



Titularizadora
COLOMBIANA

Informe Económico Trimestral

Septiembre de 2017

Medidas de Regulación Macropudencial en Colombia: ¿Nada por Mejorar?

La más reciente crisis financiera internacional ha implicado un cambio importante de paradigma respecto a las políticas de regulación financiera. Anteriormente, las autoridades económicas partían del hecho de que los riesgos financieros podían contenerse satisfactoriamente mediante la definición de medidas que garantizaran la solidez financiera de las entidades a nivel individual. Estas políticas, conocidas como medidas microprudenciales, se orientaron a establecer requerimientos en materia de solvencia, liquidez, apalancamiento, entre otros.

Sin embargo, la crisis demostró que estas medidas eran insuficientes para evitar el contagio sistémico de los riesgos ante el colapso del precio de ciertos activos. De esta manera, la adopción de políticas macropudenciales, dirigidas a generar un ambiente de estabilidad financiera en el sistema, cobraron popularidad tanto en economías desarrolladas como emergentes.

Dado el rol del mercado de vivienda en la generación de riesgos sistémicos durante la crisis, varias medidas macropudenciales buscaron reducir el crecimiento excesivo del crédito hipotecario y recortar el sobre apalancamiento en este tipo de créditos. Así pues, la adopción de límites a la relación entre el monto de los créditos hipotecarios y el valor de las viviendas (conocido comúnmente como ratio LTV), así como la imposición de topes al cociente entre los ingresos de los deudores y las cuotas de los créditos de vivienda (llamada usualmente relación cuota-ingreso o DTI), tendió a generalizarse.

La implementación de estas medidas en Colombia fue muy anterior al episodio de crisis internacional de 2008, con la expedición de la Ley 546 de 1999 que estableció las bases para la determinación de límites a las relaciones LTV y cuota-ingreso. Después de casi dos décadas, estas políticas se han mantenido inalteradas, lo que puede sugerir que el país se ha puesto a la par del referente internacional en estos frentes.

Este Informe Económico presenta un análisis de la regulación sobre el financiamiento hipotecario que rige en Colombia en comparación a la aplicada en otros países latinoamericanos. Así mismo, plantea un recuento de las justificaciones de política macroeconómica para establecer estas medidas, sus objetivos en términos de estabilidad y la efectividad que han mostrado en el caso colombiano. Las conclusiones apuntan a que existe un espacio de ajuste de la política regulatoria sobre las relaciones LTV y cuota-ingreso que resulta ser particularmente estricta en comparación a otras economías de ingreso similar. Estos ajustes permitirían ganar terreno en términos de focalización, lo que favorecería el balance entre los beneficios de estabilidad financiera y los efectos secundarios sobre el racionamiento del crédito hipotecario.

Fundamentos de la política macroprudencial

Bajo el esquema de política económica más extendido antes de la Gran Crisis, la política monetaria operaba de forma independiente, en un contexto de libre movilidad de capitales y flotación de la tasa de cambio. En economías pequeñas y abiertas, este modelo prometía materializar los beneficios de los flujos de inversión externa y ajustar los indicadores internos dadas las condiciones internacionales, así como alcanzar el objetivo primordial de mantener una tasa de inflación baja y estable.

En este arreglo, las fluctuaciones del crédito y el precio de los activos también eran manejados mediante la política monetaria, en la medida en que las tasas de interés podían afectar estos mercados a través de los canales de crédito (Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro, 2010). Por consiguiente, la regulación financiera debería enfocarse en el control de los riesgos manejados por las entidades financieras individualmente, restando énfasis a la situación macrofinanciera.

Con la Gran Crisis, varios escenarios en los que este marco de política era insuficiente para mantener la estabilidad financiera de las economías se hicieron evidentes. En lo que respecta a las economías emergentes, la entrada de flujos de capital que resultó de las bajas tasas de interés de los mercados desarrollados implicó crecimientos exuberantes del crédito y altos niveles de apalancamiento. Esto, a su vez, tendió a generar fuertes valorizaciones del precio de la vivienda y los activos financieros.

Lo anterior conllevó una profundización del ciclo económico: la valorización de los activos y la apreciación de los colaterales que respaldan los préstamos favoreció también el auge del crédito e incrementó la vulnerabilidad financiera dados los cambios abruptos de las condiciones económicas.

De esta manera, la sincronía entre los movimientos de los flujos de capital, el crédito y el precio de los activos, sugirió que la ejecución de políticas monetarias independientes requiere necesariamente de la implementación de medidas macroprudenciales para aislar la dinámica del crédito y el apalancamiento de los ciclos financieros globales (Rey, 2015).

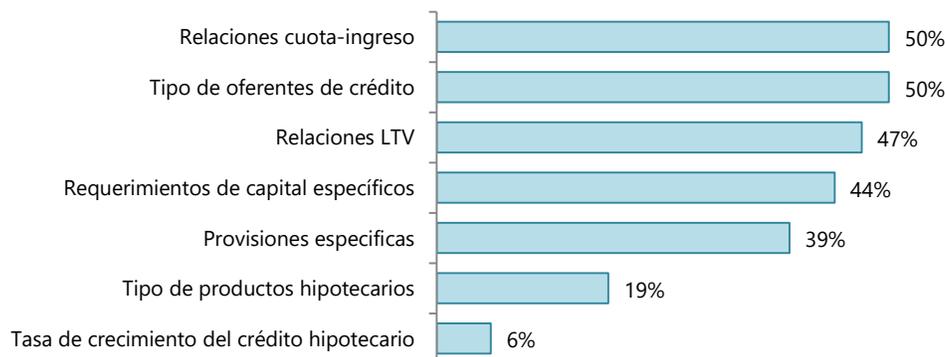
En términos prácticos, estas políticas han consistido en límites a la relaciones LTV y cuota-ingreso, requerimientos contra-cíclicos de capital, provisiones dinámicas de cartera, requerimientos de liquidez, coeficientes de encaje, entre otros, cuyo uso se ha ido extendiendo progresivamente tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas (Terrier et al., 2012).

Implementación en el mercado hipotecario

La financiación hipotecaria ha sido objeto de varias medidas de regulación macroprudencial dada la relación entre el comportamiento del mercado de vivienda y los ciclos económicos (Leamer, 2007), así como la importancia de este tipo de préstamos dentro de la deuda de los hogares en la mayoría de economías.

Al respecto, Crowe et al. (2013) han notado que dentro de las herramientas más empleadas dentro de este tipo de regulación se encuentran los límites a las relaciones cuota-ingreso, las restricciones a los tipos de entidades financieras que ofrecen créditos hipotecarios, los topes a las relaciones LTV, los requerimientos específicos de capital y las provisiones de cartera (Gráfico 1).

Gráfico 1. Uso de políticas de regulación macroprudencial sobre financiación hipotecaria (% de países, muestra de 36 economías)



Fuente: Crowe et al. (2013).

En el caso de Colombia, la regulación contempla la mayor parte de estas medidas en tanto: i) la relación cuota-ingreso se limita a 30%; ii) la relación LTV se restringe a 80% para vivienda de interés social y 70% para segmentos más altos de precio; iii) se establecen requerimientos de capital entre 50% y 100%, así como provisiones de cartera entre 1% y 30%, de acuerdo a la clasificación de riesgo de crédito de los préstamos; iv) la colocación de los créditos se limita a los sistemas de amortización aprobados por las autoridades.

Ahora bien, mientras el uso de las herramientas de regulación se asemeja al estándar internacional observado, conviene señalar ciertas diferencias en los parámetros empleados en relación a otras economías de la región.

Provisiones de cartera

En Colombia, las provisiones mínimas de cartera hipotecaria dependen de la clasificación por riesgo crediticio de las obligaciones, así como de la existencia de garantías que soporten las exposiciones del crédito. Esta categorización se basa principalmente en los tiempos de mora y en análisis interno de las entidades financieras. Así pues, las provisiones mínimas varían entre 1% y 30% para las exposiciones garantizadas.

En general, la regulación en otros países de la región se acerca a estos lineamientos. Cabe notar, sin embargo, que el grado de endeudamiento reflejado en la relación LTV se incorpora en los factores de aprovisionamiento en algunos casos. En Panamá, por ejemplo, la clasificación de los créditos por riesgo de crédito depende en sí misma de las relaciones LTV de los mismos. En Chile, por su parte, las pérdidas esperadas cambian de acuerdo a cuatro segmentos de LTV, mientras que los tramos de morosidad son asignados a todos los créditos hipotecarios de un mismo deudor si alguno llega a entrar en mora.

Requerimientos de capital

La ponderación de consumo de capital para los créditos hipotecarios en Colombia varía entre 50% y 100% de acuerdo a la clasificación por riesgo crediticio. Esta aproximación es compartida con otras economías de la región, como Guatemala, República Dominicana y Bolivia.

Alternativamente, un buen número de países incorporan otras características de los préstamos en la determinación de las ponderaciones por riesgo. En general, la relación LTV es el factor más empleado en este sentido, aunque también se destacan exposiciones al riesgo de tasas de interés y al riesgo cambiario, entre otros. El Cuadro 1 resume los aspectos que son tenidos en cuenta para la determinación de las ponderaciones de consumo de capital en algunos casos seleccionados.

Cuadro 1. Ponderaciones por riesgo de la cartera hipotecaria para la determinación de requerimientos de capital en algunas economías latinoamericanas

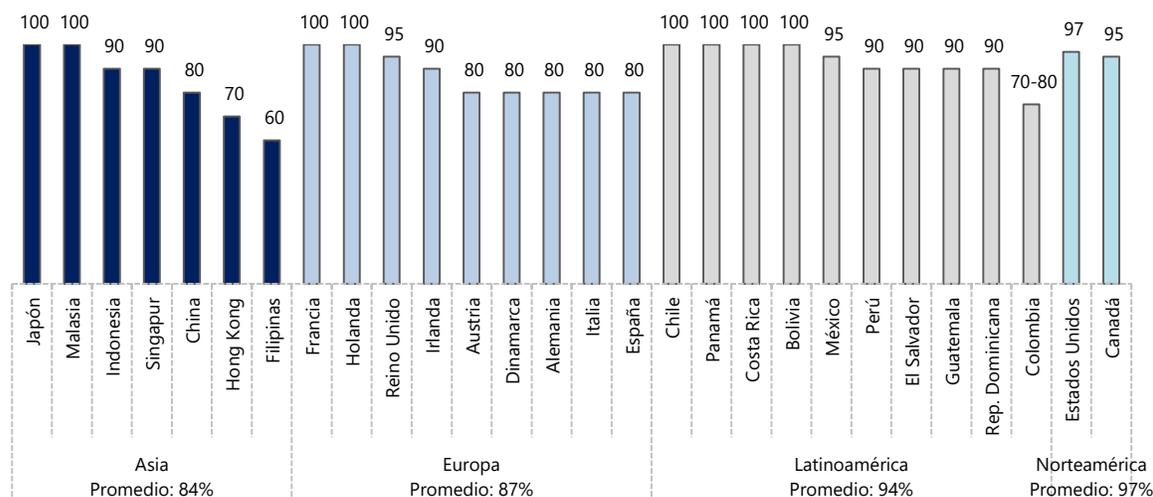
País	Relación LTV	Propósito de compra	Tipo de tasa de interés	Plazo residual	Moneda de originación	Monto	Clasificación riesgo de crédito
México	✓						
Perú	✓	✓	✓	✓	✓		
Panamá	✓	✓					
Costa Rica	✓				✓		
El Salvador						✓	
Colombia							✓

Fuente: Superintendencias financieras.

Relaciones LTV y cuota-ingreso

En lo que respecta a la relación LTV, el tope de 80% que aplica en Colombia, se encuentra por debajo del promedio de la región de 94%, es el más bajo de Latinoamérica y sólo puede equipararse al límite regulatorio de algunas economías de Europa y Asia (Gráfico 2). El cociente cuota-ingreso, por su parte, aplica en buena parte de las economías asiáticas y europeas con promedios de 37% y 34%, respectivamente. Sin embargo, su uso en Latinoamérica es reducido y sólo es implementado, además de Colombia, en Brasil y Uruguay con límites del orden del 30%.

Gráfico 2. Límites a las relaciones LTV*



Fuente: Hofinet.

*Últimos datos disponibles.

En ese orden de ideas, la regulación en términos de relaciones LTV y cuota-ingreso en Colombia resulta ser una de las más estrictas dentro de las comparaciones internacionales disponibles, y la más restrictiva dentro de las economías latinoamericanas.

Efectividad de las medidas macroprudenciales

Conceptualmente, la introducción de medidas macroprudenciales implica una ganancia en términos de estabilidad financiera, con el contrapeso de pérdidas en términos de profundización financiera y acceso al crédito.

Por consiguiente, la combinación de políticas aplicadas debe optar por maximizar los beneficios en lo que respecta a la contención de dinámicas insostenibles de crecimiento del crédito hipotecario y los precios de vivienda, y minimizar los efectos indeseables sobre la inclusión financiera.

En términos generales, a pesar de que la literatura sobre los efectos de la política macroprudencial es todavía incipiente, el Cuadro 2 resume la evidencia disponible sobre los impactos de los diferentes tipos de medidas aplicables de acuerdo a Crowe et al. (2013).

Cuadro 2. Características e impactos estimados de las medidas de regulación hipotecaria macroprudencial

Medida	Aspectos prácticos	Efectos secundarios	Impacto observado
Requerimientos diferenciados de capital	Difícil cumplimiento y verificación	Racionamiento de crédito	Efectividad moderada, posible migración de riesgos dentro del sistema
Provisiones diferenciadas y/o dinámicas de cartera	Requerimiento de datos y calibración	Afectación de utilidades	Efectivas, sobre todo en el caso del aprovisionamiento dinámico
Límites a relaciones LTV y cuota-ingreso	Calibración complicada, fácil aplicabilidad	Racionamiento del crédito y afectación de profundización financiera	Efectos transitorios sobre precios y actividad de mercado

Fuente: Crowe et al. (2013).

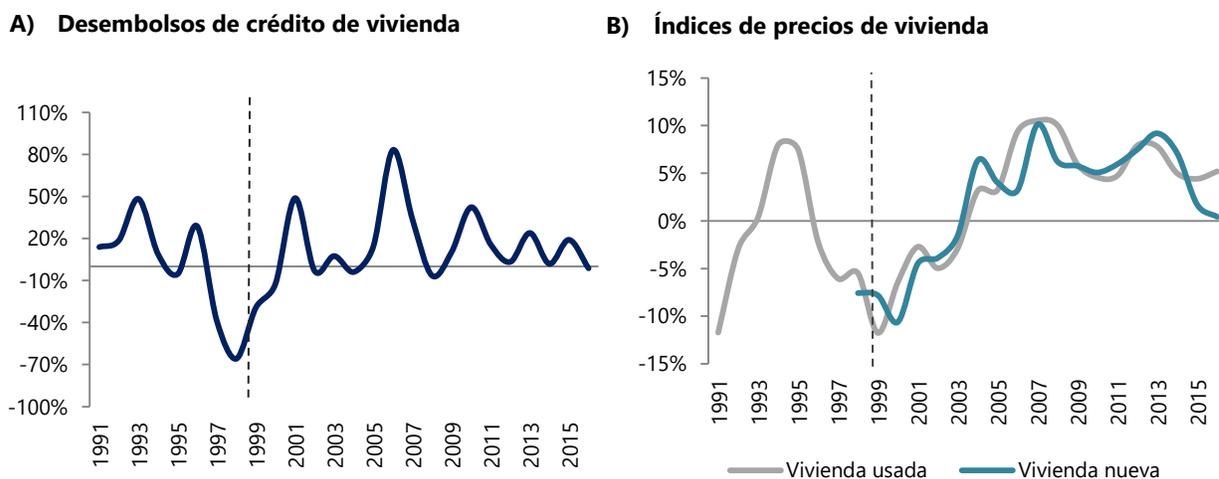
Como puede observarse, todas las medidas involucran retos en términos de aplicación, bien sea por requerimientos de información y calibración, o por la dificultad de verificación. Así mismo, mientras la literatura apunta a que los requerimientos de capital y provisiones han mostrado ser herramientas efectivas, los efectos de los límites sobre las relaciones LTV y cuota-ingreso han resultado tener un carácter transitorio (Tovar et al., 2012; Vandenbussche et al., 2012).

En concreto, la implementación de límites a este tipo de indicadores están relacionados con disminuciones del apalancamiento y reducciones del crecimiento de los precios de vivienda en el corto plazo (Zhang y Zoli, 2016; Duca et al., 2010), pero su influencia tiende a disolverse en períodos más extensos de tiempo.

Un ejemplo de este patrón es el caso de Corea del Sur, donde el incremento de las relaciones LTV y cuota-ingreso en 2005 redujo significativamente los precios y las transacciones del mercado de vivienda en una ventana de 3 a 5 meses después de su aplicación, pero no logró moderar las sendas de crecimiento de estos indicadores en horizontes de tiempo más amplios (Igan y Kang, 2011).

En Colombia, la evaluación de los efectos de estas medidas sobre la dinámica del crédito hipotecario y los precios no resulta sencilla, en tanto su implementación (en 1999) coincide con un período atípico de crisis. A grandes rasgos, el establecimiento de estas políticas no se relaciona con un cambio estructural en las tasas anuales de crecimiento real de los desembolsos de crédito de vivienda y los índices de precios. De hecho, los registros más altos de estas series se dieron en el período 2007-2009, muy a pesar de que estas políticas se encontraran vigentes.

Gráfico 2. Tasas de crecimiento anual real de los desembolsos de crédito y los índices de precio de vivienda (1990-2016)



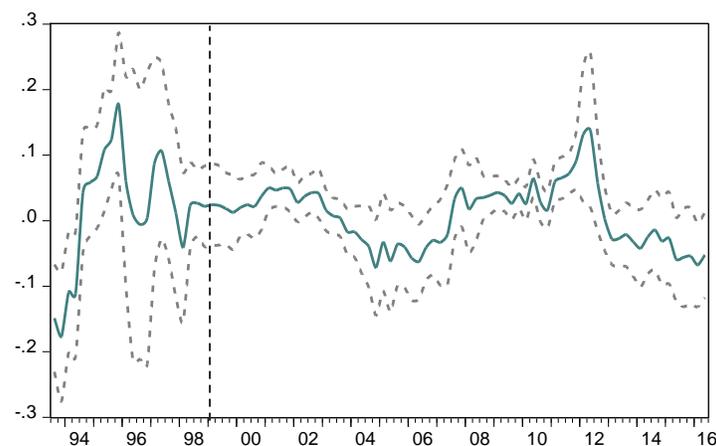
Fuente: Superintendencia Financiera, Cuéllar (2005), DANE y Banco de la República.

Sin embargo, estas tendencias no tienen en cuenta el comportamiento de otros fundamentales económicos sobre los precios. Para incorporar este aspecto, se estima un modelo de largo plazo en el que los precios son explicados por un conjunto de factores estándar de oferta y demanda de vivienda¹. El Gráfico 3 presenta la evolución del coeficiente que mide el efecto de los desembolsos de crédito hipotecario sobre los precios a lo largo del tiempo.

¹ Puntualmente, se estima un modelo de cointegración con coeficientes cambiantes que incluye el precio de la vivienda usada, las tasas de interés, el ingreso real, los desembolsos de crédito, los costos de construcción y el precio del suelo.

Allí es posible notar que este efecto se reduce considerablemente después de la implementación de las medidas sobre la relación LTV y cuota-ingreso, que coincide con un período de baja financiación después de la crisis, pero retoma importancia después de 2006 con un pico en 2012. Además, conviene mencionar que el crédito resulta ser el factor de influencia con un menor efecto estimado en el tiempo. Así pues, mientras la moderación del crédito puede afectar a la baja los precios, históricamente su dinámica ha dependido en mayor medida del comportamiento del ingreso, las tasas de interés y el precio del suelo.

Gráfico 3. Efecto estimado de los desembolsos de crédito hipotecario sobre los precios de vivienda



Fuente: Cálculos Titularizadora Colombiana.

Lo anterior coincide con la evidencia disponible sobre los efectos transitorios de este tipo de regulación. En el mediano y largo plazo, estas restricciones son incorporadas en la operación del mercado y resulta poco probable que resulten efectivas para moderar el crecimiento del crédito en el margen.

Ahora bien, a pesar de que la regulación relacionada con las relaciones LTV y cuota-ingreso puede mostrar baja efectividad para tratar la aceleración excesiva de la financiación hipotecaria en el mediano plazo, es posible argumentar que su rol sigue siendo justificado en la medida en que pone un techo al apalancamiento de los agentes. Esto permite prevenir el contagio del sistema financiero ante situaciones de estrés y acotar el riesgo de que una parte considerable de los deudores entre en situaciones en las que el saldo de la deuda excede el valor de las viviendas (escenario conocido como *hipoteca hundida*).

Sin embargo, la efectividad de los límites a las relaciones LTV y cuota-ingreso en este frente tampoco es clara. En varias economías, como Estados Unidos, Hong Kong y Corea del Sur, los deudores han encontrado mecanismos para evadir las restricciones vigentes

mediante la alteración de la información reportada o la alteración de sus decisiones financieras (Elul y Tilson, 2016; Crowe et al., 2013; Haughwout et al., 2011).

De otra parte, la implementación de estas medidas puede afectar la capacidad de acceso al crédito de los hogares con mayor necesidad de financiación (población joven o de menores ingresos). De esta manera, pueden presentarse costos importantes al inducir racionamiento de crédito y disminuir la capacidad de los hogares para suavizar su consumo intertemporal (Crowe et al., 2013).

Propuestas de ajuste

Con el fin de fortalecer la capacidad de la política macroprudencial enfocada al financiamiento hipotecario, y teniendo en cuenta la experiencia reciente de otras economías, el ajuste de esta regulación implicaría:

- a) *Cambiar el carácter permanente de estas medidas por un enfoque en el que los parámetros se ajusten a las condiciones del mercado en términos de apalancamiento, crecimiento del crédito y presiones sobre los precios de vivienda.* Esto permitiría incrementar su efectividad en términos de estabilización financiera y reducir sus efectos nocivos sobre la inclusión financiera.

Este enfoque, que tiene un carácter fundamentalmente contra-cíclico, recoge el hecho de que este tipo de medidas tiende a funcionar mejor en las fases de auge que en los períodos de desaceleración, mitigando crecimientos excesivos en el primer caso y permitiendo la irrigación de crédito en tiempos de baja actividad económica (Cerruti, Claessens y Laeven, 2015).

Un requisito importante para aplicar esta aproximación consiste en el monitoreo constante del crecimiento del crédito y el apalancamiento hipotecario, lo que hace posible modificar los límites mediante reglas automáticas o decisiones discrecionales (Rey, 2015).

- b) *Introducir esquemas de focalización de acuerdo a las características de los deudores y los préstamos.* De esta manera, las consideraciones sobre el impacto diferenciado de estas medidas sobre los distintos grupos poblacionales pueden ser tenidas en cuenta.

Este enfoque ha sido aplicado en China y Singapur, en donde los préstamos para adquisición de primera vivienda tienen menores restricciones con el fin de proteger a los hogares con menor capacidad de endeudamiento y focalizar los segmentos de mercado en donde tiende a presentarse mayor especulación (Crowe et al., 2013).

Conclusiones

Las medidas macroprudenciales que aplican actualmente en Colombia en términos de límites a las relaciones LTV y cuota-ingreso se han mantenido inalteradas durante cerca de dos décadas. Por su parte, la evidencia disponible sobre estas medidas sugiere que su efectividad para apaciguar el crecimiento del crédito hipotecario y los precios de vivienda es más significativa en el corto que en el largo plazo.

Lo anterior sugiere que el balance entre estabilidad y profundización financiera, al que deberían aspirar este tipo de políticas, no se está logrando en Colombia. Un escenario similar al de la crisis de finales de los 90s es hoy improbable, no tanto porque el sistema haya sido capaz de manejar los riesgos financieros siguiendo un marco regulatorio cercano a la realidad del mercado, sino porque estos riesgos han sido recortados de golpe al cerrar la llave del crédito y dirigirlo a los deudores con mayor capacidad de pago.

En este contexto, la regulación funcionó como una medicina que trató la enfermedad en el paciente, en lugar de tratar al paciente con enfermedades. Los límites establecidos evitaron el sobreendeudamiento y apagaron relativamente las presiones provenientes del crédito sobre los precios, pero el tamaño del sistema hipotecario se relegó a niveles muy inferiores a los consistentes con el desarrollo económico del país.

Un ajuste conveniente de estas medidas implicaría un enfoque en el que los parámetros se ajusten a las condiciones del mercado y a las características de los deudores. Esta aproximación, introducida en diversas economías, permitiría garantizar que estos mecanismos se comporten de forma contracíclica sin impactar de forma excesiva los segmentos de población con altas necesidades de financiación.

Referencias

Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. y Mauro, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 42, No. 6.

Cerutti, E., S. Claessens y L. Laeven. (2015). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. *Journal of Financial Stability*, 9: 300– 319.

Crowe, C., G. Dell’Ariccia, D. Igan y P. Rabanal. (2013). How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences. *IMF Working Paper*, 11/91.

Duca, J., J. Muellbauer y A. Murphy. (2010). House Price Credit and Macroeconomic Constrains: Making Sense of the U.S. Experience. *Oxford University Working Paper*.

Elul, R. y S. Tilson. (2016). Owner Occupancy Fraud and Mortgage Performance. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper No. 15-45*.

Haughwout, A., Lee, D., Tracy, J. y van der Klaauw, W. (2011). Real Estate Investors, the Leverage Cycle and the

Housing Market Crisis. Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.

Igan, D. y H. Kang. (2011). Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea. IMF Working Paper, 11/297.

Leamer, E. (2007). Housing IS the Business Cycle. NBER Working Paper No. 13428.

Rey, H. (2015). Dilemma not Trilemma: The global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Paper No. 21162.

Terrier, G., R. Valdés, C. Tovar, J. Chan-Lau, C. Fernández-Valdovinos, M. García-Escribano, C. Medeiros, M. Tang, M. Vera Martin y C. Walker. (2011). Policy Instruments To Lean Against the Wind in Latin America. IMF Working Paper, 11/159.

Vandenbussche, J., U. Vogel y E. Detragiache. (2012). Macroprudential Policies and Housing Prices - A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe. IMF Working Paper, 12/303.

Zhang, L. y E. Zoli. (2014). Leaning Against the Wind : Macroprudential Policy in Asia. IMF Working Paper, 14/22.