

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

152

Febrero 2015



Editorial: El estancamiento de la titularización hipotecaria

Actualidad: El bajo nivel de profundización del crédito de vivienda en Colombia

Coyuntura Macroeconómica

TENDENCIA ECONÓMICA

EDITORES

Leonardo Villar
Director Ejecutivo

Natalia Salazar
Sub Directora

Camila Pérez
Directora de Análisis Macroeconómico
y Sectorial

OFICINA COMERCIAL

Teléfono: 325 97 77
Ext.: 340 | 365 | 332
comercial@fedesarrollo.org.co

DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano
Formas Finales Ltda.
mconsuelolozano@hotmail.com

ISSN 1692-035X



Calle 78 No. 9-91 | Tel.: 325 97 77
Fax: 325 97 70 | A.A.: 75074
<http://www.fedesarrollo.org.co>
Bogotá, D.C., Colombia

CONTENIDO

- 1** EDITORIAL
Pág. 3 El estancamiento de la titularización hipotecaria
- 2** ACTUALIDAD
Pág. 6 El bajo nivel de profundización del crédito de vivienda en Colombia
- 3** COYUNTURA MACROECONÓMICA
Pág. 15

Tendencia Económica se hace
posible gracias al apoyo de:



El estancamiento de la titularización hipotecaria*

Tal como se describe en el artículo de actualidad incluido en esta publicación, la titularización hipotecaria ha perdido impulso en los últimos años a pesar de que las condiciones macroeconómicas -inflación moderada y tasas de interés de largo plazo reducidas- han sido propicias para el desarrollo de este tipo de instrumento en el mercado de capitales. Este hecho es inquietante desde el punto de vista del desarrollo del crédito hipotecario y puede convertirse en un obstáculo para la reducción del déficit habitacional en el mediano plazo. Lo anterior resulta aún más relevante teniendo en cuenta que la política de subsidios y otorgamiento de viviendas gratis adoptada por el actual gobierno puede enfrentar más pronto que tarde los límites de la estrechez fiscal.

Una de las causas de la crisis hipotecaria de finales del siglo pasado fue el insostenible descalce de plazos entre activos y pasivos en las corporaciones de ahorro y vivienda, entidades especializadas en el crédito de vivienda. El impulso al mercado secundario de hipotecas a través de la titularización hipotecaria fue una de las respuestas a la crisis adoptadas en ese entonces. Cambios regulatorios como la posibilidad de que la titularización hipotecaria pudiera hacerse a través de una entidad especializada y la posterior creación de la Titularizadora Colombiana en 2001 permitieron el despegue del mecanismo. Como resultado, entre 2002 y 2010 se realizaron un total de 32 emisiones de titularizaciones y el saldo de cartera titularizada aumentó de \$1,6 billones a \$7,3 billones. Como porcentaje de la cartera hipotecaria total, la cartera titularizada también creció de 9% a 32% en el mismo lapso.

Aunque las titularizaciones hipotecarias son activos de largo plazo que en principio deberían ser atractivos y están orientados a los inversionistas institucionales como los fondos de pensiones, en el caso de Colombia, estos no han mostrado un gran interés por dichos instrumentos. En la actualidad menos del 0.5% del total de portafolio de los fondos de pensiones está invertido en títulos derivados de procesos de titularización hipotecaria.

* La elaboración de este artículo contó con la colaboración de Carlos Antonio Mesa.

Al contrario, son los mismos intermediarios y originadores de los créditos, los principales compradores de los títulos.

El incentivo fundamental de los intermediarios al vender cartera para ser titularizada es que con ello se obtiene liquidez para extender nuevos créditos. Al sacar de los balances la cartera de vivienda, que por su naturaleza es de largo plazo, existe igualmente un efecto de reducción del descalce de plazos entre cartera y depósitos. Sin embargo, el hecho de que en Colombia los intermediarios sean los grandes compradores de los títulos indica que ha habido otros incentivos para ellos. Vale la pena mencionar dos. El primero es que esta sustitución genera una disminución en los requerimientos de capital para las entidades, pues se cambia un activo que tiene una relativa elevada ponderación por riesgo de crédito (créditos de vivienda) por uno de menor ponderación por riesgo (títulos derivados de titularizaciones). El segundo incentivo, que ya no existe, era que los intermediarios sustitúan un activo (cartera hipotecaria) cuyos rendimientos están gravados con el impuesto de renta por un título de inversión que estaba exento de dicho impuesto. Este segundo incentivo se acabó en 2010 cuando la exención sobre los rendimientos de los títulos derivados de procesos de titularización creada por la Ley 546 de 1999 expiró.

Lo anterior sugiere que algunos de los principales efectos que se esperaban con el desarrollo de la titularización parecen no haberse logrado. En primer lugar, el efecto sobre las entidades financieras de obtener liquidez a través de la venta de cartera a la entidad titularizadora ha sido reducido, pues parte de los recursos generados se ha utilizado para la adquisición de los títulos. Por otra parte, la exención tributaria, si bien era un gran atractivo para los intermediarios, puede haber sido una de las explicaciones para que los fondos de pensiones no mostraran apetito por las titularizaciones. En efecto, este beneficio tributario no

significaba ningún incentivo para los fondos, en la medida en que los rendimientos sobre sus activos están exentos de impuestos. Al contrario, como el mercado sí reconocía la existencia del beneficio, en la práctica éste se reflejaba en un aumento en el precio de los títulos, disminuyendo el apetito por parte de los fondos de pensiones.

Pero hay más. Siguiendo el razonamiento anterior, era de esperar que al expirar la exención tributaria el mercado de las titularizaciones se viera impulsado por un mayor apetito por parte de los fondos de pensiones. Sin embargo, esto no sucedió. El saldo de cartera titularizada cayó de \$7,3 billones en 2010 a \$4 billones en 2014. Como porcentaje de la cartera hipotecaria total, la cartera titularizada está en la actualidad alrededor de 10%, un porcentaje similar al de 2003.

Una hipótesis sobre este hecho es que el cambio tributario coincidió con un fuerte incremento de la liquidez general de la economía, que la llevó en los años posteriores a 2010 a los niveles más elevados de los últimos 15 años. Esto condujo a los intermediarios a fondearse con depósitos de corto plazo en vez de titularizaciones, a pesar de que el crecimiento de la cartera hipotecaria estaría produciendo un aumento en el descalce de plazos en sus balances. En la actualidad, la regulación de solvencia contempla el descalce de liquidez como uno de los elementos que obliga a las entidades financieras a tener mayores niveles de capital. Sin embargo, aparentemente esa regulación no es lo suficientemente exigente para evitar que el menor costo de las captaciones de corto plazo induzca a los intermediarios a fondear buena parte de la cartera de vivienda con esos recursos, en lugar de hacerlo con pasivos de largo plazo más acordes con las características propias de ese tipo de cartera.

De este análisis surgen varias preguntas que tanto el sector financiero como las autoridades económicas debe-

rían estudiar. La primera es si la titularización que se desarrolló en Colombia en los últimos años era la que realmente se quería. La segunda es si el beneficio tributario que se dio hasta 2010 produjo más bien un efecto indeseado al

desmotivar a los fondos de pensiones a invertir en estos títulos. La tercera es si la regulación de las necesidades de capital teniendo en cuenta los niveles de liquidez actuales está realmente logrando su objetivo.

El bajo nivel de profundización del crédito de vivienda en Colombia*

La profundidad del mercado hipotecario es un aspecto fundamental para promover el acceso a la vivienda y reducir el déficit habitacional. Un sistema de financiamiento hipotecario desarrollado tiene además externalidades positivas sobre el crecimiento económico, la creación de empleo y los ingresos fiscales y también contribuye a la acumulación de riqueza de los hogares (Chiquier *et al.*, 2009).

El fuerte aumento de los precios de la vivienda en años recientes en Colombia se ha visto acompañado de un incremento moderado del crédito hipotecario. Este repunte ha estado asociado en buena medida con la política del gobierno tendiente a reducir el déficit habitacional. No obstante, a pesar de este comportamiento reciente, la profundización hipotecaria en Colombia continúa siendo baja frente al pasado y frente a estándares internacionales.

El hecho de que el crecimiento del crédito de vivienda no haya sido excesivo ha aliviado parcialmente las preocupaciones por los efectos que una excesiva valorización de la finca raíz podría tener sobre la estabilidad macroeconómica y financiera. Sin embargo, y sin desconocer los logros de la política de vivienda actual, es importante señalar que en el largo plazo, una reducción sostenible del déficit de vivienda pasa por un mayor desarrollo del mercado hipotecario. Importantes avances en materia macroeconómica, financiera e institucional se han dado con este objetivo desde la crisis hipotecaria de finales del siglo pasado, pero se identifican algunos aspectos en donde todavía hay espacio para avanzar.

Los diferentes estudios sobre profundización hipotecaria señalan que uno de los determinantes más importantes es la disponibilidad de recursos de largo plazo que permite mitigar el riesgo de descalce de plazos en el negocio hipotecario en las entidades financieras. Al respecto, resulta importante resaltar la pérdida de dinamismo de la titularización

* La elaboración de este artículo contó con la colaboración de Carlos Antonio Mesa.

hipotecaria en los últimos años. Esta menor dinámica ha ocurrido a pesar de las bajas tasas de inflación y de los TES.

La profundidad y la penetración del financiamiento hipotecario en Colombia

La profundización hipotecaria en Colombia es hoy en día baja frente a las cifras de finales del siglo pasado y comparándonos dentro del contexto internacional. Desde 2006, cuando la cartera hipotecaria como porcentaje del PIB (incluyendo leasing) alcanzó un mínimo de 2,4%, ésta se ha recuperado situándose en septiembre de 2014 en 4,7%. Al incluir la cartera titularizada y el Fondo Nacional del Ahorro (FNA) el crédito de vivienda alcanzó un mínimo de 3,8% en 2006 y para septiembre de 2014 representaba un 6,2% (Gráfico 1). Sin embargo, este nivel es todavía inferior al registrado en diciembre de 1998 (10,2%), antes de la profunda y prolongada crisis hipotecaria de finales de los años 90. Adicionalmente, el negocio hipotecario ha perdido importancia dentro del total del crédito del sector financiero. La participación de la cartera de vivienda dentro del crédito total otorgado por los establecimientos de cré-

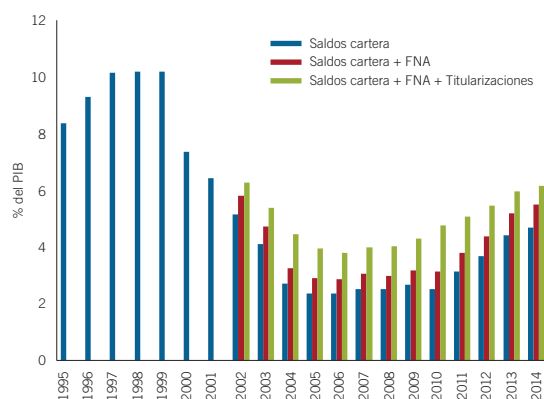
dito ha caído de niveles cercanos al 30% a finales de los años 90 a niveles por debajo de 10% en tiempos recientes.

Comparaciones internacionales también muestran que el indicador actual de profundización hipotecaria es bajo en Colombia (Gráfico 2). Los países desarrollados tienen indicadores generalmente superiores a 65% del PIB; este es cercano a 100% del PIB en Holanda, Dinamarca y Australia y a 150% en Suiza. Sin embargo, Colombia no luce muy diferente de la situación de América Latina en donde este indicador es bajo para la mayoría de países. Con excepción de Panamá y Bolivia, la profundización hipotecaria en la región es reducida frente a los niveles de PIB per cápita (Gráfico 3). El nivel del indicador para Colombia se encuentra ligeramente por encima del de Perú, pero por debajo del de Panamá, Chile y Brasil.

La penetración del crédito hipotecario, que mide el porcentaje de adultos que tienen un préstamo de vivienda, también es baja en Colombia. Mientras en este país, sólo 2,6% de los adultos tiene un crédito para comprar una vivienda, dicho porcentaje está alrededor de 50% en países ricos como Suecia, Holanda, Dinamarca, Australia y Nueva Zelanda. De nuevo, este indicador es comparativamente bajo en América Latina con respecto a otras regiones del mundo y Colombia se ubica sólo ligeramente por encima de Brasil, Perú y varios países de Centro América (Gráfico 4).

El retraso en el desarrollo del mercado hipotecario en América Latina y en Colombia llama la atención si se tiene en cuenta que en la región el proceso de urbanización ha sido rápido y éste se ha visto acompañado de elevados niveles de desigualdad. La inestabilidad económica de la región en el pasado, que en muchos países se reflejó en procesos inflacionarios desbordados, sin duda explica parte del rezago. Sin embargo, los avances en estabilidad macroeconómica y financiera y la puesta en marcha de

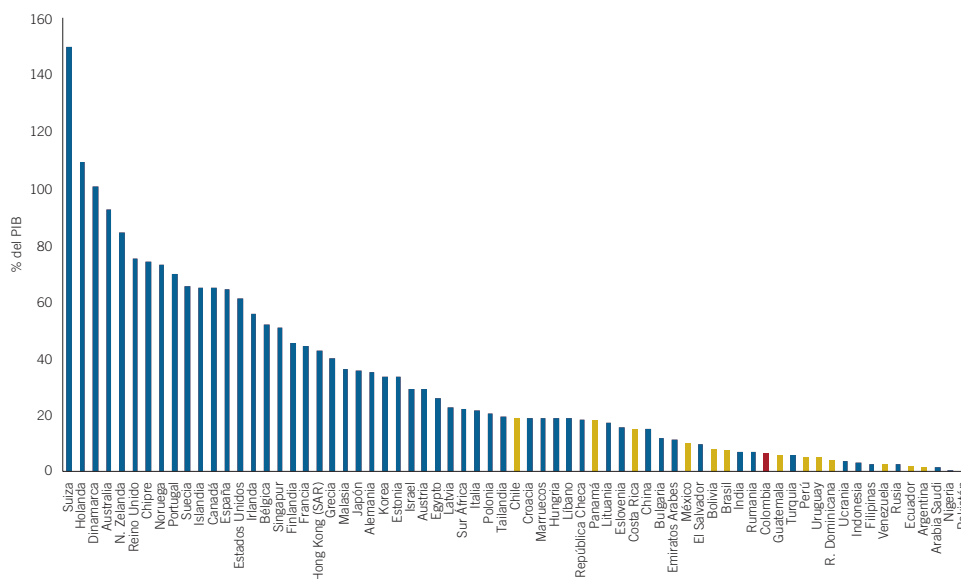
Gráfico 1
CARTERA HIPOTECARIA



* El dato de cartera de 2014 es el de septiembre.

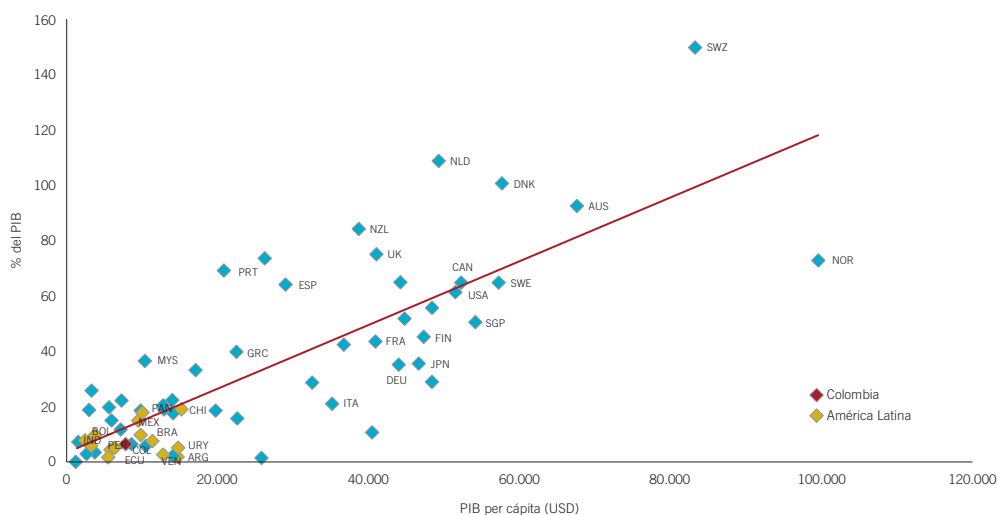
Fuente: Cálculos de Fedesarrollo con información de la Superintendencia Financiera de Colombia y DANE.

Gráfico 2
COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA CARTERA HIPOTECARIA



Fuente: Housing Finance Information Network¹.

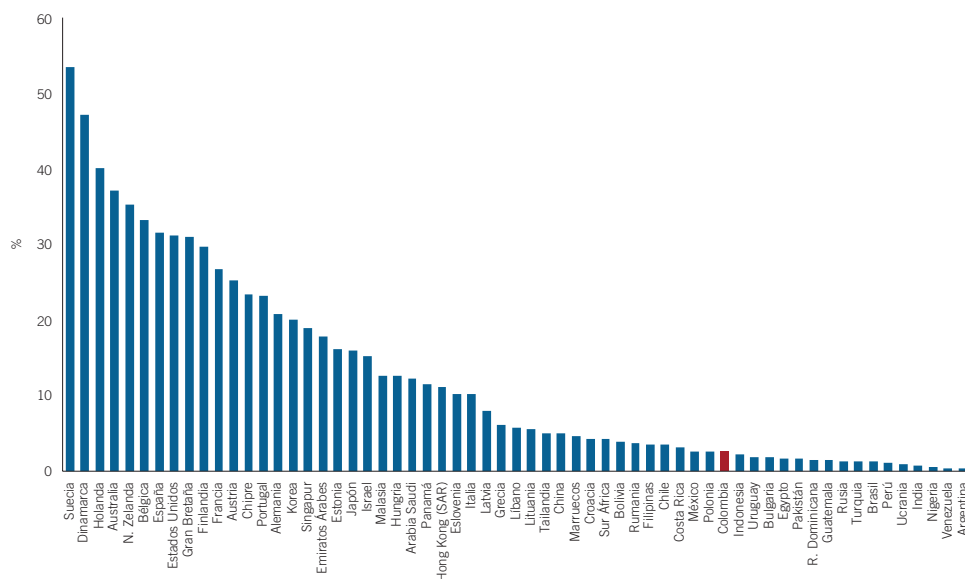
Gráfico 3
CARTERA HIPOTECARIA VS. PIB PER CÁPITA



Fuente: Housing Finance Information Network y Banco Mundial.

¹ www.hofinet.org es un portal web que consolida y centraliza información estadística estandarizada y regulación sobre el sistema de financiamiento hipotecario en 140 países. Para cada país los datos son actualizados por un profesional respetado o por una institución relacionada con el financiamiento hipotecario. En el caso de Colombia, la información es alimentada por la Titularizadora Colombiana.

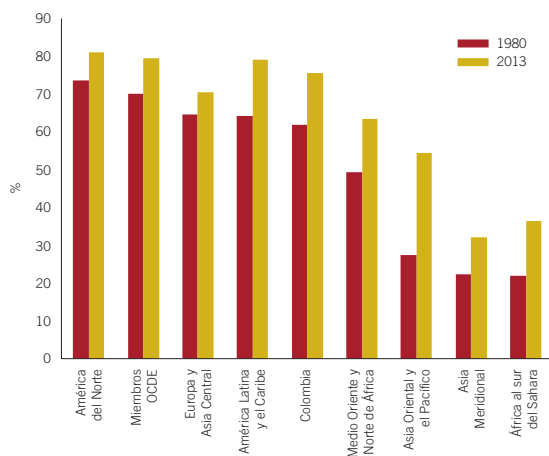
Gráfico 4
PERSONAS MAYORES DE 15 AÑOS CON CRÉDITO PARA COMPRAR CASA



Fuente: Index.

ambiciosas políticas habitacionales en varios de los países no parecen haber generado efectos importantes, por lo menos hasta ahora, en el desarrollo del mercado hipotecario.

Gráfico 5
TASA DE URBANIZACIÓN POR REGIONES DEL MUNDO Y EN COLOMBIA



Fuente: Banco Mundial.

Estudios empíricos sobre el tema sugieren que el desarrollo del mercado hipotecario está asociado positivamente con una inflación baja y estable, un mayor desarrollo del mercado de capitales que permite a las entidades reducir el descalce de plazos entre activos y pasivos, altos niveles de eficiencia y cumplimiento de los contratos, una adecuada cobertura y eficiencia de los sistemas de registro de propiedad y con una amplia cobertura de las centrales de información crediticia Badev *et al.*, 2014; Chiquier *et al.*, 2009; Warnok y Warnok, 2012).

La política de vivienda, el acceso a la vivienda y la profundización del crédito hipotecario

La reducción del déficit habitacional ha sido uno de los objetivos de la política económica para impulsar el crecimiento económico y luchar contra la pobreza. Con este fin, la política actual de vivienda ha diseñado y puesto en marcha un apoyo diferenciado para diferentes segmentos

de la población de bajos ingresos de acuerdo con su capacidad de acceder al crédito del sistema financiero y a la vivienda: i) el Programa de Vivienda Gratuita, dirigido a la población vulnerable en situación de pobreza y pobreza extrema, ii) el Programa de Vivienda de Interés Prioritario para Ahorradores (VIPA) que consiste en un subsidio a la cuota inicial y que está dirigido a hogares informales con ingresos inferiores a 2 SMLMV, iii) el Programa de Cobertura Condicionada de Tasas de Interés para la adquisición de vivienda nueva tipo VIP y VIS dirigido a hogares con acceso al crédito y cuya financiación proviene de los recursos del FRECH², iv) el Programa de Cobertura Condicionada para la Adquisición de Vivienda tipo NO VIS que beneficiará a hogares de ingresos medios y financiado con recursos del PIPE³ que finalizó en junio de 2014 y v) el Programa Mi Casa Ya anunciado en octubre de 2014 y que comenzó a operar este año. Bajo este programa, dirigido a la clase media, los hogares recibirán apoyos a la cuota inicial y subsidio a la tasa de interés.

Los cuatro últimos componentes de esta política tienen como objetivo impulsar la adquisición de vivienda a través de facilitar el acceso al crédito ya sea extendiendo un subsidio a la cuota inicial o un subsidio a la tasa de interés o ambos.

El Programa VIPA y Mi Casa Ya no han entrado o acaban de entrar en ejecución. Por su parte, el programa de cobertura de tasa de interés se creó en 2009 como un instrumento de política contra cíclica que buscaba estimular el acceso al crédito de vivienda y por esta vía

impulsar el sector de la construcción en la fase de desaceleración económica que se dio a raíz de los efectos de la crisis del sub prime en Estados Unidos. Dicho programa consiste en una reducción de la tasa de interés para los deudores beneficiados. La diferencia entre la tasa de mercado y la tasa reducida que reciben los intermediarios financieros es cubierta con recursos del Presupuesto a través del Frech.

No obstante este mecanismo se creó con carácter contra cíclico, se ha renovado por etapas, adquiriendo un carácter permanente. Entre 2009 y finales de 2014 se habían desembolsado 219.707 créditos con cobertura de tasa, que beneficiaron en su mayoría a hogares de ingresos bajos⁴.

El programa ha tenido un efecto positivo sobre la demanda de crédito. Hofstetter, Tovar y Urrutia (2011) calculan que en los primeros meses de ejecución, el programa produjo un efecto positivo de 36% en la demanda de crédito para VIS y de 38% para No VIS. Sin embargo, con información hasta 2014, se observa que la evolución de los nuevos créditos totales de vivienda ha seguido los ciclos del programa, creciendo de manera significativa en los meses inmediatamente siguientes a los anuncios del gobierno sobre los recursos y cupos del subsidio en cada nueva etapa y cayendo a medida que éstos se van agotando (Gráfico 6). Ello sugiere que el efecto del programa sobre la profundización del crédito hipotecario es más bien transitorio y limitado. Esto no sorprende, pues depende en última instancia del monto de recursos pú-

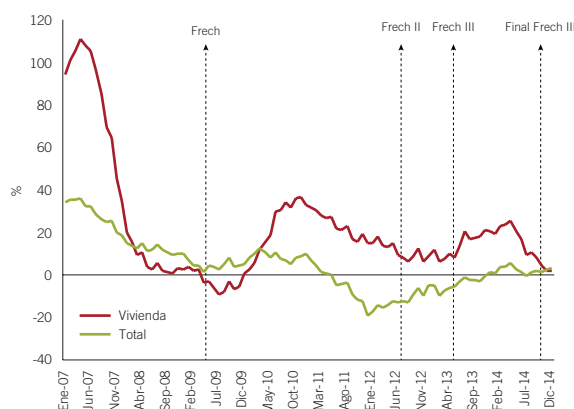
² Fondo de Reserva para la Estabilización del Crédito Hipotecario. Este fondo fue creado a raíz de la crisis financiera de finales de los años noventa.

³ Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo. Fue implementado en abril de 2013.

⁴ El 75% de los créditos se destinaron a la adquisición de viviendas con valor inferior a 135 SMLV.

blicos que el Presupuesto puede apropiar para el Frech, lo que a su vez determina el número de subsidios que es posible extender en cada uno de los segmentos objetivo. En línea con este hecho, Badev *et al.* (2014) con base en ejercicios econométricos de panel y corte transversal y una muestra amplia de países, encuentran que los subsidios y otros apoyos del gobierno no explican las diferencias en la profundización y penetración del crédito hipotecario.

Gráfico 6
CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LOS DESEMBOLSOS
TOTALES DE CRÉDITO



Fuente: Cálculos de Fedesarrollo con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Al lado de este efecto sobre la dinámica crediticia que no parecería ser perdurable, los análisis han señalado el efecto del programa sobre las tasas de interés y los precios de la vivienda. Hofstetter, Tovar y Urrutia (2011) calculan un impacto de 0,5% y de 1,48% en las tasas de interés para VIS y No VIS respectivamente⁵. Por su parte, Salazar *et al.* (2011) identifican incrementos en los precios de la

vivienda, especialmente los del segmento VIS (un aumento cercano al 4,5%) como resultado del programa. Aunque el significativo aumento en los precios de la fina raíz parece obedecer a factores de oferta relacionados con la escasez de suelo urbanizable y a otros factores macroeconómicos (Fedesarrollo, 2014; Salazar *et al.*, 2013), dichos apoyos pueden ejercer presiones adicionales al impulsar la demanda de vivienda.

Es de señalar que la recuperación en la cartera hipotecaria en los últimos años, en parte como resultado de este subsidio, se ha dado sin que se observe un deterioro de su calidad. En efecto, los indicadores de deterioro de la cartera se encuentran en niveles sensiblemente más bajos que los observados en el período anterior a la crisis de finales de los años 90. La relación de cartera vencida sobre cartera total se ha ubicado en niveles inferiores a 5% desde 2010 y alcanza niveles cercanos al 2,7% para finales de 2014. Este indicador llegó a 20% a finales de 1999 y siguió deteriorándose hasta niveles mayores a 25% a finales de 2002 y 2003. Esto ha obedecido en parte a los avances del nuevo sistema de financiación de vivienda y al nuevo esquema de administración de riesgos adoptados como consecuencia de la crisis y también a la actitud frente al endeudamiento más prudente por parte de los hogares⁶.

El desarrollo del mercado hipotecario y el fondeo de largo plazo a bajo costo

Un mercado hipotecario maduro es aquél en el que tanto el mercado primario como el mercado secundario

⁵ En el agregado se generó un incremento de la tasa de interés de 1,69%.

⁶ Ejemplo de ello es que si bien la relación crédito a valor de la vivienda (loan to value) ha aumentado tanto en el caso de VIS (de 55,9% a 59,9% entre marzo de 2009 y septiembre de 2014) como de No VIS (de 46,8% a 50,3% en el mismo período) desde que el programa de subsidio a la tasa de interés comenzó a operar, ésta se encuentra todavía por debajo de los niveles observados a finales de los años 90 y por debajo de los límites regulatorios (80% y 70%, respectivamente).

muestran elevados niveles de desarrollo. En el mercado primario, las instituciones financieras captan recursos, en su mayoría a corto plazo, para hacer préstamos para la adquisición y construcción de vivienda. Aquí surge un riesgo de descalce de plazos entre activos y pasivos que se puede cubrir de dos formas. La primera es trasladando ese riesgo al costo del crédito, lo cual limita su acceso y desestimula el desarrollo del mercado hipotecario. La segunda es desarrollando el mercado secundario de hipotecas a través la titularización hipotecaria o la emisión de bonos hipotecarios o de bonos de largo plazo.

En Colombia se ha buscado impulsar el desarrollo del mercado secundario hipotecario principalmente a través de la titularización hipotecaria, mecanismo a través del cual las entidades financieras venden créditos a una agencia titularizadora, en este caso la Titularizadora Colombiana, para que ésta estructure y distribuya en el mercado de capitales títulos de largo plazo respaldados por el flujo de caja que se espera genere a futuro la cartera titularizada. Esta operación permite a las entidades obtener liquidez y reducir el descalce de plazos entre activos y pasivos y a los hogares, créditos de vivienda a costos razonables.

Diversos indicadores muestran que Colombia ha hecho importantes avances en materia macroeconómica, tal vez el más ilustrativo es la reducción en la tasa de inflación. Al contrario se evidencia un bajo desarrollo y estancamiento del mercado hipotecario secundario.

La titularización hipotecaria en Colombia tiene su origen en los años 90 cuando se permitió a los originadores de crédito hipotecario, hacer titularizaciones sobre sus créditos. Sin embargo, el mecanismo realmente comenzó

a despegar a comienzos de la década anterior cuando la regulación permitió que la titularización pudiera hacerse a través una entidad especializada y se creó la Titularizadora Colombiana con este propósito en 2001.

La titularización hipotecaria mostró un dinamismo importante entre 2003 y 2010, cuando el saldo de cartera titularizada aumentó de \$1,6 billones (9% de la cartera hipotecaria total) a \$7,3 billones (32% de la cartera hipotecaria total). Sin embargo desde entonces este ritmo se perdió. Para finales del año 2014 la cartera titularizada alcanzaba \$4 billones y representaba 10% de la cartera hipotecaria total (Gráfico 7).

Llama la atención que el estancamiento de la titularización hipotecaria se ha dado en un período de baja inflación y de reducción importante en la tasa de interés de los TES desde 2003 (de alrededor 8 puntos para los TES de 10 años), junto con el amplio espacio que tienen los inversionistas institucionales para invertir en este tipo de títulos. Como se comenta en el Editorial de esta edición de Tendencia, Fedesarrollo plantea dos posibles razones detrás del estancamiento de la titularización hipotecaria: Por una parte, en 2010 expiró la exención del impuesto de renta sobre los rendimientos de los títulos emitidos en procesos de titularización hipotecaria y sobre los bonos hipotecarios que se había establecido en la reforma financiera de 1999. Por el otro lado, la gran liquidez del mercado aumentó el incentivo de los establecimientos de crédito a fondearse a corto plazo a tasas bajas, a pesar de estar acumulando cartera de vivienda y de estar incurriendo en un descalce de plazos entre activos y pasivos, como lo demuestra la razón de cartera a depósitos que se acerca a 0,97, uno de los niveles más elevados de la última década (Gráfico 8).

Gráfico 7
**CARTERA HIPOTECARIA TITULARIZADA
(% CARTERA HIPOTECARIA TOTAL)**



* La cartera total incluye leasing, FNA y titularizaciones.

Fuente: Cálculos de Fedesarrollo con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 8
**RAZÓN DE CARTERA TOTAL A DEPÓSITOS Y
EXIGIBILIDADES**



* Total Bancos y CAVs.

Fuente: Cálculos de Fedesarrollo con información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Referencias

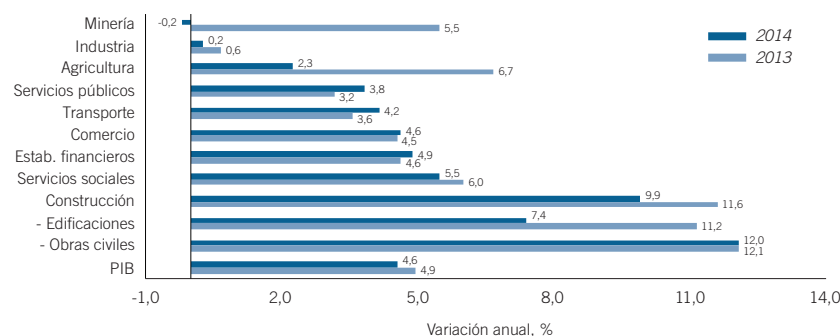
- Badev, A., Beck, T., Vado, L. and Walley, S. (2014). *Housing finance across countries: new data and analysis*. The World Bank. Policy Research Working Paper 6756, January 2014.
- Chiquier, Loic and Lea, Michael (2009). *Housing Finance Policy in Emerging Markets*. World Bank Publications, The World Bank, number 2641.
- Fedesarrollo (2014). *Tendencia Económica*, No. 142, Abril de 2014.
- Hofstetter, M., Tovar, J. y Urrutia, M. (2011). *Effects of a Mortgage Interest Rate Subsidy: Evidence from Colombia*. IDB working paper series no. IDB-WP-257. Department of Research and Chief Economist, Inter-American Development Bank, Washington, DC.
- Salazar, N., Cabrera, P., Becerra A., Wills D., y Forero, D. (2011). *Fomento a la demanda de vivienda a través de un modelo de subsidio a las tasas de interés de créditos hipotecarios financiados utilizando el mecanismo de crédito fiscal*. Documento de trabajo, Fedesarrollo- Ministerio de Vivienda y Medio Ambiente.
- Salazar, N., Steiner, R., Becerra, A. y Ramírez, J. (2013). ¿Qué tan desalineados están los precios de la vivienda en Colombia? *Ensayos Sobre Política Económica (ESPE)* - Banco de la República, Vol.31, No. 70, 2013.
- Warnock, Veronica and Warnock, Francis (2012). Developing Housing Finance Systems. In A. Heath, F. Packer and C. Windsor (Editors), *Property Markets and Financial Stability*, pgs. 49-67. Reserve Bank of Australia and BIS.

Actividad productiva

Gráfico 1. Crecimiento del PIB por sectores de actividad productiva

El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre se desaceleró y se ubicó en 3,5%, con lo cual el crecimiento del 2014 se ubicó en 4,6%. La construcción se mantuvo como el sector más dinámico a lo largo del año, con un crecimiento anual de 9,9%, mientras que la minería presentó una contracción de 0,2%.

El primer trimestre de 2014 marcó el final de un ciclo al alza en la actividad productiva, a partir de allí el PIB ha registrado una desaceleración en su ritmo de crecimiento.

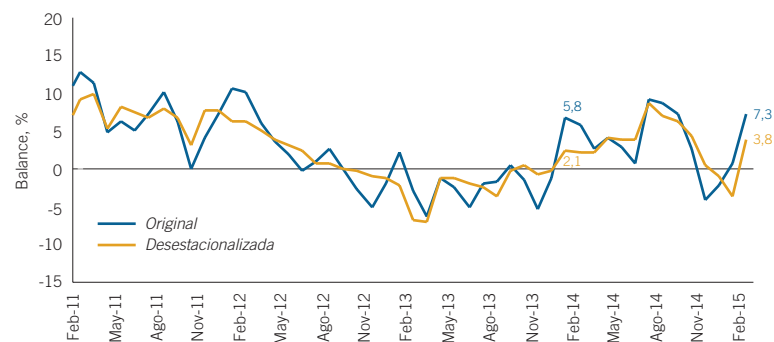


Fuente: DANE.

Gráfico 2. Índice de Confianza Industrial (ICI)

En febrero, el Índice de Confianza Industrial (ICI) mostró un repunte respecto a enero y frente al mismo mes de los últimos dos años. La serie ajustada por factores estacionales retornó a terreno positivo tras dos meses de registros negativos.

El avance interanual del ICI obedece a un aumento en los componentes de expectativas de producción y nivel de pedidos. Frente al mes anterior, los tres componentes del ICI evidenciaron una mejora.

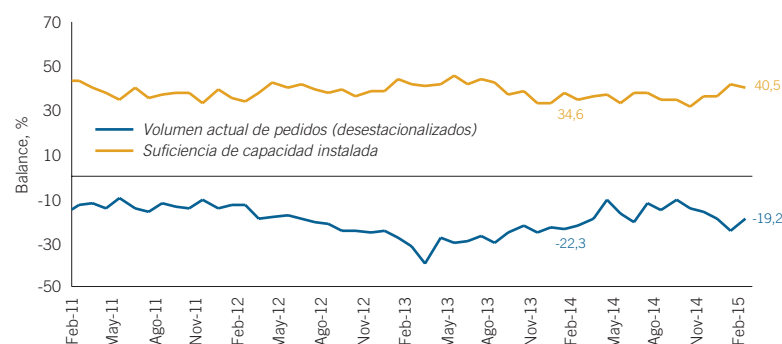


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 3. Volumen de pedidos y suficiencia de la capacidad instalada en la industria

Los resultados de la EOE de febrero muestran que el indicador con ajuste estacional del volumen actual de pedidos en la industria mostró una mejora de 5,6 y 3,1 pps respecto al mes anterior y frente a febrero de 2014, respectivamente.

El indicador de suficiencia de capacidad instalada se ubicó en un balance de 40,5%, lo que representa un avance de 5,9 pps respecto a febrero de 2014.



Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

* La elaboración de esta sección contó con la asistencia de Camila Orbeozo.

En enero, el Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café registró un descenso anual de 2,5%, evidenciando un deterioro frente a enero de 2014. Cabe resaltar que la variación de este mes es la más baja desde agosto de 2013.

La reducción en la producción real del sector fabril se explica por la menor producción en las industrias de coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles (-11,6%), elaboración de azúcar y panela (-13,1%) y actividades de impresión (-16,1%). Estas tres actividades restaron 2,9 puntos porcentuales (pps) a la variación total del índice.

■ Gráfico 4. Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café

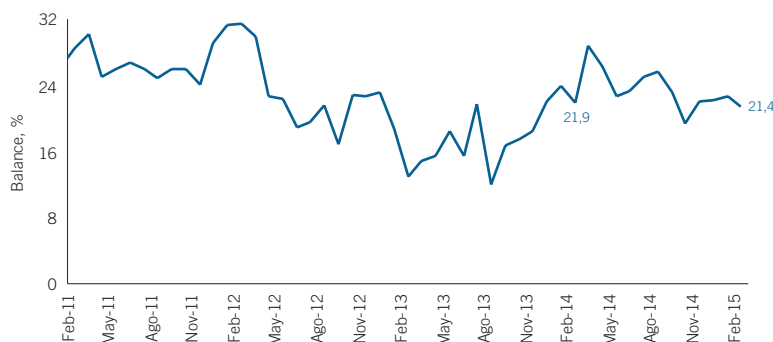


Fuente: DANE.

En febrero, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) se ubicó en un balance de 21,4%, mostrando un leve deterioro respecto al mes anterior y frente al mismo mes de 2014.

La leve reducción del ICCO respecto a febrero de 2014 se explica por un deterioro de 4,9 pps en el componente de expectativas que no logró compensar la mejora en los otros dos componentes. Frente al mes anterior, tanto la percepción sobre la situación económica actual de la empresa como las expectativas para el próximo semestre registraron un deterioro.

■ Gráfico 5. Índice de Confianza Comercial (ICCO)

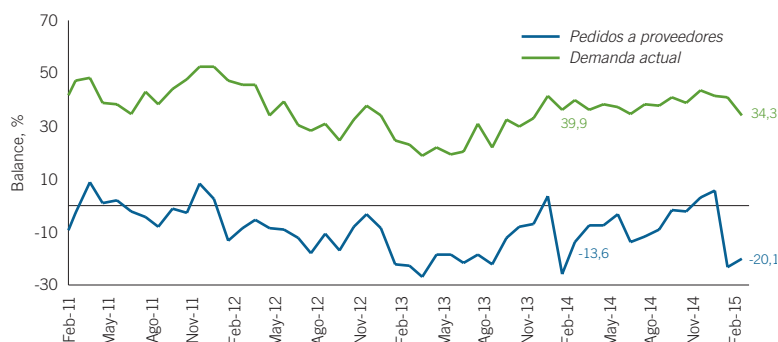


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En la medición de febrero de la Encuesta de Opinión Empresarial para el sector comercio, el indicador de pedidos a proveedores registró un deterioro de 6,5 pps respecto a febrero de 2014.

Por su parte, el balance del indicador de demanda actual en el sector comercio de febrero se ubicó en 34,3%, mostrando un descenso de 5,6 pps frente al resultado observado un año atrás.

■ Gráfico 6. Evolución de los pedidos y la demanda en el comercio

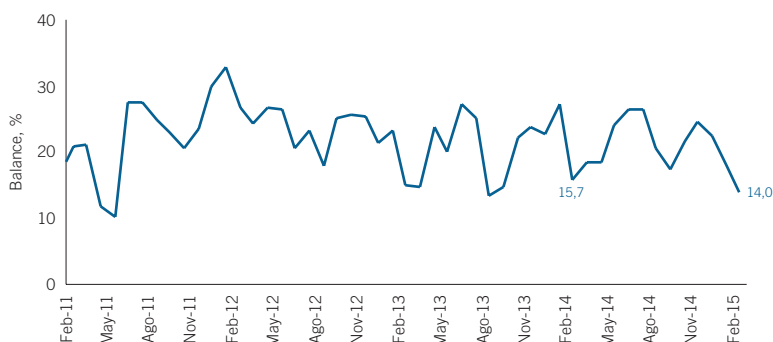


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

De acuerdo con los resultados de la más reciente medición de la EOC, en febrero el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) se situó en un balance de 14,0%, mostrando un retroceso respecto a enero y frente al mismo mes del año anterior. El resultado de este mes es el más bajo desde agosto de 2013 y confirma la tendencia decreciente iniciada desde noviembre de 2014.

En la comparación interanual, el índice exhibió una reducción de 1,7 pps, explicada por una caída de 0,8 pps en el componente de expectativas y de 3,3 pps en el de condiciones económicas.

Gráfico 7. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)

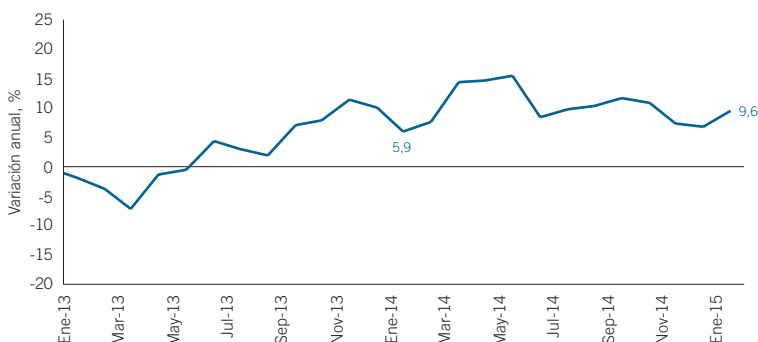


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC).

En el promedio móvil noviembre-enero, los despachos de cemento gris mostraron un aumento de 9,6% respecto al mismo periodo de 2014. Lo anterior se debe al notable crecimiento del canal de comercialización (ventas a distribuidores).

A nivel departamental, sobresale el buen comportamiento en los despachos de cemento en los departamentos de Antioquia (25,2%), Nariño (165,0%), Cesar (37,2%) y Magdalena (36,3%).

Gráfico 8. Despachos de cemento gris



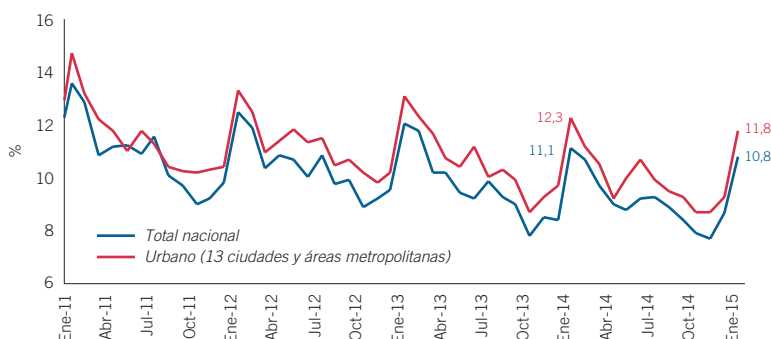
*Promedio móvil tres meses

Fuente: DANE.

En enero de 2015, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 10,8%, siendo la tasa más baja para el mismo mes de los últimos 15 años. Al respecto, es importante mencionar que esta reducción se dio aun cuando la población económicamente activa se incrementó 1,7% interanualmente.

Para el trimestre móvil noviembre-enero, la tasa de desempleo promedio fue de 9,1%, completando 26 trimestres consecutivos a la baja.

Gráfico 9. Tasa de desempleo

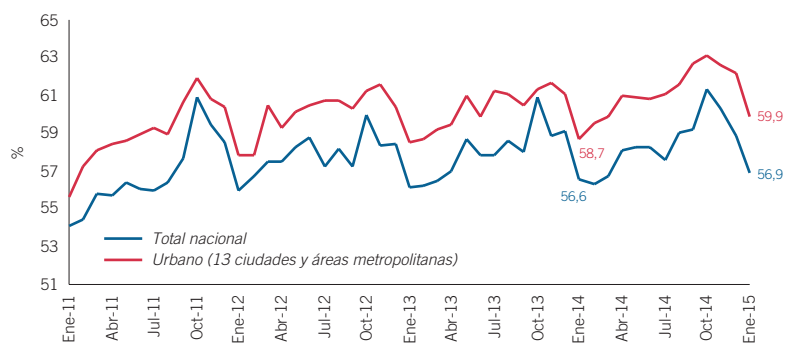


Fuente: DANE.

Gráfico 10. Tasa de ocupación

En enero, la tasa de ocupación (TO) del total nacional se ubicó en 56,9%, 0,37 pps por encima de la cifra registrada doce meses atrás. Lo anterior representa el dígito más alto para el mes de referencia desde que se tienen datos para la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH) (2001).

La tasa global de participación (TGP) promedio para el trimestre noviembre-enero registró un aumento de 0,4 pps con respecto al año anterior, situándose en 64,6%.



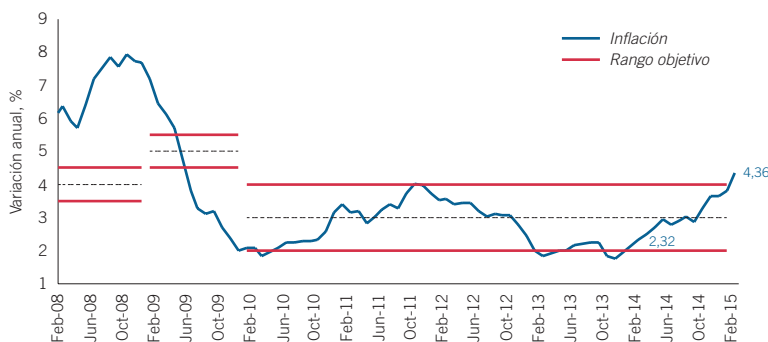
Fuente: DANE.

Sector financiero y variables monetarias

■ Gráfico 11. Inflación y rango objetivo del Banco de la República

En febrero de 2015, la inflación anual se ubicó en 4,36%, 2,04 pps por encima de la cifra registrada en el mismo mes de 2014, siendo ésta la cifra más alta registrada desde mayo de 2009.

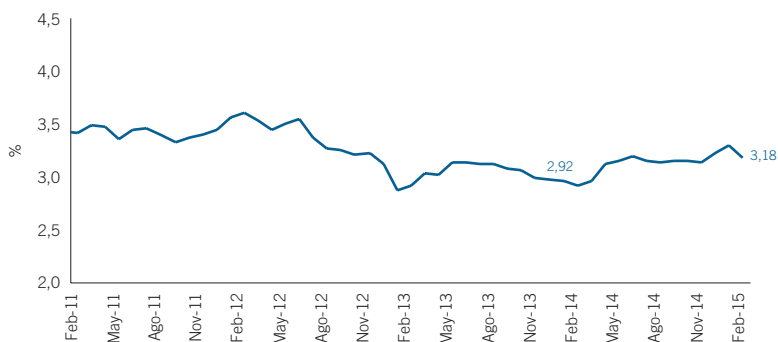
La inflación mensual de enero fue de 1,15%, 51 puntos básicos (pbs) por encima de la cifra esperada por los analistas en la encuesta del Banco de la República. Lo anterior se explicó principalmente por la variación en los grupos de alimentos (1,81%) y comunicaciones (2,86%).



Fuente: DANE y Banco de la República.

■ Gráfico 12. Expectativas de inflación*

Pese a las presiones inflacionarias impuestas por el rubro de alimentos, las expectativas de inflación de los encuestados por el Banco de la República para una perspectiva de 12 meses se han mantenido relativamente bajas, ubicándose en febrero de 2015 apenas 18 pbs por encima del punto medio del rango meta.



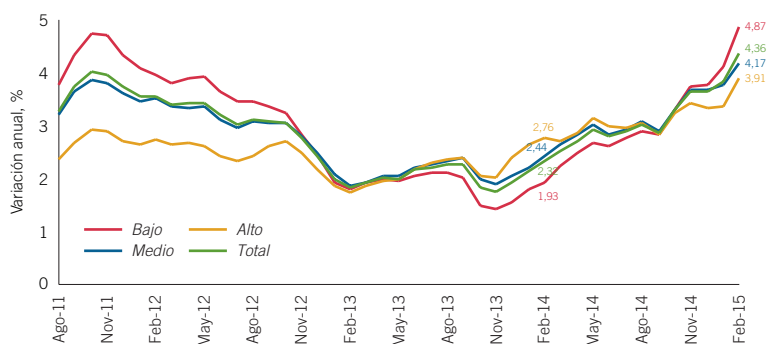
*12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República.

■ Gráfico 13. Inflación por nivel de ingreso

El fuerte aumento de los precios de los alimentos en febrero ha llevado a que la inflación de las personas de menores ingresos sea superior, en la medida que su canasta es más sensible a la evolución de este rubro.

Si bien la inflación anual aumentó en 2,04 pps en febrero de 2015, los precios de la canasta de las personas de mayores ingresos apenas se aceleraron en 1,15 pps. Lo anterior se explica por el mayor peso de vivienda y transporte en esta canasta, rubros que presentaron niveles de inflación por debajo del total.

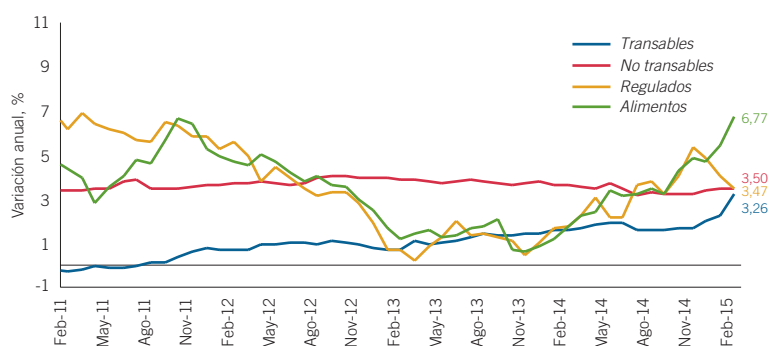


Fuente: DANE.

En febrero de 2015, el componente que impuso la mayor presión inflacionaria fue el de alimentos, explicado principalmente por el aplazamiento de algunos cultivos en respuesta a un posible fenómeno del Niño. En efecto, el precio de los cereales aumentó en un 12.9% mensual.

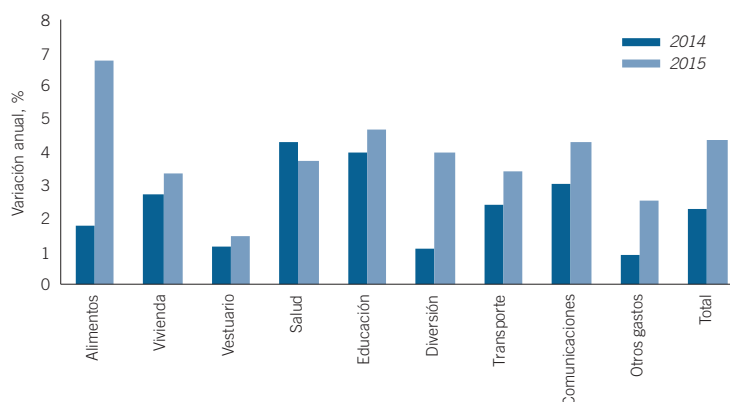
La fuerte depreciación del peso registrada en los últimos meses del 2014 ya ha comenzado a presionar el precio de los bienes transables. En febrero de 2015 la inflación mensual de este rubro se ubicó en 1,14%, cifra alta en comparación al promedio de 2014 (0,16%).

■ Gráfico 14. Inflación por componentes



Fuente: Banco de la República.

■ Gráfico 15. Inflación por grupos de gasto con corte a febrero

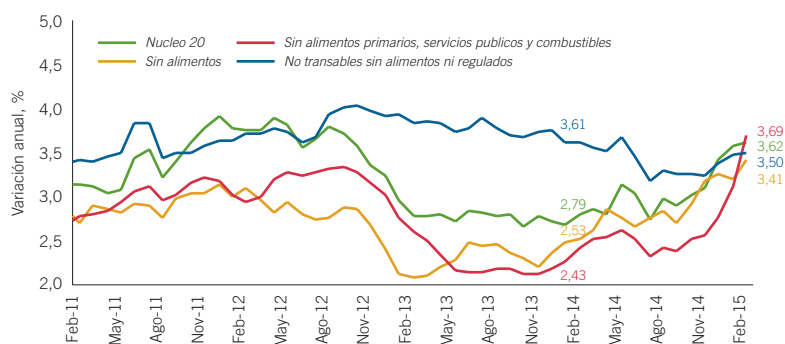


Fuente: DANE.

La fuerte aceleración anual en el nivel de precios registrada en febrero en 2015 respondió principalmente al aumento de la inflación anual de alimentos (5 pps), y, en menor medida, de diversión (2,9 pps).

El sustancial aumento en la inflación anual del rubro de alimentos de febrero se dio principalmente por el incremento en los precios de los tubérculos y los cereales (64% y 22% anual, respectivamente).

■ Gráfico 16. Medidas de inflación básica

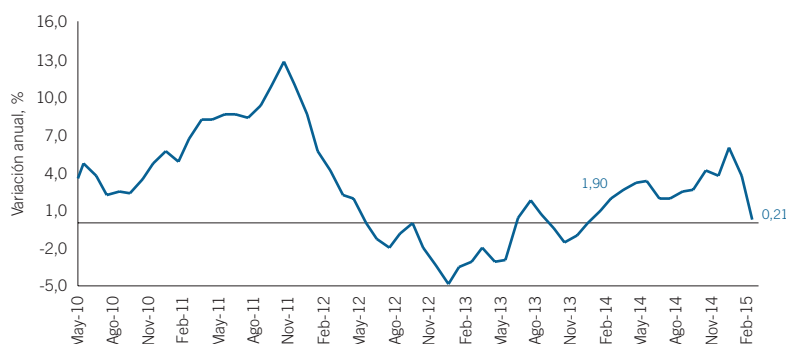


Fuente: Banco de la República.

En febrero, el Índice de Precios del Productor (IPP) registró una variación anual de 0,21%, evidenciando una reducción respecto a enero y frente al mismo mes del año anterior.

De acuerdo con la procedencia de los bienes, se encuentra que la reducción en el IPP respecto a febrero de 2014 se debe a una disminución en el precio de los bienes exportados (-11,3%). En contraposición, el precio de los bienes importados registró un aumento anual de 6,1%.

Gráfico 17. Índice de Precios del Productor

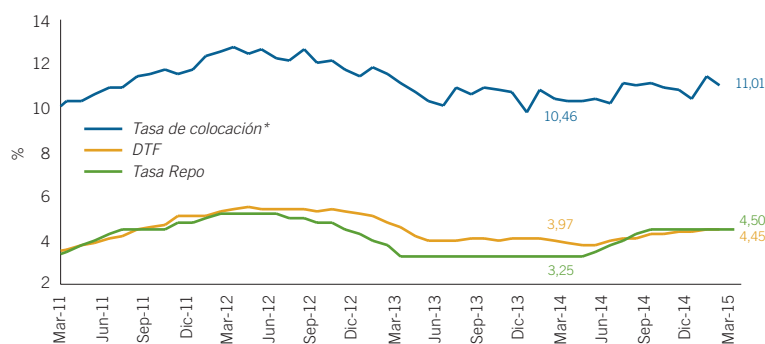


Fuente: DANE.

Hasta marzo de 2015, el Banco de la República ha decidido mantener inalterada su tasa de intervención en 4,5%, en un contexto de dilema entre responder al aumento de la inflación o al menor crecimiento económico. Asimismo, los analistas consultados en la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia esperan que el Emisor mantenga estable su tasa de intervención en 4,5% en el mediano plazo.

La DTF se ubicó en 4,45% en febrero, manteniéndose relativamente estable en lo corrido del año. En contraposición, la tasa de colocación en febrero presentó una caída de 47 pbs respecto al mes anterior, situándose en 11,01%.

Gráfico 18. Tasas de interés

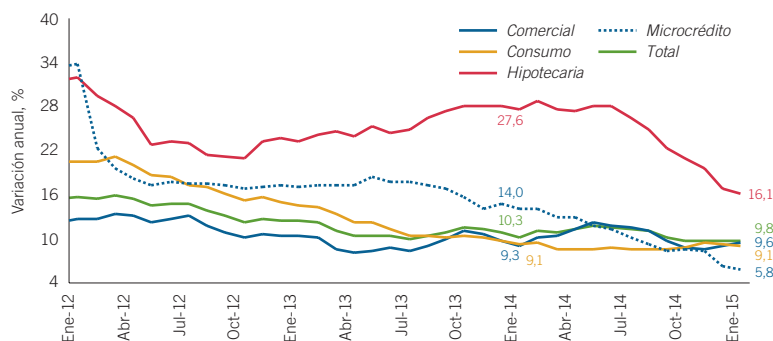


* La tasa de colocación incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.
Fuente: Banco de la República.

A partir de febrero, las cifras de agregados monetarios y crediticios, que reporta el Banco de la República periódicamente, se presentan de acuerdo con la información recibida de los Establecimientos de crédito bajo las NIIF.

En enero, la cartera total exhibió un crecimiento real de 9,8%, 0,2 puntos porcentuales por encima del mes anterior. Sin embargo, se mantiene la tendencia decreciente en la cartera hipotecaria, así como en la de microcrédito.

Gráfico 19. Cartera real por tipo de crédito

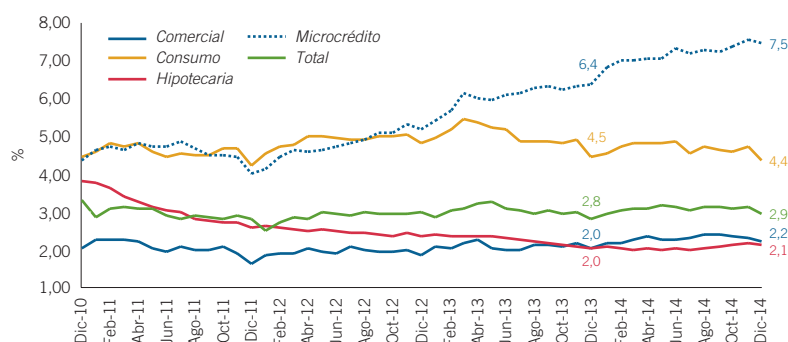


Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

La calidad de la cartera de crédito, medida como la proporción de la cartera vencida sobre la total, finalizó el 2014 en 2,94%. Lo anterior representa un deterioro de 10 pbs respecto a diciembre del año anterior. No obstante, en el último mes del año se observó una mejoría en la calidad de la cartera, con una reducción de 0,16 pps en el indicador frente al mes de noviembre.

Desagregando por modalidad de crédito, se observa una leve mejoría en cada una de las carteras frente a los resultados de noviembre. En este sentido, la cartera de consumo presentó el mayor avance, con una disminución de 33 pbs respecto al mes anterior.

■ Gráfico 20. Evolución de la cartera de crédito vencida por tipo de crédito



* Calidad medida como la proporción de la cartera vencida sobre la total.

Fuente: Superintendencia Financiera.

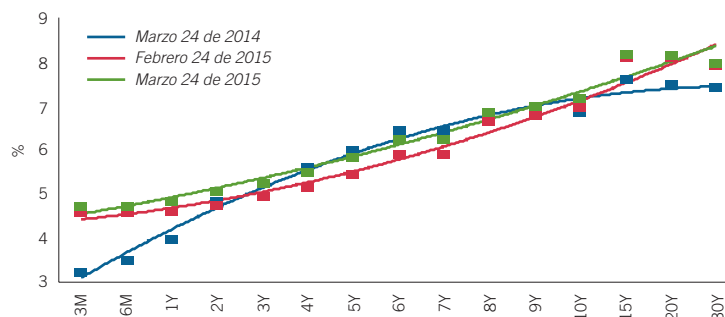
■ Gráfico 21. Índice COLCAP



Fuente: Banco de la República.

El índice de capitalización COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) cerró el pasado 24 de marzo en 1.284,9, presentando así una leve recuperación durante las últimas jornadas. Sin embargo, el índice bursátil se mantiene en el nivel más bajo desde septiembre de 2009, acumulando de esta manera una desvalorización de 13,4% en lo corrido del año a esa fecha.

■ Gráfico 22. Curva de rendimientos TES para Colombia



Fuente: Bloomberg.

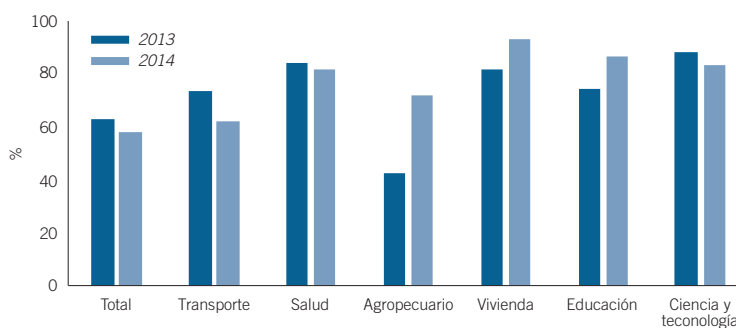
Al cierre del 24 de marzo, la tasa de los TES 2024 cerró en 6,79%, 13 pbs por debajo de la tasa a la que éstos se negociaron un año atrás. Sin embargo, en el último mes los TES han registrado una desvalorización, teniendo en cuenta el aumento en las tasas tanto de corto como de más largo plazo. En marzo, en la parte corta y media de la curva, las tasas aumentaron en promedio 28 pbs frente al mes anterior. La desvalorización en los títulos de deuda pública fue notoria en los TES con vencimiento a 5 y 6 años con incrementos de 40 y 36 pbs, respectivamente.

Sector fiscal

■ Gráfico 23. Ejecución presupuestal en inversión*
(acumulada a diciembre)

La ejecución presupuestal en inversión en lo corrido del 2014 se redujo 1,3 pps frente a lo observado en el transcurso de 2013.

Al desagregar la ejecución sectorialmente, vale la pena destacar el crecimiento de 8,9 pps en la ejecución presupuestal del sector agropecuario frente a lo registrado en 2013. Por otra parte, la ejecución del presupuesto de transporte y de ciencia y tecnología se contrajo 3,4 pps y 1,6 pps, respectivamente.



* Ejecución medida como obligaciones/apropiaciones.

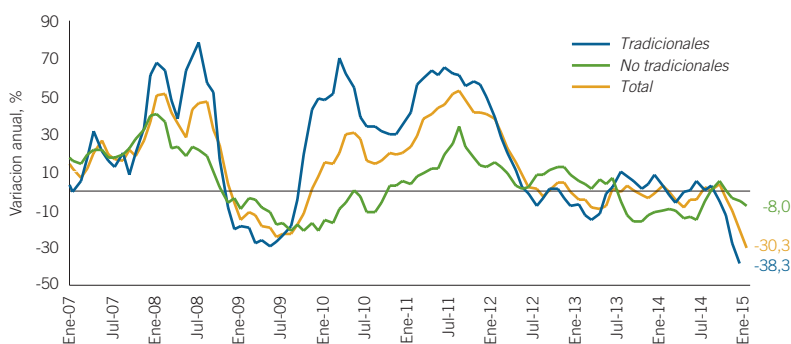
Fuente: Dirección General del Presupuesto Público Nacional.

Sector externo

Gráfico 24. Exportaciones tradicionales y no tradicionales

Para el trimestre móvil noviembre-enero, las exportaciones totales presentaron un declive del orden de 30,3%, explicado en gran medida por el mal desempeño de las exportaciones tradicionales, las cuales se contrajeron 38,3% en el mismo periodo.

Las exportaciones tradicionales presentaron, por primera vez desde junio de 2009, un declive superior al 30%. Lo anterior estuvo explicado principalmente por la fuerte caída de las ventas externas de los combustibles y los productos de las industrias extractivas.



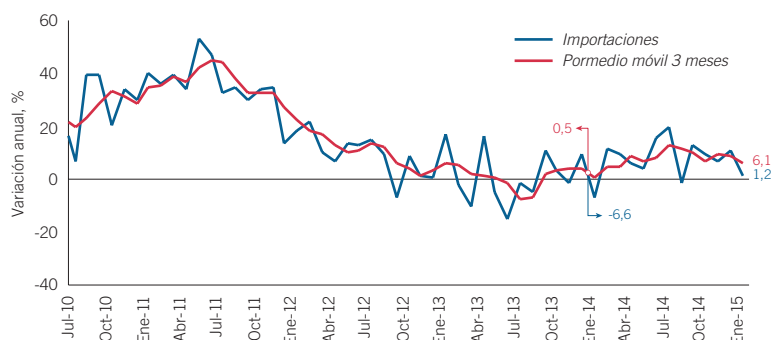
* Variación anual de las exportaciones tradicionales y no tradicionales en promedios móviles a tres meses.

Fuente: DANE.

Gráfico 25. Importaciones (Valor FOB)

En enero de 2015, las importaciones crecieron en 1,2% frente al mismo mes de 2014. Este resultado obedeció principalmente al crecimiento de 6,3% en las importaciones de manufacturas. Por su parte, las importaciones de combustibles y productos de las industrias extractivas presentaron una disminución de 30,9%.

En el trimestre móvil noviembre-enero, las importaciones en valor FOB incrementaron en 6,1% frente al mismo periodo de 2014.

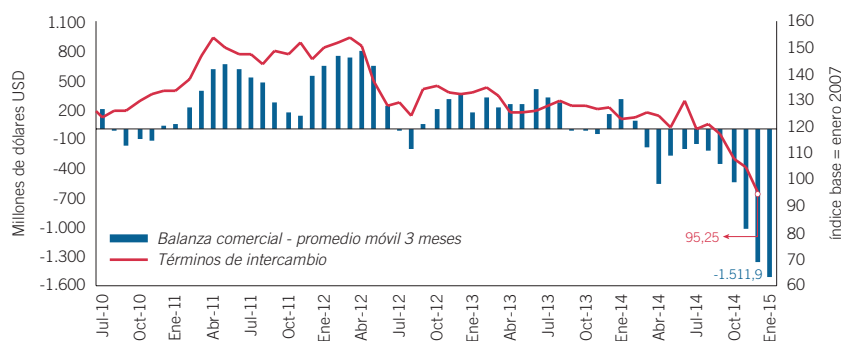


Fuente: DANE.

En enero de 2015, el déficit comercial colombiano se ubicó en 1.797 millones, representando así el dato mensual más alto desde que se lleva registro. Así mismo, la balanza comercial presentó un notorio declive durante el trimestre móvil noviembre-enero, como consecuencia del mal desempeño de las ventas externas del país.

Después de registrar un nivel relativamente estable en los primeros tres trimestres de 2014, los términos de intercambio tuvieron una importante caída en el último trimestre, asociada principalmente al desplome de los precios del petróleo.

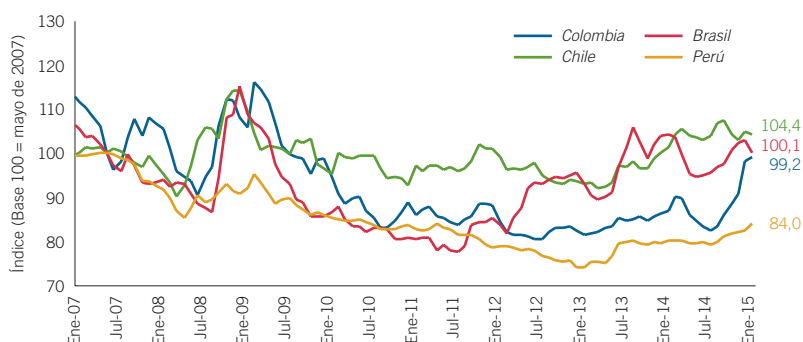
Gráfico 26. Evolución de la Balanza Comercial



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 27. Tasa de cambio real de Colombia, Chile, Brasil y Perú

En el primer mes de 2015, las monedas de Colombia y Perú continuaron depreciándose frente al dólar, alcanzando un incremento en la tasa de cambio real del orden de 13,9% y 4,6% anual, respectivamente. Al respecto, es importante mencionar que el peso colombiano es la moneda que más se ha depreciado en términos reales desde julio de 2014 (20,4%).



Fuente: Banco de la República, Banco central de Brasil, Banco de Chile, Banco Central de la Reserva de Perú.

Gráfico 28. Comportamiento del tipo de cambio

En lo corrido del año hasta el 25 de marzo, el peso colombiano ha registrado una depreciación superior al 5% y se ha ubicado en niveles por encima de 2.650, valores que no se observaban desde 2004.

Si bien el dólar se ha fortalecido frente a la mayoría de monedas de América Latina, la devaluación del peso colombiano ha sido la más fuerte. Lo anterior está ligado en gran medida a la fuerte caída del precio internacional del petróleo.

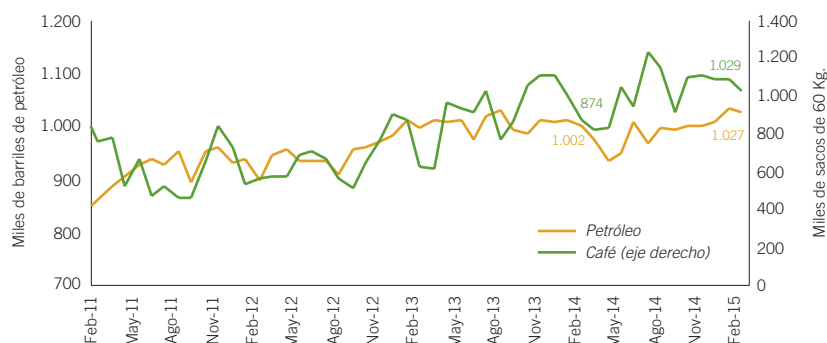


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 29. Producción de café y petróleo

Frente al mismo mes un año atrás, la producción de café registró un sustancial crecimiento de 17,7% y se ubicó en 1,03 millones de sacos de 60 kilos, nivel que no se registraba para el mismo mes desde 2008.

La producción de petróleo en febrero registró un incremento anual de 2,5% y se ubicó en 1'027.000 barriles diarios, completando así cinco meses consecutivos en que la producción diaria supera el millón de barriles.



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos y Federación Nacional de Cafeteros.

CALENDARIO ECONÓMICO

Marzo 2015*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes	Sábado
30	31	1	2	3	4
				Índice de Precios del Productor IPP Tasa de desempleo Estados Unidos	Índice de Precios al Consumidor IPC
6	7	8	9	10	11
	Exportaciones Indicador de Seguimiento de la Economía ISE				
13	14	15	16	17	18
	Muestra Mensual Manufacturera	Reunión de política monetaria BCE	Encuesta de Opinión del Consumidor EOC	Índice de Precios al Consumidor Estados Unidos	
20	21	22	23	24	25
Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo	Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo (ICI-ICCO)*	Importaciones		Reunión Junta Directiva del Banco de la República	
27	28	29	30	1	2
		Producto Interno Bruto de Estados Unidos	Indicadores del Mercado Laboral		

* La fecha de publicación de las encuestas de opinión de Fedesarrollo están sujetas a cambios.

Fuente: DANE, Bloomberg y EuroStat.

Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2015

Incluye:

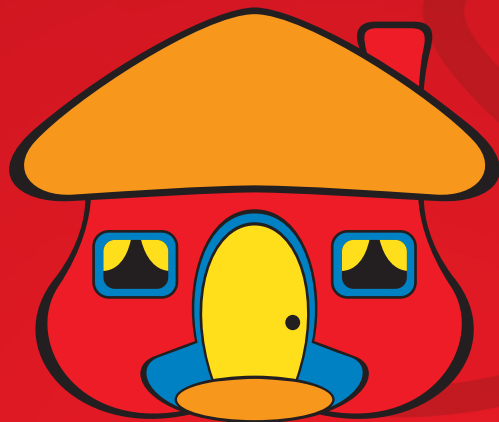
- ☐ Cuatro ediciones al año
- ☐ Servicio de Acompañamiento Macroeconómico
- ☐ Envío mensual de la Encuesta de Opinión Financiera
- ☐ Envío mensual de los Boletines de Encuesta de Opinión al Consumidor y Encuesta de Opinión Empresarial
- ☐ Envío virtual de la publicación mensual Tendencia Económica
- ☐ Envío de Informes Trimestrales
- ☐ Pauta publicitaria
- ☐ Invitación a Debates de Coyuntura Económica y Social Fedesarrollo

Informes Oficina Comercial

Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 340 | 365 | 332

E-mail: comercial@fedesarrollo.org.co | www.fedesarrollo.org.co

Calle 78 No. 9-91 | Bogotá, Colombia



DAVIVIENDA

APOYAMOS
EL CRECIMIENTO
DEL PAÍS
