

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

Septiembre 10 de 2014

## Ciclos económicos y efecto riqueza

Estados Unidos ha entrado en una fase de lenta recuperación durante 2013-2014, creciendo a tasas del 2% anual, pero sin lograr aún su potencial de crecimiento del 3%. Ello también se refleja en su mercado laboral, donde la generación de empleo ha venido bordeando ritmos del 1.7% anual y donde su descenso hacia tasas de desempleo del 6.1% en agosto obedece más a la retracción de su oferta laboral que a un gran dinamismo del empleo.

Asu vez, el propio sector hipotecario ha venido dando señales encontradas respecto de dicha recuperación. Los daños causados por el profundo “efecto riqueza negativo” todavía gravitan sobre los balances de los bancos y de los hogares, quienes han continuado su proceso de “desapalancamiento financiero”. Por ejemplo, la relación *deuda hipotecaria+consumo/ingreso disponible* de los hogares se redujo de niveles del 131% en 2007 a cerca del 104% actualmente, ver gráfico 1.

Para evitar una mayor contracción de la demanda agregada, la Fed tuvo que inyectar liquidez bajo sus programas QEs (I-II-III) durante 2010-2013, alcanzando ritmos pico de US\$85.000 millones/mes en diciembre de 2013. Durante 2014, se han ido recortando a solo US\$25.000 millones/mes y todo parece indicar que para octubre habrán finalizado dichas inyecciones de liquidez.

En contraste, la Zona Euro tan solo crecería 0.8% en 2014, luego del pobre desempeño del segundo trimestre (0.7% anual). Allí se evidencian elevadas tasas de desempleo (11.5%) y la geopolítica con Rusia amenaza con producir deflación (con una inflación del 0.3% anual en agosto). Para evitarlo, el Banco Central Europeo (BCE) aceleró recientemente sus programas de inyecciones de liquidez (T-LTROs) y se apresta a extenderlos más allá de las carteras financieras, cubriendo compras de activos de diversos tipos. La obstrucción del canal crediticio en Europa ha sido particularmente negativa para las Pymes, pues ellas son las grandes generadoras de empleo en Grecia, Italia o España, ver *Comentario Económico del Día* 15 de octubre de 2013.

¿Qué hacer para moderar el impacto del ciclo económico sobre la riqueza de los hogares? Mian et al. (2014) sugieren reemplazar varios tipos de crédito por contratos en los que los prestamistas puedan compartir pérdidas con los deudores (ver *The Economist*, mayo 17 de 2014). En el caso del crédito hipotecario, dicha propuesta consiste en flexibilizar los contratos de estas obligaciones, utilizando las llamadas “hipotecas de responsabilidad compartida”, cuyo principal estaría atado a los precios de las viviendas. Así, los prestamistas podrían compensar el riesgo de pérdida cobrando cerca de un 1.4% de la hipoteca o recibiendo un 5%

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

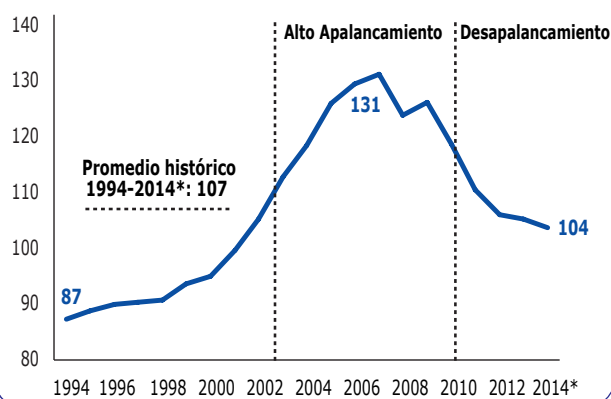
sobre las ganancias por valorización de dichas viviendas. Sin embargo, esta propuesta luce poco práctica, pues bien podría llegar a repetirse un ciclo histórico que castiga la riqueza de los hogares, al comprar viviendas en la fase alcista (como 1995-2005) y tener que venderlas en la fase de crisis (2008-2012), sin que esos réditos logren compensar el efecto de la relación *valor del crédito/valor de la vivienda*.

Anif considera que existen lecciones más fáciles y estructurales, como la adoptada en Colombia con posterioridad a la crisis hipotecaria de 1998-2001, la cual produjo un pronunciado desapalancamiento de los hogares (pasando del 36.5% al 13.4% durante 1997-2004), ver gráfico 2. En efecto, la Ley 546 de 1999 entró a prohibir las llamadas cuotas “súper mínimas”, la indexación diferente a la inflación (UVR) y los apalancamientos superiores al 70% del valor del inmueble. También se estableció la posibilidad de extender los plazos de amortización de 15 hasta 30 años, aunque, en verdad, esto luce poco práctico y algo riesgoso frente a los pronunciados ciclos económicos.

Anif también considera que estas herramientas prudenciales son más adecuadas a la hora de acotar el impacto de los ciclos económicos sobre la riqueza de los hogares frente a las propuestas de Mian et al. (2014). Atar el valor de la “cobertura” a variables precio determinadas por los ciclos económicos puede amortiguar algunos impactos, pero en presencia de ciclos marcados dichos efectos incluso pueden resultar contraproducentes sobre los deudores (v. gr. imponiendo mayores costos, como el de transferir un 5% sobre cualquier incremento del valor del inmueble a favor del sector financiero). En cambio, los límites prudenciales al otorgamiento-pago de los créditos, como los de la Ley 546 de 1999, garantizan condiciones de estabilidad financiera (de entrada) estables hacia el mediano plazo, tanto para el prestamista como para el deudor.

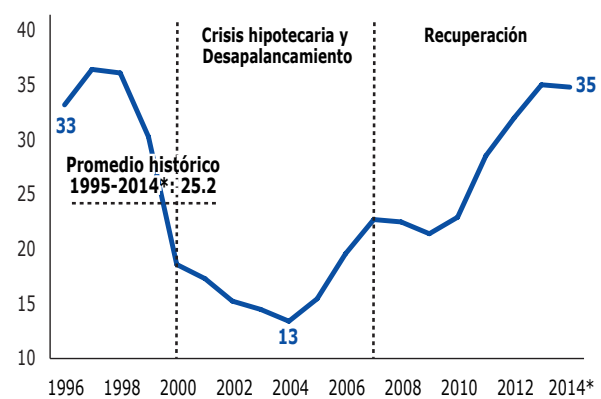
En síntesis, a raíz de la crisis internacional (2008-2013) se han venido evaluando alternativas para moderar los efectos de los ciclos económicos sobre la riqueza de los hogares. Por un lado, se destacan algunos instrumentos de talante financiero, pero ellos tienen efectos procíclicos poco recomendables para preservar el patrimonio de los hogares. Luce más apropiado entrar a regular el mínimo de cuota inicial y los criterios de indexación de la deuda, como se ha hecho en Colombia. De hecho, la Ley Dodd-Frank se movió en esa dirección al prohibir los saltos en las cuotas (los llamados *resets*) y los créditos *sub-prime*.

**Gráfico 1. Estados Unidos: Apalancamiento de los hogares**  
Deuda hipotecaria y consumo/Ingreso disponible (%)



Fuente: Cálculos Anif con base en Federal Reserve y Bureau of Economic Analysis.  
\*Cifras al primer trimestre de 2014.

**Gráfico 2. Colombia: Apalancamiento de los hogares**  
Deuda hipotecaria y consumo/Ingreso disponible (%)



Fuente: Cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Dane.  
\*Cifras a junio de 2014.