bancarios de corto plazo. El sistema de conversión de plazos o préstamos hipotecarios de largo plazo estaba conformado por el Instituto de Crédito Territorial (ICT) y el Banco Central Hipotecario (BCH). Esas entidades realizaban programas de vivienda y operaban como fondos alimentados con inversiones forzosas de las secciones de ahorro de los bancos comerciales, las compañías de seguros y sociedades de capitalización; captaciones del público en cédulas de largo plazo y aportes del presupuesto.

La conexión entre el crecimiento económico y un sistema financiero especializado provenía de la idea de fomentar un sector que a partir de un estímulo exógeno, esto es, en forma independiente a la tasa de crecimiento del resto de la economía, pudiera generar una gran demanda de insumos y del propio bien. Así fue como la construcción de vivienda se constituyó en el sector líder, impulsado con la creación de las CAV, que a su vez generaban incentivos al ahorro mediante la corrección monetaria.

Como la finalidad del sistema era fomentar la construcción de vivienda, se creó toda una regulación sobre los usos del ahorro captado por las corporaciones. Al comienzo se otorgaron créditos para adquisición de vivienda nueva o usada y para proyectos de renovación o reparación urbana. Dos años más tarde, ante el auge del sistema, se extendieron los créditos para subdivisión y reparación de vivienda y, en 1979, se expandió el sistema a todo el sector de la construcción (incluyendo construcciones para almacenamiento, fábricas, edificaciones urbanas diferentes a las viviendas e inversión en tecnología asociada al sector).

En 1982, comenzó a gestarse una preocupación por la vivienda de interés social (VIS), que si bien era necesaria e importante dentro de la construcción, no era el objetivo principal del sistema Upac. El sector privado no encontró el incentivo para este tipo de inversiones que le reportaban baja rentabilidad; y ante los insatisfactorios resultados del sistema, estos mecanismos se revirtieron en 1989.

Las reformas económicas de los años noventa cambiaron rotundamente la estructura de adjudicación de créditos. Con la concepción de la denominada "multibanca" se permitió a las CAV otorgar créditos de consumo y se autorizó el uso de tarjetas de crédito, lo que ayudaba a mantener el sistema vigente frente a los bancos comerciales[4].

[4] Para distintos autores (Sarmiento, 1989; Isaza, 1988; Giraldo, 1988, Castellanos, 1994) este fue el comienzo del fin del sistema Upac por cuanto "desvió" los recursos financieros a sectores distintos al de la edificación de vivienda, ya que era más rentable para los intermediarios financieros otorgar préstamos de corto plazo.

C. El ahorro

Como ya se dijo, entre 1950 y 1972 la financiación de vivienda se canalizó a través de ahorros personales, inversiones forzosas de los bancos privados, un sistema de préstamo hipotecario conformado por el ICT y el BCH, que a su vez se financiaban en parte con el presupuesto nacional. Las tasas de interés de las inversiones forzosas eran fijas por períodos largos (10 y 20 años), lo mismo que las tasas de préstamo (Carrizosa, 1982). Las combinaciones de factores conformaron un sistema en el cual los ahorradores, el sistema financiero y los contribuyentes hacían transferencias (subsidios) a los deudores hipotecarios. Por otra parte, la persistencia de tasas de interés reales negativas por largos períodos de tiempo, desestimulaban el ahorro.

Respondiendo a estas condiciones, con el Upac se creó un sistema financiero especializado en la financiación de la construcción de vivienda, con la exclusividad de captar recursos remunerados diariamente y con un acceso preferencial al Banco de la República ante la inestabilidad transitoria de los depósitos[5].

En efecto, desde 1972 y hasta comienzos de los noventa existió el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI), el cual actuó dentro del Banco de la República como un prestamista de última instancia para las CAV. Este mecanismo permitió solventar los períodos de iliquidez de estas instituciones, pero se convirtió en una fuente de perturbación para la política monetaria. En efecto, dado que las corporaciones podían invertir sus excesos de liquidez en este fondo, el rendimiento que se ofrecía a estas inversiones se convirtió en un "piso" al costo de las transacciones en el mercado monetario. Dada la importante proporción del ahorro financiero movilizado por las CAV, este mecanismo ocasionó problemas sobre el control de la base monetaria y sobre la flexibilidad de las tasas de interés, por cuanto las tasas que reconocían los títulos del FAVI no reflejaban la abundancia o escasez de recursos (Banco de la República, 1992).

Durante los años 80, se empezó a evidenciar que ni las corporaciones, ni las entidades financiadas con inversiones forzosas y presupuesto nacional, atendían la demanda de vivienda de los estratos bajos. En efecto, según Roda, Piraquive y Gaitán (1992) la proporción de hogares urbanos propietarios pasó del 48% en los setenta al 64% en 1985, concentrándose este incremento en los estratos medio y alto, lo que condujo a una abundancia de recursos para una demanda en buena medida satisfecha[6].

D. El mercado laboral

Sin duda alguna el sistema generó un número considerable de empleos en el país. Durante 1973 y 1974, los primeros en percibir el aumento en la demanda de mano de obra fueron los obreros de la

[5] El sistema comienza a operar con una autorización de funcionamiento por parte del Banco de Colombia a Granahorrar, como la primera corporación de ahorro y vivienda. Dicha autorización creó la opción de ahorro con rendimientos en Upac, no obligatoria, tanto para ahorradores como para prestatarios.

[6] Herrera (1989) estimó que la elasticidad de la actividad constructora al crédito de vivienda (0,41), implicaba que para lograr un aumento del 10% en la construcción se requería un incremento de 25% en la oferta de fondos. Así, para producir efectos positivos sobre la actividad se requiere incrementar el ahorro financiero de la economía y destinarlo a una actividad cuya demanda se ha saturado. Para Herrera, el funcionamiento de la actividad depende más del comportamiento de los ingresos permanentes y transitorios de los estratos medio y alto que de la oferta de crédito.

construcción y los fabricantes de insumos (Currie, 1993). Posteriormente, ante el auge del sistema se demandó mano de obra medianamente calificada pero en menor proporción que la no calificada. Por ejemplo, para 1990 Giraldo (1992) estimó que del total de los empleos directos formales generados a partir del sistema Upac, el 85% fueron obreros y el 7,6% empleados.

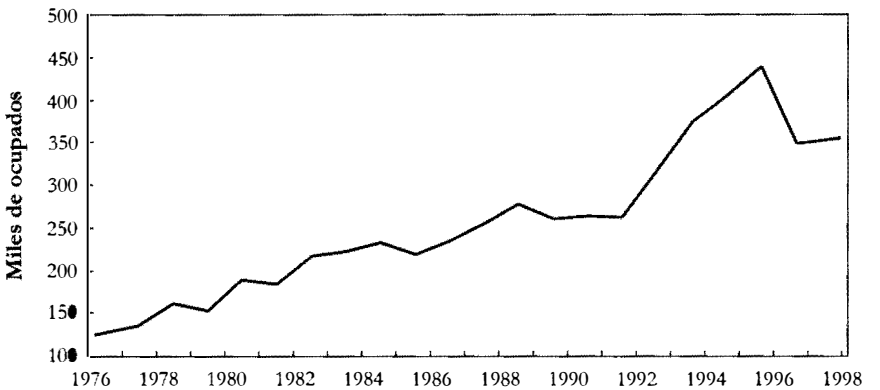
En efecto, el Gráfico 2 muestra la cantidad de personas empleadas en la construcción (empleos directos formales), desde 1976 hasta 1998. Allí se observa un crecimiento importante desde 1976 hasta 1988. Entre 1991 y 1995, debido a la gran expansión del sector, comienza a crecer rápidamente el número de empleados hasta llegar a su punto máximo de 450.000 personas. Desde ese entonces la construcción entró en una depresión que se refleja en la caída del número de empleados en el sector.

Como ya se mencionó, la mayor parte del empleo directo generado por la construcción es de baja calificación (gráficos 3 y 4). Este hecho contrasta con el aumento en la demanda de mayor mano de obra calificada, ocasionado por las reformas estructurales de la economía colombiana en la década de los 90, tales como: la apertura económica, la modernización del Estado y la introducción de las reformas laborales (Tovar, 1996; Núñez y Sánchez, 1998); es posible que, de seguir incentivándose la construcción se estarían generando más trabajos de menor calificación y, con ellos, un desincentivo, para que los trabajadores se califiquen.

Gráfico 2

Número de ocupados en la rama de construcción, 7 ciudades

1976-1998

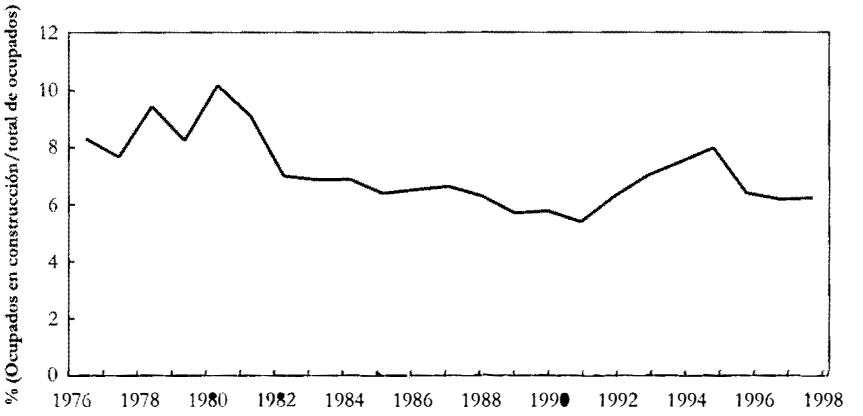


Fuente: Encuesta Nacional Hogares (ENH). 1976-1998. Procesamiento DNP-DDS-DEE.

Gráfico 3

Proporción de empleados en la construcción, 7 ciudades

1976-1998

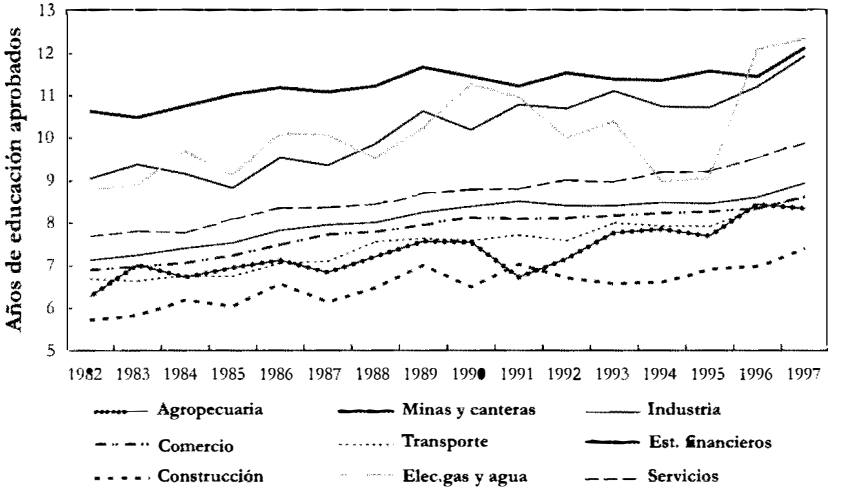


Fuente: ENH, 1976-1998. Procesamiento DNP-DDS-DEE.

Gráfico 4

Promedio de años de educación aprobados por ramas de actividad

1982-1997 (septiembre de cada año)



Fuente: ENH, cálculos DNP-DEE.

III. | El sector de la construcción y la economía

La importancia de la construcción como sector dinamizador del desarrollo económico se basa en tres características: a) la construcción es un sector no transable internacionalmente, lo cual implica que sus precios no dependen de las fluctuaciones de un mercado externo; por lo tanto es menos vulnerable al comportamiento de la economía mundial; b) incrementa la demanda de insumos nacionales, convirtiéndose en un importante eslabón dentro de una cadena productiva más amplia, donde se incluyen sectores con diferentes niveles de industrialización; y c) permite una amplia absorción de mano de obra no calificada.

Estas características parecían ser la respuesta más adecuada al problema del desarrollo colombiano durante los años setenta. Efectivamente, se buscaba un sector que impulsara la economía sin ser tan vulnerable a las fluctuaciones internacionales como lo eran el café y el petróleo, y sin correr los riesgos de una "enfermedad holandesa". El país no contaba con una demanda permanente que permitiera aumentar la creación de empresas, por lo cual, la dinámica de la industria manufacturera era limitada. Finalmente, las transformaciones demográficas y las continuas migraciones del campo a la ciudad inundaban las capitales de los departamentos de mano de obra no calificada.

Si se observa la relación entre crecimiento económico colombiano y ciclo de la construcción, se descubre que la característica deseable de "sector anticíclico" se ha venido invirtiendo. Entre 1977 y 1989 el comportamiento de la construcción contribuía a aminorar los efectos de los ciclos de la economía con un comportamiento contracíclico (Gráfico 5). A partir de este último año, la tendencia procíclica de la construcción con respecto al PIB es notoria.

El crecimiento de la construcción en la primera mitad de los noventa estuvo enmarcado dentro del auge general de consumo privado ocurrido en ese lapso. El mismo, se dio a raíz del aumento en el ingreso permanente derivado del crecimiento esperado en las exportaciones de petróleo y de los eventuales efectos de las tímidas reformas estructurales adoptadas en esa época. Otra razón por la cual los actores económicos percibieron un incremento permanente en sus ingresos puede relacionarse con las reformas estructurales al mercado laboral. Pues el aumento de personas que se acogieron a los planes de retiro voluntario, sumado a los ingresos extras recibidos por retroactividad generaron este efecto. Así mismo, se relajaron las restricciones de liquidez tanto internacionales como domésticas. Estos hechos llevaron a una apreciación real del peso.

Desde 1995 la construcción ha vivido una fuerte recesión, acompañada de lo que se ha conocido como "la crisis del sistema Upac". La caída en los precios de la vivienda y las altas tasas de interés contribuyeron al deterioro del sistema de ahorro y vivienda. (Gráficos 6 y 7, utilizando los despachos de cemento como aproximación al comportamiento de la construcción).

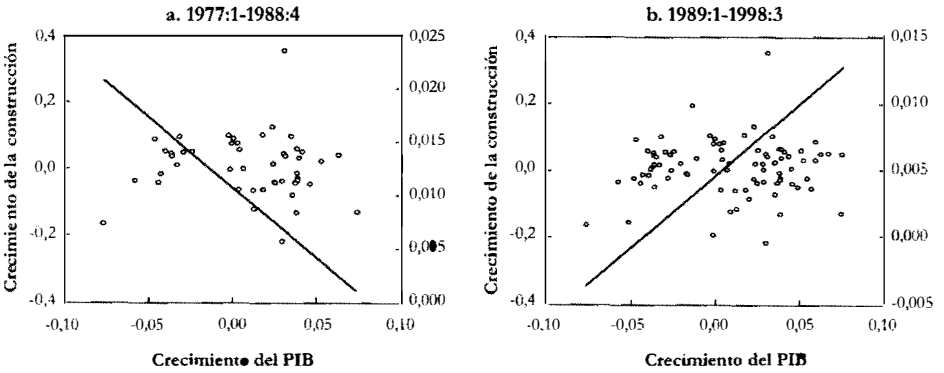
Un indicador sobre el cambio drástico en este sector son los precios de la vivienda nueva para las cuatro principales ciudades del país, (Bogotá, Medellín, Cali y Bucaramanga, Gráfico 8)[7]. Para las cuatro ciudades se ve claramente que los precios de las viviendas más costosas han decrecido

[7] Este índice se estima de acuerdo con el valor en Upac de la vivienda y el área construida. Véase Indicadores de Coyuntura, diciembre de 1998.

constantemente desde 1995, denotando un exceso de oferta. En contraste las viviendas más baratas han incrementado levemente su precio (a excepción de Cali, donde se ha mantenido constante), sin importar los ciclos del sector de la construcción y la vivienda.

Gráfico 5

Correlación entre el crecimiento del PIB y la construcción

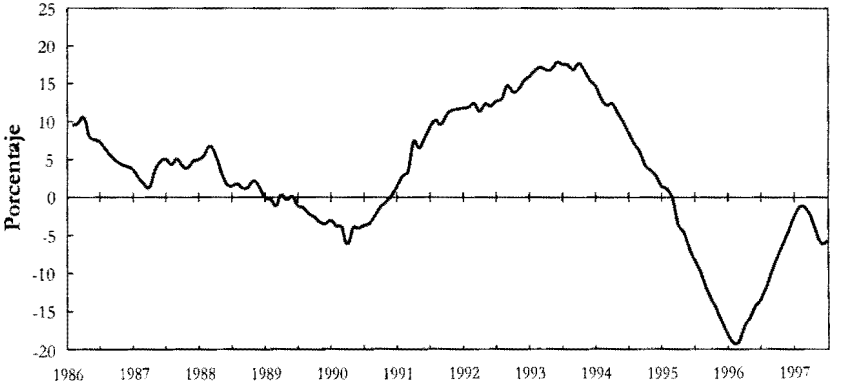


Fuente: Dane y cálculos del autor.

Gráfico 6

Variación mensual de los despachos de cemento gris

1986:1-1998:6

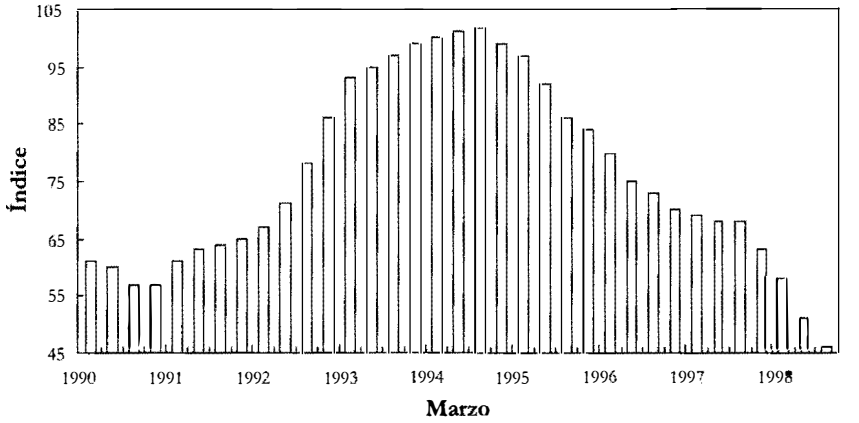


Fuente: Cifras históricas de Colombia. DNP-DEE.

Gráfico 7

Metros cuadrados construídos, 1990-1998

Base 1994=100



Fuente: Dane.

Gráfico 8

Índice mensual de precios relativos de la vivienda nueva por ciudades, 1994-1998 con relación al IPC

0 - 3200 UPAC

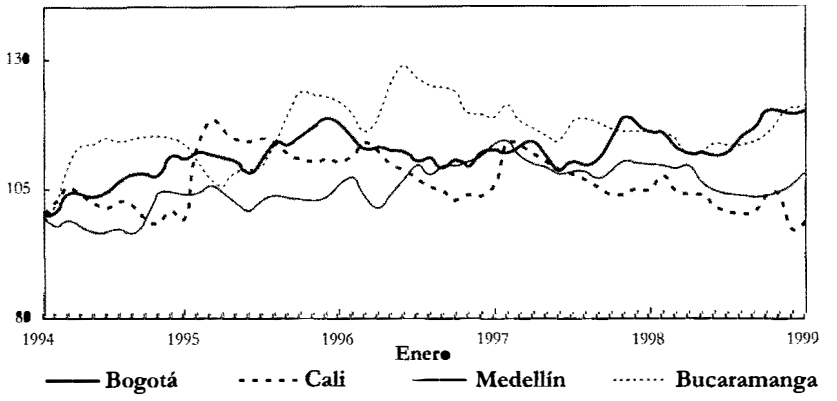
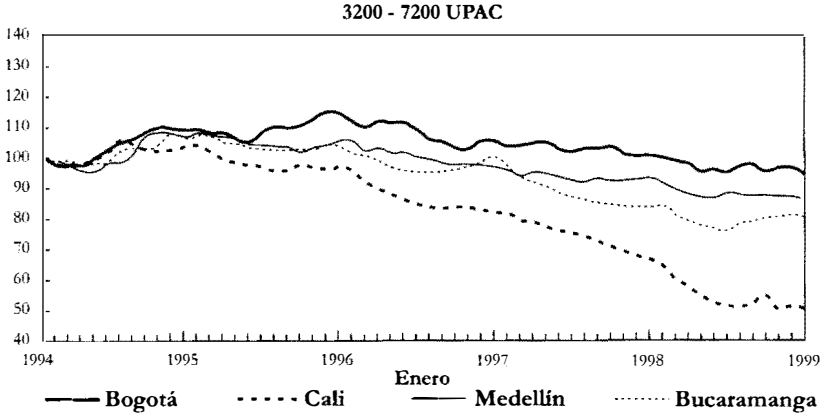
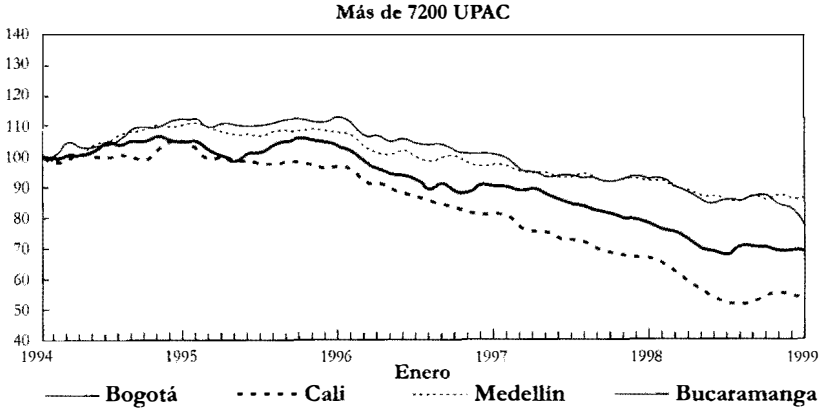


Gráfico 8 (continuación)

Índice mensual de precios relativos de la vivienda nueva por ciudades, 1994-1998 con relación al IPC





Fuente: DNP-DEE.

A. Las decisiones de inversionistas y la evolución de la inversión

A partir de 1990 los cambios estructurales que vivió la economía colombiana modificaron la estructura de inversionistas tanto internos como extranjeros. De hecho, la liberalización que se dio al régimen de inversión extranjera en 1991 y las nuevas oportunidades de inversión, incentivaron los flujos de capital hacia el sector petrolero, privatizaciones[8] e inversión de portafolio (Coinvertir, 1999). El Cuadro 1 muestra claramente el incremento de la inversión extranjera en Colombia y el gran cambio que se produjo a partir de comienzos de esta década.

[8] En particular los sectores más dinámicos a causa de la privatización han sido los de energía, telecomunicaciones, transporte, agua potable y saneamiento básico y sector financiero.

Cuadro 1

Inversión extranjera en Colombia [1/]

Millones de dólares

Año	Millones de dólares	Tasa de crecimiento anual (%)
Promedio 1970-1980	64	22,4
Promedio 1980-1990	406	32,8
Promedio 1991-1997	1,896	60,9
1991	311	-27,8
1992	744	139,1
1993	895	20,3
1994	1,809	102,2
1995	2,178	20,4
1996	2,963	36,1
1997	4,374	47,6

[1/] Incluye: inversión extranjera directa, inversión de portafolio e inversión en el sector petrolero.
Fuente: Coinvertir.

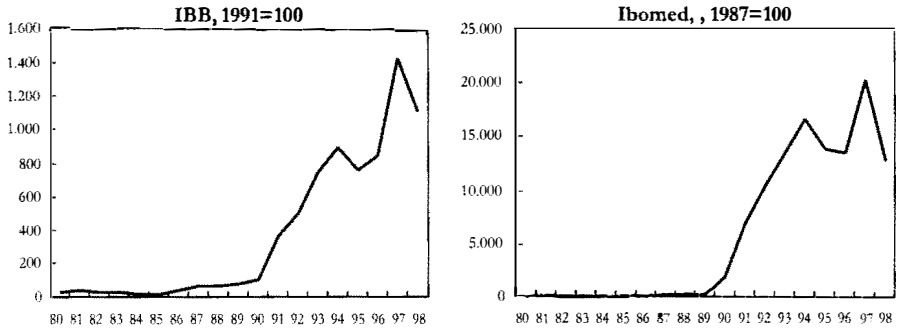
Lo anterior, acompañando de los cambios en el sector financiero abrió nuevas fuentes de inversión no tradicionales en Colombia, como el mercado de valores. Entre 1993 y 1998 el número de fondos de inversión extranjera pasó de 64 a 284 y a finales de 1998 manejaban un capital de US$1,400 millones. Esto sugiere que las alternativas de inversión fueron bastante limitadas en Colombia hasta la década del 90, razón por la cual, quizás, la mayoría de los capitales se destinaron hacia actividades como la construcción.

Los gráficos 9 y 10 indican un comportamiento de burbuja en el mercado de activos, debido al crecimiento de liquidez interna y al influjo de capitales externos. Es decir, que el precio transado en el mercado de los activos es superior al valor presente de su tasa de retorno. Sin embargo se plantea el interrogante de si esta situación es propia del mercado financiero o si influyen otras alternativas de inversión en los sectores reales (en especial los precios de los bienes), como los inmuebles.

Es importante conocer si la condición de no miopía de los inversionistas privados se sigue cumpliendo, cuando las opciones de inversión se expanden al sector real, pues lo observado en esta década contradice la supuesta relación de sustitución entre los activos financieros y la vivienda para estratos altos. La misma se reflejaría en una relación inversa en los precios de ambos. Es decir, cuando se da un auge en los precios de la vivienda, los de los activos financieros son bajos y viceversa (Zanna, 1996; Fedesarrollo, 1994).

Gráfico 9

Índices de la Bolsa de Bogotá y de la Bolsa de Medellin

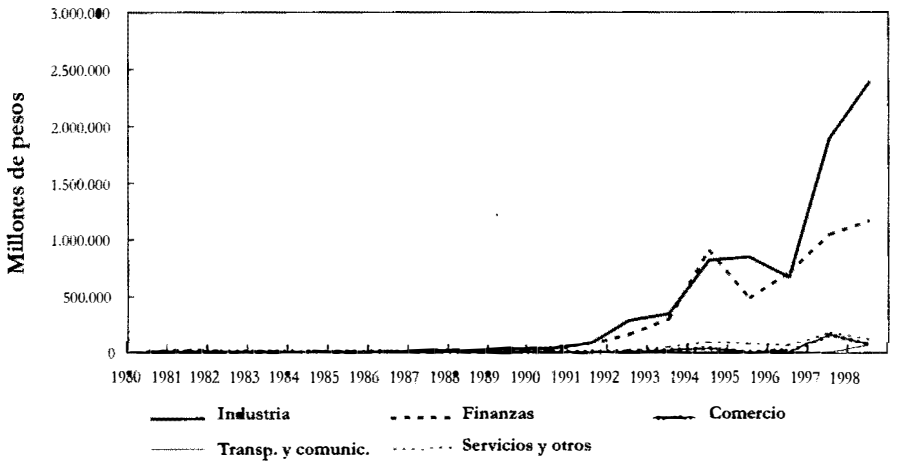


IBB: Índice de la Bolsa de Bogotá, Ibomed: Índice de la Bolsa de Medellín.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 10

Valor de las acciones por sector económico

Transacciones para Bogotá, Medellín y Cali



Fuente: Banco de la República.

Este hecho se reforzó con la reducción de restricciones de liquidez que estuvo en la base del aumento del consumo privado[9] y el auge de inversión en el sector inmobiliario. El auge en la actividad constructora se explica también por el gran incremento en la rentabilidad de los bienes inmuebles durante la primera mitad de la década. En el análisis siguiente se hace una diferenciación entre los créditos aprobados y los créditos entregados tanto a constructores como a los adjudicatarios individuales, con el fin de documentar la expansión del consumo de los actores económicos.

El Gráfico 18 muestra un comportamiento creciente tanto en el número de créditos aprobados como en los efectivamente entregados. El incremento en la demanda de créditos individuales se hace evidente a partir de 1992. Para los constructores entre 1993 y 1996 se mantiene constante el número de créditos aprobados y entregados.

B. Flujos de ahorro asociados con la cartera hipotecaria

Ya se han mencionado en el capítulo "La Recesión de fin de Siglo" las implicaciones de esta evolución del mercado de vivienda en los flujos de pago de los hogares. En el Gráfico 11 se observa que el servicio total de la deuda hipotecaria (amortizaciones e intereses) ha aumentado considerablemente desde que se implantó el sistema Upac. En 1975, el servicio de la deuda era el 2,16% del ahorro privado, compuesto en su mayoría por las amortizaciones, que ocupaban el 1,41% del ahorro privado.

Durante los siguientes diez años, se presentó un crecimiento anual sostenido del servicio de la deuda total, cercano al 1% del ahorro privado por año, llegando en 1985 al 11,8%. Aunque el mismo comportamiento se observa en las amortizaciones, que alcanzan el 7,6% del ahorro privado, el pago por intereses es distinto ya que en la primera parte del mismo período (1975-1978) permaneció constante en niveles cercanos al 0,71% del ahorro privado y en 1985 presentó un gran crecimiento hasta alcanzar niveles del 4,2%. El período comprendido entre 1985 y 1991 se caracterizó por una estabilización del servicio de la deuda frente al ahorro privado en niveles cercanos al 10,6% (amortizaciones 7,4% e intereses 3,21%).

Finalmente, en la última década se observa un aumento exorbitante en el servicio de la deuda total pasando de un nivel de 11,5% como porcentaje del ahorro privado en 1991 a 47,9% en 1997. El pago por intereses pasó de 3,3% a 19,5% y las amortizaciones de 8,2% a 28,35%, durante el mismo período. Sin embargo, hay que tener en cuenta que esta última muestra un pequeño descenso en 1996 que hace que el servicio a la deuda total baje a 29,3% en ese año.

C. Comparaciones internacionales

De una comparación entre dos procesos de desarrollo con políticas y resultados diferentes, se puede extraer algunas conclusiones. El crecimiento de la economía chilena a partir de 1983 se explica por su decisión de incentivar la producción de bienes transables. En efecto, a partir de ese

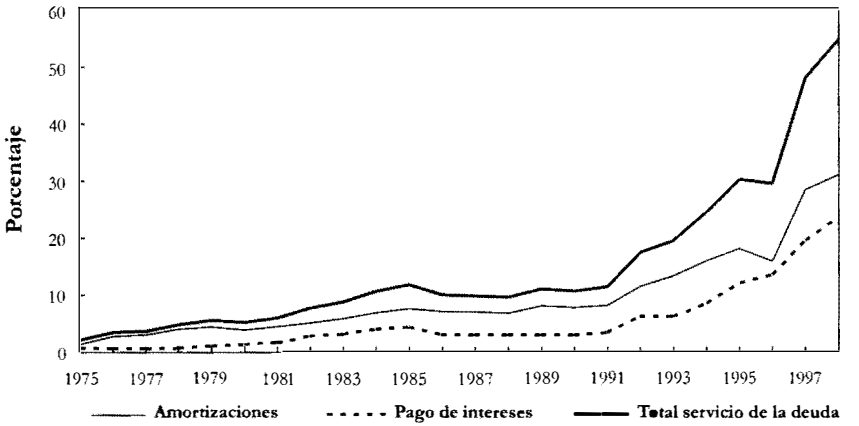
[9] Empíricamente parece ser una consecuencia natural de la liberación del sistema financiero, que si bien puede incrementar el bienestar de los consumidores, puede tener efectos negativos sobre el crecimiento (Urrutia, 1994).

año, el crecimiento del PIB (7,1% en promedio) obedece a un auge en la penetración de mercados internacionales. La participación promedio de las exportaciones en el PIB para ese período es de 24,1%, mientras para Colombia es 13,2% (Gráfico 12).

Gráfico 11

Servicio de la deuda para vivienda, 1975-1998

Porcentaje del ahorro privado

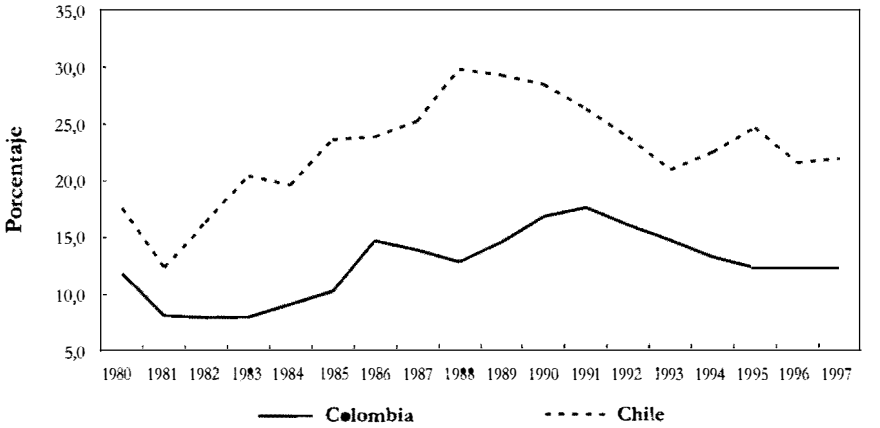


Fuente: Superintendencia Bancaria, ICAV y DNP.

Gráfico 12

Exportaciones como proporción del PIB

1980-1998

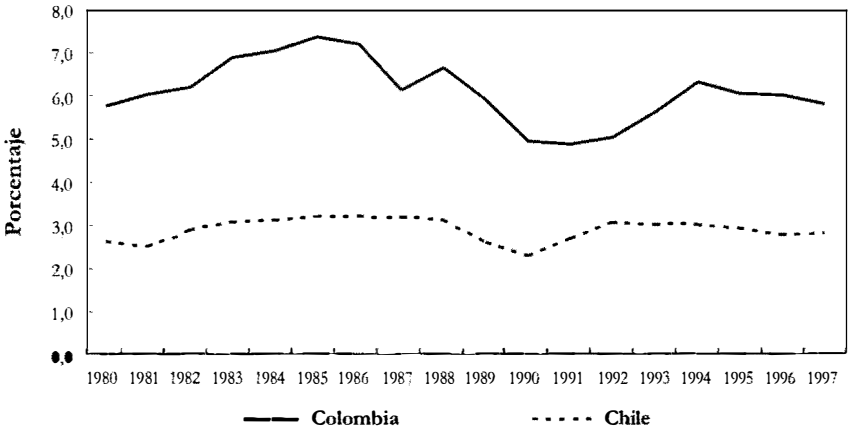


Fuente: Banco Mundial.

En la misma época, Colombia busca en buena medida sostener su crecimiento a través de la canalización de los recursos hacia un sector no transable: la construcción. Su participación promedio en el PIB total es de 6,12% para Colombia mientras para Chile es de tan solo 2,94% (gráficos 13 y 14). El resultado de esta estrategia es una tasa menor de crecimiento tendencial de la economía colombiana, (4,23% en promedio), aunque con el beneficio de una relativa estabilidad en los ciclos económicos.

Gráfico 13

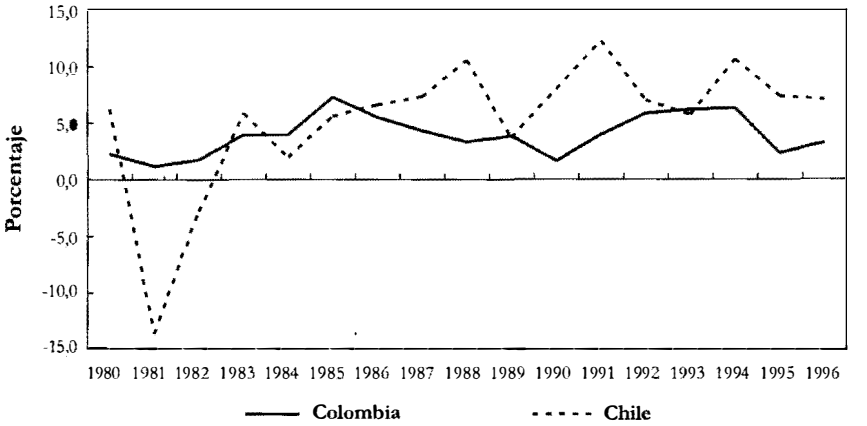
Construcción como porcentaje del PIB



Fuente: DNP-DEE y Banco Mundial.

Gráfico 14

Crecimiento del PIB en dólares constantes de 1990



Fuente: DNP-DEE y Banco Mundial.

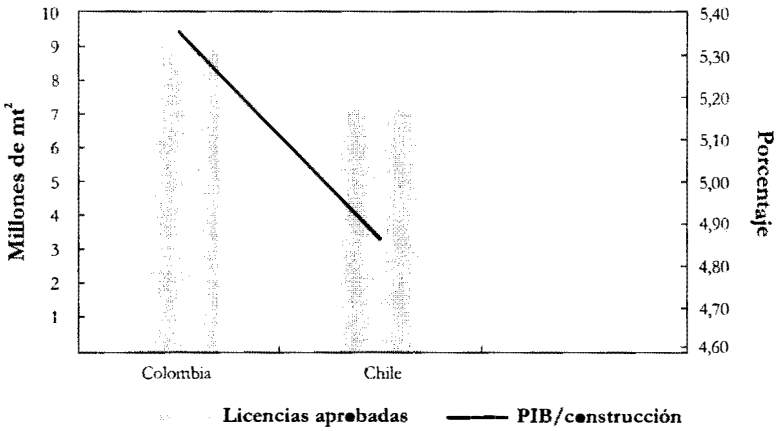
Este comportamiento sugiere que el sesgo del crecimiento colombiano hacia los productos no transables, en especial la construcción, permitió una relativa estabilidad pero con un crecimiento más lento del producto. Esta situación derivó no sólo en niveles de crecimiento moderados, sino que produjo una economía más vulnerable a los procesos de globalización, debido a la dificultad de la transformación tecnológica y la capacidad de la mano de obra para adaptarse a la competencia internacional[10].

El punto que se quiere resaltar es que la composición sectorial *escogida* por los colombianos tiene una consecuencia profunda sobre las posibilidades de crecimiento de largo plazo de la economía. Si bien este punto puede resultar evidente para muchos observadores, parece no haber sido apropiado por una buena parte de los actores económicos privados, la prensa y funcionarios públicos. Ahora bien, esto no quiere decir que no sea necesario promover una pronta reactivación de la construcción. No obstante, el desarrollo de largo plazo no se debe basar sobre la dinámica de crecimiento de este sector, sino sobre la de sectores transables. Para ello, la reactivación del sector constructor no debe implicar medidas que distorsionen el mercado de capitales, tratando de orientar más recursos de ahorro a dicho sector que los que una sana competencia le otorgaría.

Por otra parte, el número de licencias aprobadas es uno de los indicadores que sustenta esta hipótesis. De hecho, mientras que el tamaño del sector de la construcción chilena es inferior al colombiano, las licencias aprobadas alcanzan un tamaño similar en ambos países (Gráfico 15).

Gráfico 15

Licencias aprobadas y tamaño del sector de la construcción, 1992



Fuente: Banco Mundial, Dane, CIEDESS.

[10] Este hecho se refuerza si se observa el tamaño del sector y la contribución del mismo en la formación interna bruta de capital fijo, que resulta insuficiente al compararlo con otros países de la OECD.

El tamaño del sector y el déficit de vivienda

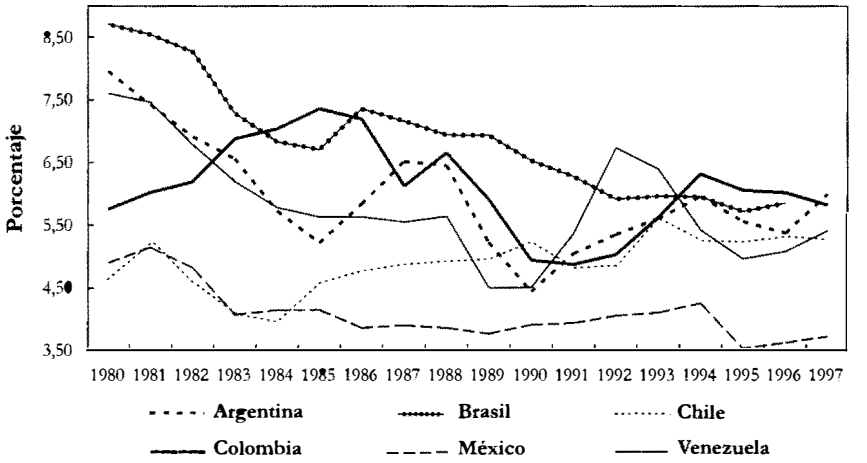
Comparado con el resto de países latinoamericanos, en Colombia la participación del sector de la construcción en el PIB, ha sido alta.

En el Gráfico 16 se observa que el tamaño del sector de la construcción colombiana es grande, no solamente en comparación con el chileno, como se observó en la sección anterior, sino desde el punto de vista de economías relativamente mayores como la brasileña y la mexicana[11].

Gráfico 16

Participación de la construcción

Dólares constantes de 1990



Fuente: Banco Mundial.

El Gráfico 17 muestra los índices de precios implícitos de la construcción para los mismos países. Se observa el efecto de las hiperinflaciones. Además es notorio que este índice para el caso colombiano, se ha incrementado sustancialmente frente al resto de países de Latinoamérica, en especial durante la primera mitad de la década del noventa. Este fenómeno se puede explicar por el carácter especulativo que comenzó a tener la inversión en vivienda en el país[12].

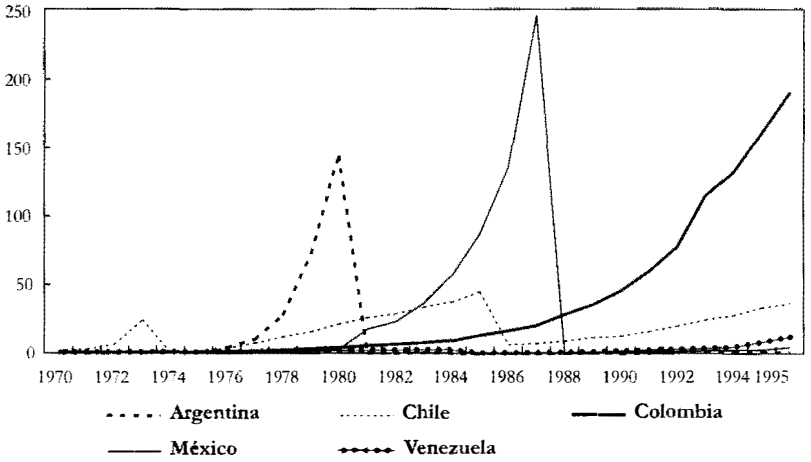
[11] No obstante, este cálculo varía sustancialmente cuando se toman los datos en dólares constantes o en monedas locales a precios constantes. Este efecto se debe a las características propias de la construcción y de las cuentas nacionales de cada uno de los países de la región.

[12] El índice de precios implícitos tiene un doble componente. Por un lado, representa un indicador de costos de la construcción de vivienda; pero como diversos indicadores lo muestran, éstos se han reducido durante la presente década. Por otro lado, tiene un componente de precios del lado de la demanda que parece fundamentar el crecimiento del índice durante la primera mitad de los años noventa. Así, mediciones que muestran patticipaciones del PIB de la construcción del orden del 3%, en términos reales para la economía colombiana, deben tener en cuenta lo anteriormente mencionado.

Gráfico 17

Deflactor implícito del PIB de la construcción

1970-1995



Fuente: Cepal.

Ahora bien, el Cuadro 2 muestra que el déficit habitacional se ha reducido en Colombia con relación al resto de Latinoamérica; pero que los esfuerzos futuros del sector de la construcción se deben destinar a intentar cerrar este déficit en los estratos socioeconómicos bajos, en lugar de dedicar recursos de vivienda nueva para clases media y alta. Además, al final de la década pasada se llegó a una situación de sobreoferta, alimentada por una burbuja especulativa que tuvo consecuencias nocivas sobre la riqueza de los hogares, el sistema de financiamiento de vivienda y la economía.

Cuadro 2

Déficit de vivienda en Latinoamérica [1/]

Número de hogares y viviendas

País	Año	Déficit (miles)	Población total (millones)	Déficit/población %
Ecuador	1995	1.125	11.460	9,8
Paraguay	1994	300	4.830	6,2
México[1]	1990	1.720	83.226	2,1
Venezuela	1981	2.626	15.091	17,4
	1990	3.534	19.502	18,1
Guatemala	1998	1.390	10.802	12,9

Cuadro 2 (continuación)

Déficit de vivienda en Latinoamérica [1/]

Número de hogares y viviendas

País	Año	Déficit (miles)	Población total (millones)	Déficit/población %
Colombia[1/]	1973	2.085	20.785	10,0
	1985	2.000	27.867	7,2
	1993	1.106	33.110	3,3
Perú	1993	335	22.889	1,5
Centroamérica	1996	2.700	155.733	1,7
Latinoamérica	1994	50.000	471.216	10,6

[1] Estos países contabilizan el déficit como número de hogares, los demás países lo hacen como número de viviendas.
Fuente: DNP-DDUPRE (para Colombia). Centros de Estadísticas para cada uno de los demás países.

D. El ahorro macroeconómico en América Latina

Existe un acuerdo general acerca de los preocupantes descensos en el nivel de ahorro que han tenido lugar en los noventa, así como del bajo promedio histórico del mismo. De la misma manera, la necesidad de una política de reactivación del empleo y de recuperación del sector financiero son lugares comunes de los analistas que observan la economía colombiana. No obstante, pueden existir diversas estrategias encaminadas a lograr soluciones a esta problemática.

Al respecto, es importante resaltar que los bajos niveles de ahorro son un problema estructural en Colombia, con el agravante de la coyuntura reciente. En efecto, el país ha mantenido niveles de ahorro inferiores a la mayoría de países latinoamericanos (Cuadro 3). Mientras que países como México, Chile y Venezuela alcanzan tasas de ahorro como proporción del Producto Nacional Bruto (PNB) de más del 24% en promedio durante las últimas tres décadas, el máximo nivel de ahorro en Colombia se sitúa en 23,2% (1986).

La espiral de dependencia mutua entre desarrollo económico y ahorro permite un crecimiento acelerado y también sostenible. La clave para su aprovechamiento es la asignación de los recursos del ahorro. En Colombia, una parte importante del ahorro doméstico ha sido destinado al financiamiento de la construcción a través de las corporaciones de ahorro y vivienda. Adicionalmente, y debido en buena parte al crecimiento privilegiado de este sector, también las corporaciones financieras han dirigido sus recursos hacia la construcción (Garay, 1998).

La mayor competencia dentro del sistema financiero se debe en parte a las transformaciones que ha sufrido durante la presente década, por lo tanto, el paulatino desmonte de la banca especializada y la consiguiente tendencia hacia la multibanca, se convierten en procesos definitivos para permitir que el mercado sea el mecanismo de asignación de recursos del ahorro.

Cuadro 3

Ahorro doméstico como porcentaje del PNB

Países	1976	1986	1996	1997
Venezuela	36,9	19,9	31,6	26,9
Chile	20,0	21,9	24,5	24,5
México	18,8	22,0	25,4	26,4
Argentina	34,1	14,8	16,5	16,4
Brasil	20,7	21,6	18,6	20,6
Colombia	18,7	23,2	12,9	13,8
Perú	13,8	20,0	18,9	20,6
Uruguay	20,4	17,1	12,4	12,5
Bolivia	n.d.	n.d.	11,2	12,3

n.d.: no disponible.
Fuente: Estadísticas del Banco Mundial.

IV. | La corrección monetaria: los cambios en las reglas del juego

Una causa adicional a los problemas que atravesó el modelo de financiación de vivienda es la complejidad de las normas que han regulado el sistema. El ejemplo más claro, y que mayores lecciones deja hacia el futuro, es el cambio constante al que fue sometida la fórmula de cálculo de la corrección monetaria. Las modificaciones a esta fórmula han respondido a intereses coyunturales de los actores implicados en el sistema (Gobierno, ahorradores, CAV, constructores, adjudicatarios y Banco de la República). En efecto, a medida que iba pasando el tiempo, estos grupos de presión influyeron en la regulación de acuerdo con sus intereses. De un lado, el Banco de la República se ha preocupado por controlar la inflación y ha propendido por una regulación acorde con este fin (tasas de colocación y captación, usos de los créditos, eliminación del FAVI). Por otra parte, las CAV se han preocupado por mantenerse en el mercado financiero, adaptando su regulación para compensar la pérdida de su monopolio sobre la remuneración de los depósitos a la vista y la financiación de proyectos de vivienda. El Gobierno por su parte se ha preocupado por la estabilidad de este segmento de mercado financiero, y porque las CAV incorporen proyectos de vivienda de interés social. La interacción de estos intereses encontrados generó tal proliferación de regulaciones, que a finales de los años 80, se perdió la simplicidad del sistema con consecuencias nocivas para los deudores y para el mercado financiero.

Es interesante que el grupo de los adjudicatarios no ejerciera ningún tipo de presión durante el período en que se generaron estos cambios. Por un lado, el auge de la actividad constructora sumado al del consumo de comienzos de los años 90, impidieron que los actores económicos percibieran las implicaciones de largo plazo de las nuevas reglas del juego. Por otro lado, este grupo no tenía la

fuerza suficiente como para crear una coalición que generara una alternativa a la presión que ejercían las CAV y el Banco de la República.

En los años recientes la balanza pareció inclinarse a favor de los deudores del Upac, en buena medida por la entrada de la Corte Constitucional como un nuevo ente en la regulación de la financiación de vivienda, y de otro en el reconocimiento que hizo el Gobierno Pastrana Arango del problema al que se habían visto abocados los deudores, a raíz de la destorcida de la burbuja especulativa de la vivienda.

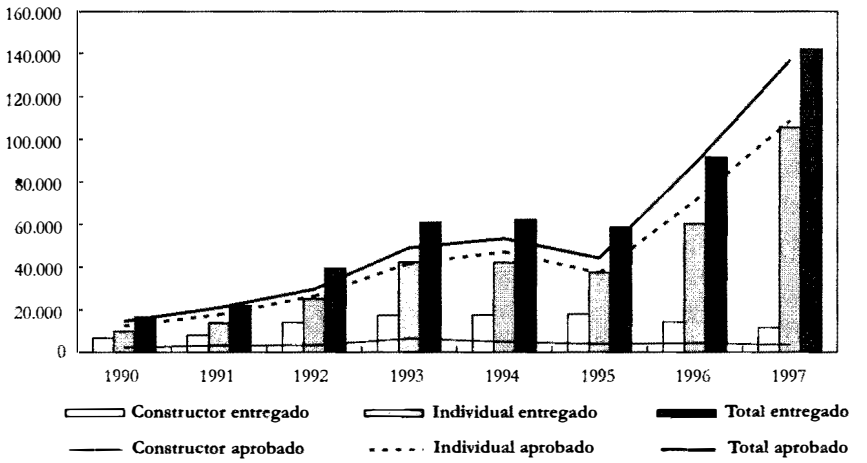
A. Los grupos de presión y las causas del cambio en la corrección monetaria

Una muestra adicional del incremento en la demanda de este tipo de bienes, como respuesta a la expansión del sector y al cambio en las expectativas que generó la ola especulativa, aparece en el Gráfico 19. Este muestra un fuerte incremento en las subrogaciones, o traspasos de créditos entre individuos diferentes a las CAV. El tipo de transacción es mucho más acentuado en el caso de los "individuales a individuales" que en el caso de "constructores a individuales", lo cual resalta el aumento en la demanda de bienes inmuebles sobre todo por parte de los hogares.

Gráfico 18

Número de créditos aprobados frente al número de créditos entregados por las CAV

1990-1997

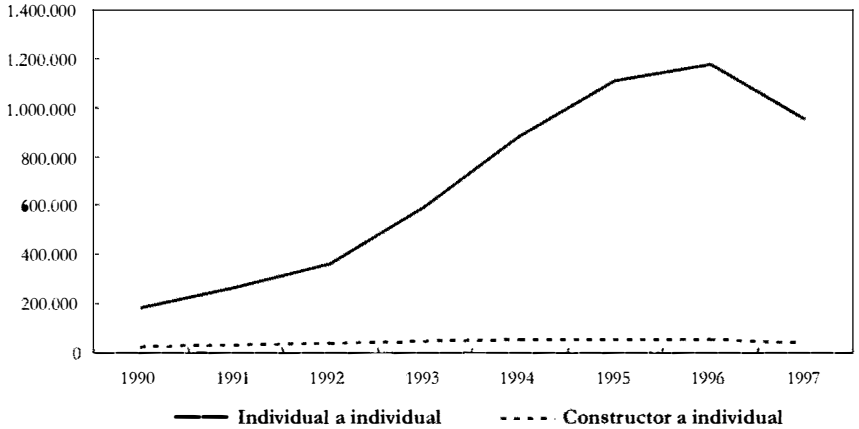


Fuente: ICAV.

Gráfico 19

Número de subrogaciones

1990-1997



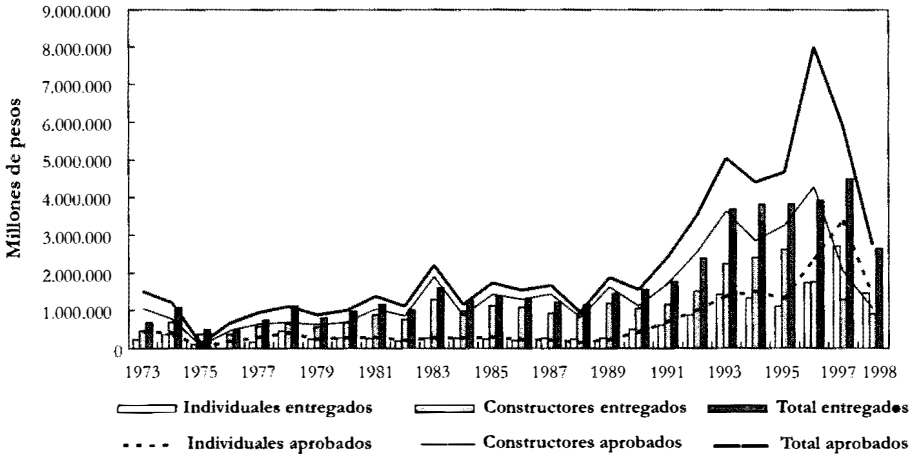
Fuente: ICAV.

Así mismo, el monto de créditos hipotecarios se incrementó de manera sobresaliente durante la década los años 90 como se ve en el Gráfico 20. Este refleja claramente los períodos de expansión del sector y, especialmente, el comportamiento de los últimos años. El monto de los créditos en los años noventa superó el promedio histórico de las CAV, y alcanzó su máximo en 1996; a partir de 1997 retornó con creces a los valores medios del sector como consecuencia de la caída tanto del consumo como de los precios de este tipo de bienes.

Gráfico 20

Créditos aprobados vs. créditos entregados por las CAV 1990-1998

Millones de pesos constantes de diciembre 1998



Fuente: ICAV.

De esta manera la experiencia muestra que la regulación en materia económica no debe ceder ante la presión de los grupos de interés implicados en el sistema, sino que debe responder por un lado a satisfacer las necesidades habitacionales de la población y por otro a las condiciones de estabilidad de corto y largo plazo que un sistema de financiación de vivienda requiere.

V. | Relajación de las condiciones de financiamiento hipotecario

Un aspecto relevante del deterioro en el financiamiento del sistema Upac está relacionado con la cartera vencida y con el deterioro de los indicadores de las entidades financiadoras de vivienda. Las causas del mismo se hallan tanto en la evolución de las tasas de interés en 1998, como en el aumento del endeudamiento hipotecario en la primera mitad de la década. A continuación se discute la racionalidad de las entidades financieras y de los hogares para otorgar y solicitar masivamente créditos hipotecarios, durante la primera mitad de la presente década.

La primera causa hay que buscarla en el gran incremento de la liquidez del sistema financiero. En efecto, los cambios estructurales de la economía colombiana durante la década, la liberalización comercial, la flexibilización del régimen cambiario, la relajación de las restricciones a la inversión extranjera, la reforma al sector financiero y la autonomía de la banca central, los descubrimientos de petróleo y la creciente atención de los mercados internacionales a las llamadas economías emergentes, incrementaron desde 1991 el movimiento de capitales hacia Colombia. A partir de este auge en el movimiento de capitales, se presentó un incremento inusitado del endeudamiento externo privado de largo plazo y de la inversión extranjera hasta 1995 (Uribe, 1995). Adicionalmente, los flujos especulativos y la deuda externa pública también crecieron desde 1991 hasta 1995, con un incremento paralelo de la brecha entre la tasa de interés nacional y extranjera.

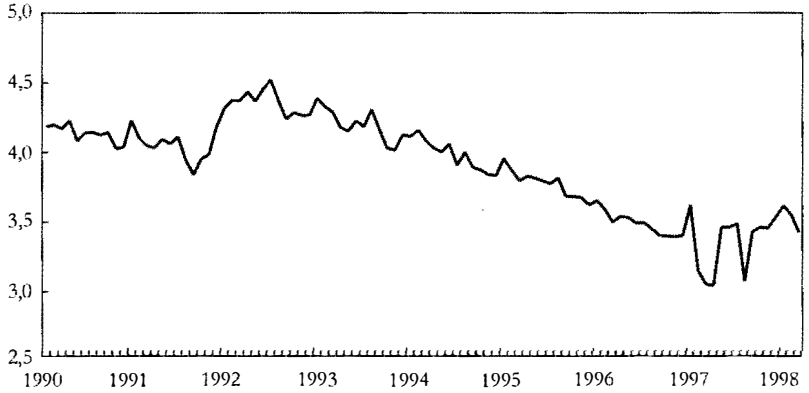
En segundo lugar, como consecuencia del punto anterior, Carrasquilla (1998) plantea que Colombia sufrió del "síndrome de sobreendeudamiento". Este se explica como una oleada de optimismo por parte de todos los actores económicos, el cual se basó en la presunción de que el valor presente de los activos financiados era muy superior al valor presente de las deudas utilizadas para financiar las inversiones. Como consecuencia se produjo una expansión del gasto, un aumento en el consumo de los hogares y de la inversión privada, y un influjo de ahorro externo. Estos recursos fueron canalizados y amplificados por el sector financiero, que incrementó sus captaciones y colocaciones. Adicionalmente, la banca central también redujo los encajes en niveles significativos, lo cual permitió expandir aún más los niveles de crédito a los agentes privados.

Dos indicadores que ilustran los anteriores argumentos aparecen en los Gráficos 21 y 22. El primer gráfico muestra la proporción entre los medios de pago ampliado (M3[13]) y la cartera de las CAV.

[13] Corresponde a la suma entre el efectivo y los pasivos sujetos a encaje. Los pasivos sujetos a encaje son la suma de: los depósitos en cuenta corriente, los cuasidineros, cédulas del BCH en poder del público, los depósitos fiduciarios, los depósitos a la vista de los bancos y los otros depósitos a la vista del resto de los intermediarios financieros.

Gráfico 21

M3 + bonos/Cartera total de las CAV

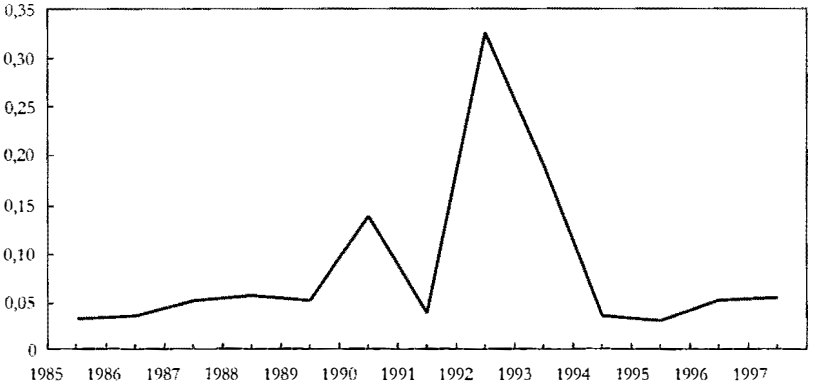


Fuente: Banco de la República e ICAV. Cálculos de los autores.

Como se observa, esta relación decreció constantemente en la última década, lo que refleja el aumento en la liquidez del sistema, así como un incremento sostenido en la cartera de las CAV, y claramente se ve que este último efecto predomina sobre el aumento en la liquidez, por ser este coyuntural.

Gráfico 22

Crecimiento de la cartera total de las CAV/tasa de interés real de captación



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

El Gráfico 22, muestra la relación entre el crecimiento de la cartera de las CAV y la tasa de interés real de captación e ilustra el sobreendeudamiento de los usuarios del crédito hipotecario. Este gran aumento en la liquidez y el afán por no perder participación en el mercado, llevó a las CAV al consecuente incremento en las colocaciones de créditos, y a presionar cambios en la legislación que les permitiera obtener mayores captaciones.

La relajación de las condiciones de crédito por parte de las entidades financieras, permitió el aumento inesperado de la cartera de las CAV. A partir de 1992 se eliminaron los topes para los plazos de los créditos y el gradiente para los diferentes sistemas de amortización fue menor al aumento en los salarios.

Esta situación se agravó cuando el sector financiero redujo la cuota inicial de un 30% a un 10% del valor del inmueble (Carta Financiera, 1993). Este hecho generó incentivos al endeudamiento de largo plazo de los hogares.

VI. | Riesgos y soluciones

A. Riesgos del sistema de cuota fija

- El deudor no necesariamente sabía que, además del préstamo inicial, el intermediario le iba a seguir prestando sumas adicionales al préstamo original durante los siguientes 130 meses (11 años).

- El deudor no era completamente consciente de la importancia de la cuota inicial. Ahora bien, en caso de que lo supiera, la restricción de que la cuota mensual no sobrepasara el 30% de su ingreso mensual lo forzaba a aceptar una cuota de iniciación baja. La alternativa a no aceptar dicha cuota era no ser considerado como sujeto de crédito.

- La corrección monetaria se ajustaba con la DTF, y se esperaba que se mantuviera una relación estable, *en el largo plazo*, con la inflación. No obstante, en la medida en que la DTF no sea estable en términos reales, y que responde a otro tipo de consideraciones (p.ej. a expectativas de devaluación, o a la política monetaria), el costo financiero de la deuda aumenta, y con él lo prestado por el intermediario. Por esta razón una situación de DTF real negativa como en 1992 hizo disminuir las deudas hipotecarias. En contraste, una situación de especulación cambiaria y defensa de la banda como la ocurrida en 1998, las hizo acrecentar.

- La tasa de interés (parte constante) crece como proporción de la corrección monetaria cuando la DTF disminuye. Ahora bien, su racionalidad es que sea una *tasa real constante*. Pero la misma no necesariamente guarda una relación con las demás tasas reales de la economía las cuales pueden disminuir a lo largo de los 15 años del préstamo.

- De hecho, la *tasa real de colocación* efectivamente obtenida por este tipo de cartera hipotecaria ha fluctuado sensiblemente en los últimos 20 años. La misma pasó de 7% en 1972 a 0,2% en 1976.

Fluctuó por debajo del 5% hasta 1981. En 1982 subió al 7,1% y fluctuó entre ese nivel y el 13,2% hasta 1987. Las tasas reales cayeron de nuevo y entre 1988 y 1990 se situaron entre 3,1% y 4,3%. Luego, entre 1991 y 1994 las mismas fluctuaron entre 7,8% y 12,3%. Finalmente, saltaron a niveles sin precedentes de 21,2% en 1995, 18% en 1996, 14,5% en 1997 y 20,13% en 1998.

- De esta forma, las condiciones reales de rentabilidad de los préstamos de la cartera hipotecaria han tenido un marcado movimiento pendular con períodos de unos cinco años, pasando de favorecer a los deudores, a hacerlo a los acreedores, y viceversa. Desde 1993 la rentabilidad real benefició en forma exagerada y sostenida a los acreedores, al punto de que, paulatinamente, honrarla se convirtió en mal negocio para los deudores.

- Si los salarios crecen en una porción menor que la inflación, o si el trabajador está temporalmente desempleado, su situación financiera se ve deteriorada. Dado que la carga financiera del crédito va aumentando sistemáticamente por espacio de 13 años, se puede crear un desaliento moral.

- De hecho, entre enero de 1996 y enero de 1998 la cartera vencida por más de cuatro meses (límite crítico para la moral de pagos de los deudores) se cuadruplicó como porcentaje de la cartera hipotecaria total.

- El supuesto de valorización estable de la vivienda, implícito en el patrón de amortización del crédito, fue válido en Colombia a lo largo de las primeras dos décadas de vida del sistema Upac. Factores como la inflación y el ingreso de dineros provenientes de actividades ilícitas, que se dirigían a la construcción y a la adquisición de vivienda, sustentaron una evolución creciente del precio de la finca raíz. El auge de precios vivido en los primeros cinco años de los noventa acentuó esta tendencia y dio soporte a un aumento perverso en la demanda de vivienda y a que los hogares tuviesen perspectivas irreales sobre la rentabilidad esperada de este tipo de inversión. Este fenómeno permitió a los intermediarios cobrar tasas reales exorbitantes durante el período 1995-1998. En contraste, desde 1995 el valor real de la vivienda de estrato medio y alto se ha disminuido en un 30%. La *destorcida* de este auge representó un riesgo sistémico no sólo para la cartera hipotecaria sino para el sistema financiero en su conjunto y para el sistema de pagos de la economía.

B. Consideraciones para la modificación del sistema de financiación de vivienda

- Es contraproducente que la tasa de interés (parte fija) se mantenga constante durante 15 años, sin tener correspondencia con la evolución de las demás tasas reales de la economía. Si las tasas reales descienden sostenidamente en el largo plazo, como es deseable que suceda, la tasa de interés del crédito hipotecario (porción fija) también debe cambiar.

- Las fuertes fluctuaciones observadas en la *tasa real de colocación* no le convienen ni a los acreedores ni a los deudores. A los primeros los obliga a cobrar una alta tasa de interés (componente fijo), para cubrirse contra este riesgo, a los segundos a no poder planear su patrón de gasto. Su incremento puede minar la moral de pagos de los deudores y afectar la rentabilidad de largo plazo del negocio

de adquisición de vivienda. De hecho, se presentó una difusión de la cultura de cesación de pagos por parte de los deudores de la cartera hipotecaria.

- Actualmente los hogares, y en particular aquellos de estrato medio y alto, deben asumir una pérdida de riqueza, derivada del menor valor de mercado de los activos adquiridos a lo largo de la presente década. Dado que los mismos representan la garantía de la deuda hipotecaria, esta pérdida también debe ser asumida por los intermediarios del ramo. La postergación de este ajuste de riqueza constituye el principal riesgo para la estabilidad económica en la actualidad.

VII. | Alternativas de financiación de vivienda

Deben ponerse en práctica nuevos métodos de financiación de la vivienda, tanto para la de interés social como para la vivienda de clase media. Como parte de estos métodos, se propone el sistema de titularización de cartera, letras hipotecarias "*leasing* habitacional" o "vivienda con promesa de compra". Además de haber sido exitosos en países con mayores niveles de ingresos y ahorro, como los Estados Unidos y algunos países europeos, también lo ha sido en ciudades como Medellín.

A. Las letras hipotecarias y titularización

La titularización es un mecanismo de financiación de largo plazo utilizado en muchas economías. Su principio básico es la emisión de bonos respaldada en una cartera de alta calidad, como la hipotecaria. Cuando el respaldo de los bonos (también llamados: letras, títulos o securities) son los contratos de crédito hipotecario directamente, se tienen la figura de titularización. Cuando, adicionalmente, hay el respaldo de una entidad financiera que sirvió como intermediaria entre los deudores hipotecarios y los adquirientes de los bonos, se tiene la figura de letras hipotecarias.

Cabe aclarar que en el mercado hipotecario hay una diferencia entre la financiación de primera vivienda y la constitución de otro estilo de hipotecas. De hecho las primeras son de reconocida mayor calidad frente a casi cualquier otro tipo de deuda en la economía. Por esta razón es posible que existan condiciones especiales tanto de mercado como institucionales, para este tipo de hipotecas. La característica más sobresaliente de estos sistemas es que financian crédito de largo plazo (vivienda u otros proyectos con respaldo hipotecario) con fuentes de largo plazo (ahorro de inversionistas institucionales). Con ello se elimina el problema de "calce" y transformación de plazos, al que se ven abocados actualmente los intermediarios financieros.

Las nuevas fuentes de recursos para el crédito hipotecario son los agentes especializados en ahorros de largo plazo. Esto es, las fiduciarias, las administradoras de fondos de pensiones, las sociedades de capitalización, y el ISS. Dado que se busca que los ahorradores de largo plazo (inversionistas institucionales) sean los adquirientes de los títulos, se les debe dar características de alta calidad, comparables con los títulos más seguros del mercado. Por cada crédito de vivienda,

la entidad crediticia genera unos títulos (también denominados cédulas, letras o bonos). El respaldo de los títulos proviene de la entidad emisora, y está representado en la calificación de ese intermediario. Esta calificación es emitida por entidades especializadas. Este sistema depende de que se cree un mercado secundario ágil de los títulos; es este el que permite volver líquidos contratos de largo plazo, y el que induce la demanda de muchos actores económicos por este tipo de títulos. A través del mercado secundario se dará acceso a cualquier inversionista a títulos confiables y de largo plazo.

Por lo tanto es necesario crear hipotecas de alta calidad, de tal forma que se financie no más del 70% o 75% del crédito; y que las cuotas mensuales no excedan el 30% del ingreso del deudor. Para que la cuota crezca al mismo ritmo de la inflación y los salarios, se debe permitir la capitalización de intereses. De otro modo las cuotas quedarían exageradamente altas al principio del crédito.

El nuevo sistema admite reducir los costos de intermediación de las instituciones financieras, dado que es posible captar ahorros con un sistema diferente de las ventanillas y las oficinas. Ello implica que pueden cobrar tasas de interés más bajas por los créditos de vivienda y otorgar tasas mayores por los ahorros que captan. En suma, se reduce el margen de intermediación, y ganan los tres agentes envueltos en el proceso: a) los ahorradores; b) los deudores; y c) los intermediarios financieros; así como la eficiencia de la economía como un todo. Por esta vía, el sistema promueve la estabilidad de las tasas de interés.

La indexación es exclusivamente referida al IPC y es el 100% del aumento del mismo (la inflación total). Es decir, el valor del capital es constante, de forma que mantiene su poder adquisitivo en términos de los bienes y servicios contabilizados en el IPC. La tasa de interés (el componente real) es fija durante la duración del contrato.

La evidencia internacional demuestra que países que han desarrollado esquemas de titularización de cartera o de letras hipotecarias logran reducir gradualmente el déficit habitacional a la vez que promueven de manera significativa el desarrollo del mercado de capitales. Dos ejemplos que pueden considerarse para ilustrar este hecho son los Estados Unidos y Chile.

B. El *leasing* habitacional

El funcionamiento del sistema de *leasing* es simple. El interesado toma en arriendo la vivienda (nueva o usada) y paralelamente va formando un ahorro forzoso en una cuenta individual, la cual, además de los intereses ganados, le permitirá ser propietario del inmueble luego del plazo pactado. Los contratos contemplan la renta del arrendamiento, la cuota mínima de ahorro metódico, el precio de compraventa de la vivienda y el plazo en que debe efectuarse la venta. Los recursos depositados en las cuentas de ahorro no pueden ser utilizados a menos que el usuario se retire del sistema y su dinero sea reintegrado. Las entidades captadoras pueden destinar tal patrimonio en las inversiones que mejor les convenga y deben emitir bonos de largo plazo o titularizar los contratos de leasing habitacional (Almarza, 1996).

Dentro de los beneficios de este sistema se destaca el hecho de que usualmente las políticas de vivienda se han concentrado en la vivienda nueva con el fin de incrementar el nivel de producción del sector de la construcción; pero en realidad la vivienda usada también compite dentro del mercado. Impulsando este segmento del mercado también se logra que los inversionistas destinen una proporción de sus recursos en el sector, evitando que los inmuebles, que en su mayoría irían a sectores de clase media y baja, pierdan valor, lo cual corrige desequilibrios en la distribución de la riqueza. Así mismo, se puede esperar que este sistema logre tener un impacto en el mercado de arrendamiento induciendo a una baja en los precios, dado que seguiría captando una parte importante de la demanda por servicios habitacionales. De todos modos, se debe tener cuidado al implementar este sistema. La experiencia chilena muestra que existe un factor psicológico que hace que las personas no se sientan dueñas de la vivienda cuando utilizan el leasing. Entonces se presentan casos de deterioro en los inmuebles, e incluso cuando se dan problemas de pago las familias llegan a sacar artefactos y destruirla antes de perder el derecho a la misma (Budinich et al. 1999).

En Medellín, la población objetivo ha sido la clase baja-baja (indigentes y personas que vivían en la calle). Se han reformado, adecuado y construido viviendas nuevas pero, al contrario de Chile, la experiencia de pago y ahorro ha sido totalmente positiva; el éxito ha dependido del esfuerzo conjunto entre los beneficiarios, la entidad del Gobierno y el soporte técnico en el área social.

VIII. | Conclusiones

- El sistema Upac fue concebido como eje central de una política general de desarrollo que buscaba la consolidación de un "sector líder" que dinamizara la economía colombiana, y al mismo tiempo, que captara recursos del ahorro interno para el sector financiero. Con este propósito se creo un sistema que privilegió el financiamiento de la construcción, por ser un sector no transable, intensivo en mano de obra no calificada y demandante de insumos relativamente industrializados. Este sistema obtuvo innegables resultados en la absorción de empleo y en la creación de una demanda interna estable, al mismo tiempo que contribuyó a disminuir el déficit de vivienda de una parte de la población (especialmente de las clases medias). Sin embargo, las múltiples transformaciones realizadas sobre el Upac y los cambios de la economía colombiana terminaron por aminorar los impactos positivos de esta política, hasta derivar en una crisis del sistema de financiamiento y en un exceso de oferta de cierto tipo de vivienda que condujo al sector a una grave crisis.

- La capacidad que tiene la construcción para generar empleo, ha dejado de ser una ventaja de este sector. De hecho, se observa que desde 1980 cuando alcanzó su máximo (10% de los ocupados) los niveles se han mantenido constantes (7% en promedio) e incluso han disminuido durante la última década. Adicionalmente, la mayor parte de mano de obra empleada en la construcción es de baja calificación y no ha sufrido transformaciones considerables en cuanto al nivel de educación promedio de sus empleados, siendo uno de los más bajos dentro de los distintos sectores. Esta cuestión resulta preocupante, dada las nuevas tendencias de la demanda laboral colombiana, que se encamina hacia una mayor demanda de mano de obra calificada.

- El comportamiento contracíclico de la construcción permitió que este sector "amortiguara" los períodos de recesión económica entre 1976 y 1988, especialmente los causados por el deterioro del sector cafetero o petrolero. Esta característica se revirtió simultáneamente con la apertura comercial y de capitales, resultando en un comportamiento procíclico de la construcción en los últimos 10 años. Estas coincidencias están a favor de la idea de que una economía abierta debería basar su crecimiento en sectores transables, puesto que los no transables se hacen más vulnerables a las limitaciones del mercado interno.

- Se evidencia, de acuerdo con los índices del precio de la vivienda urbana para los últimos años, que la demanda de inmuebles nuevos, destinados a hogares de medianos ingresos, ha decrecido y sin embargo, la oferta se ha mantenido constante o superior a la demanda, mientras que la vivienda de interés social mantiene una demanda constante o creciente en las ciudades colombianas y su oferta parece no satisfacerla. Por eso, con el fin de contribuir a disminuir el desempleo coyuntural y los déficit de vivienda del país, se deben establecer programas de financiación de este tipo específico de vivienda teniendo en cuenta que debido a la seguridad de esa cartera se pueden obtener ingresos más estables, y que la ganancia se encuentra en la generación de un gran número de viviendas de interés social, es decir en cantidad y no en precios como sucede con otros tipos de vivienda. Así mismo, se deben establecer crecimientos de la deuda acordes con los ingresos de los compradores, ligadas al crecimiento del salario mínimo.

Hacia el futuro, el sistema de financiación de vivienda debe respetar unos principios básicos: primero debe tener muy claro cuál es la población objetivo de acuerdo al estrato socioeconómico y el interés que persigue cada uno de ellos. Segundo, la construcción de vivienda debe absorber los recursos (capital y trabajo) justos; esto es aquellos que no tienen una mejor utilización en otro sector productivo (exportaciones, servicios, industria, etc.), siendo los precios de mercado la forma de identificarlos. Estos precios se verían distorsionados si el sector recibe subsidios indiscriminadamente que atraerían hacia él recursos productivos que son más rentables en otro lugar de la economía. Tercero, que la financiación de usos de largo plazo, como la adquisición de vivienda se haga con fuentes de plazo similar; de esa forma se asegura un "calce" adecuado entre fuentes y usos. Para ello es fundamental promover instrumentos financieros que faciliten la canalización del ahorro de largo plazo (los fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.) hacia la financiación de vivienda. Dichos instrumentos son, por ejemplo, la titularización de la deuda hipotecaria. Cuarto, dado que la adquisición de la primera vivienda tiene un carácter más de uso que de inversión especulativa, el riesgo financiero asociado a la misma debe tener un tratamiento especial. Por lo mismo, la adquisición de otro tipo de vivienda debe enfrentar simplemente las consideraciones de mercado.