



RESOLUCIÓN 8 DEL BANCO DE LA REPUBLICA: UN NUEVO RIESGO PARA LA FINANCIACIÓN DE VIVIENDA

La decisión administrativa del Banco de la República de extender la reducción de las tasas de interés (con límite del 12.7% E.A) a todas las operaciones hipotecarias pactadas de tiempo atrás ha generado gran preocupación en el sector financiero. Esta edición de La Semana Económica analiza en detalle las implicaciones de dicha medida. De un lado está el impacto inmediato sobre los resultados financieros de la banca, y del otro las consecuencias que tendrá sobre el desempeño del mercado hipotecario, en particular sobre temas como las titularizaciones, los plazos de financiamiento y las tasas de interés.

Si bien esta decisión traerá un beneficio marginal de corto plazo para 59.000 obligaciones, la medida en el mediano plazo seguramente significará no sólo un encarecimiento del crédito hipotecario sino, aún peor, una limitante para que continúen bajando las tasas de interés en las otras carteras.

El costo inmediato

Para medir el impacto de la reducción de tasas sobre el resultado financiero de la banca, es necesario tener información sobre el número de créditos que en el momento de la Resolución se encontraban por encima del nuevo tope del 12.7%.

Para ello, la Asobancaria recopiló información de las entidades bancarias y encontró que de los 543.531 créditos hipotecarios, cerca de 59.000 se encontraban por encima de dicho límite, que la tasa promedio a la que estaban colocados ascendía a 13.84%, que el plazo promedio al vencimiento era de 79 meses y su saldo a capital ascendía a \$2 billones.

Esta información indica que el flujo que deja de recibir la banca por concepto de intereses de esta cartera es del orden de \$21.451 millones

anuales, lo que representa un costo en valor presente de \$105.625 mil millones. De estos créditos 21.000 se encontraban titularizados con un saldo de \$495 mil millones y un plazo al vencimiento de 80 meses aproximadamente. Por fortuna, el margen de tasas de las titularizaciones era lo suficientemente holgado como para absorber sin ningún problema el menor flujo de caja que por \$5.300 millones anuales produjo la decisión del emisor.

Cuadro 1 Situación del crédito hipotecario con la Resolución 8

	Saldo billones de \$	Número Créditos
> 12.7%	2.0	58.949
≤ 12.7%	7.5	484.582
Total*	9.5	543.531

* Incluye titularizaciones

Fuente: Cálculos Asobancaria.

Es importante señalar que el impacto de la decisión administrativa de la Junta pudo haber sido más grande, de no haber sido por la intensa competencia de tasas que venía experimentando el mercado desde el mes de marzo. A raíz de ésta los bancos habían ofrecido a sus clientes la posibilidad de actualizar sus créditos a las nuevas condiciones vigentes (UVR+8.5% aproximadamente) o había aumentado el nivel de prepagos que, según la Titularizadora Colombiana, alcanzó tasas históricas del orden del 100%¹ en mayo de 2006.

En definitiva, la medida tendrá un efecto moderado en términos del P&G de la banca, ya que el mercado por su propia cuenta había actualizado las tasas de interés a las nuevas

¹ Lo que significa que de haber seguido al ritmo de prepago observado en esa fecha, en un año se hubiera pagado la totalidad de la cartera titularizada.

condiciones de competencia en el segmento hipotecario.

Sin embargo, hay un costo inmenso por la incertidumbre que se introduce a los contratos de largo plazo y por los efectos negativos que esto pueda acarrear. Un escenario en el que el Banco de la República pueda reducir la tasa de la cartera hipotecaria con efectos retroactivos es tan incomprensible como uno en el que se puedan revisar las condiciones de operaciones materializadas entre particulares. Por ejemplo, sería insensato que un supermercado que otorgue un descuento sobre un producto en un día se viese obligado a devolverle dinero a aquellos que lo compraron con anterioridad a un precio mayor.

Un piso a las tasas de interés

Nunca antes se había visto en el mercado de crédito una competencia tan intensa como la observada recientemente en el tema hipotecario. Entre febrero y mayo de 2006 las tasas de interés registraron una caída del orden del 35%.

Aunque las tasas de interés de créditos hipotecarios habían alcanzado un piso virtual desde comienzos de junio, la decisión del Banco genera un desincentivo a seguir reduciendo las tasas que sirven de referencia para el cálculo de la tasa máxima y a mantener en los niveles tan bajos las tasas de financiación de vivienda.

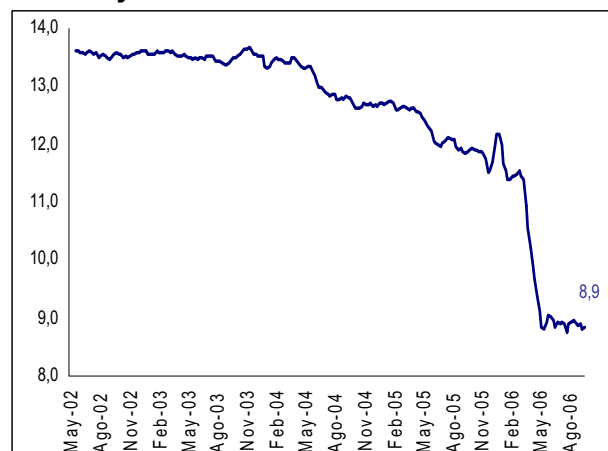
La evidencia registrada hasta el 22 de septiembre no permite constatar que la tasa de los nuevos desembolsos haya aumentado en respuesta al mayor riesgo asociado con la potencial revisión administrativa de las tasas de interés. Sin embargo, la tasa de los créditos desembolsados en esa fecha pudo haber sido pactada con anterioridad y el efecto sobre la tasa tardará unos meses en hacerse evidente en las estadísticas (gráfico 1).

Un sondeo realizado entre las principales entidades hipotecarias permite anticipar algunos efectos sobre el mercado hipotecario. Aunque se espera un aumento en las tasas de interés el efecto podría ser moderado, en particular por la actual coyuntura de liquidez, por la intensa competencia que se viene registrando en el

mercado hipotecario, y porque en el horizonte de mediano plazo no se anticipan caídas adicionales de las tasas de interés en la economía (punto A gráfico 2). Pero como este es un negocio de largo plazo, la situación puede cambiar radicalmente en un escenario de tasas de interés elevadas. El riesgo de que se revisen a la baja esas tasas, crea un potencial riesgo que implicará el cobro de una prima de riesgo mayor por parte de las entidades financieras (punto B gráfico 2).

Gráfico 1

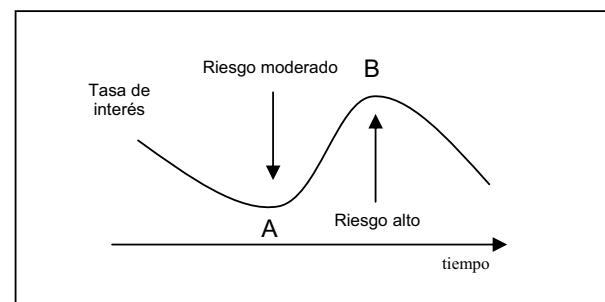
Tasas de créditos hipotecarios diferentes a VIS en \$ y UVR



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Asobancaria

Gráfico 2

Ciclo de tasas y potencial riesgo de intervención administrativa



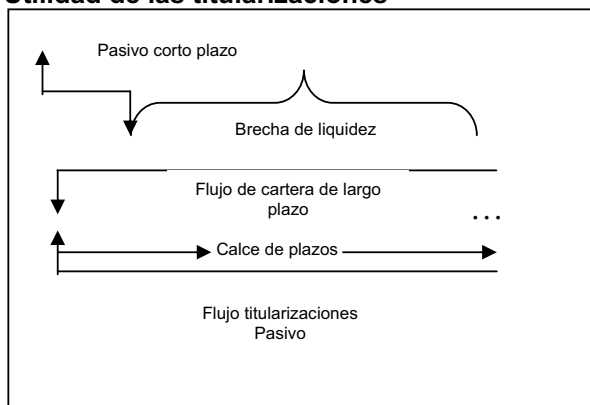
Fuente: Asobancaria.

Los costos de mediano plazo

Las reacciones que ha producido la decisión del emisor coinciden en que se producirá un estancamiento de la actividad hipotecaria y un aumento en el costo de las nuevas operaciones. No hay duda del enorme perjuicio que se le causa a un negocio de largo plazo, cuyo adecuado funcionamiento requiere de la estabilidad de las reglas del juego. Al riesgo de crédito, de mercado y jurídico propios de la actividad hipotecaria se agrega uno nuevo que es el de la intervención administrativa de las tasas, que a su vez retroalimenta los otros riesgos, en particular el derivado del descalce de plazos.

Además de los riesgos de crédito propios de la intermediación, la actividad hipotecaria acarrea un tipo de riesgo específico relacionado con el descalce de plazos entre captaciones y colocaciones. La actividad hipotecaria está expuesta a un riesgo de balance originado en la captación de depósitos a la vista o a corto plazo y la colocación de esos recursos en créditos a plazos entre 5 y 15 años.

Gráfico 3
Utilidad de las titularizaciones



Fuente: Asobancaria.

Para mitigar ese riesgo se han desarrollado mecanismos como el de la titularización de cartera, que en esencia consiste en la emisión de títulos a largo plazo (pasivo) respaldados con cartera hipotecaria de largo plazo (activo). Por esta vía una entidad financiera puede fondear sus operaciones de crédito

hipotecario con recursos de largo plazo obtenidos a través del mercado de capitales, reduciendo el riesgo de un alza de tasas de interés que afecten su valor patrimonial (gráfico 3).

¿Qué pasa entonces cuando una entidad externa decide sobre la tasa de interés a la que está atada la cartera titularizada?. En primer lugar, se presenta una discrepancia de flujos de caja de la cartera frente a los previstos en el momento de la estructuración de la titularización, restándole potencia a ésta como mecanismo para cubrir el riesgo de liquidez.

Por ejemplo, si se tiene una cartera a 10 años pactada a UVR+13.9% cubierta con una titularización al mismo plazo a UVR+7.5%, se tiene un margen de 6.4%, que sirve para cubrir los gastos de administración de la cartera, la pérdida esperada por el no pago y remunerar el capital. Pero independientemente del tamaño del margen, lo importante es que se asegura que éste se mantendrá estable durante la vigencia de los contratos. En eso consiste el calce en plazos que provee la titularización.

La potestad de modificar este margen vía decisiones administrativas le resta potencia a las titularizaciones como mecanismo de calce de plazos y deja a la banca expuesta al riesgo de margen, ya no por discrepancias de plazos al vencimiento de sus pasivos y activos, sino por decisiones de tipo legal.

Ahora bien, la estructura flexible y la ingeniería financiera le permiten a las titularizaciones lidiar con este nuevo riesgo. De hecho la titularización E-8 que se realizará por \$876 mil millones en la segunda semana de octubre prevé este evento y su cobertura desde el mismo momento de la estructuración, pero obviamente con un sobre costo para la actividad hipotecaria.

Comentarios finales

Gracias a la intensa competencia hipotecaria, el impacto de la medida del Banco de la República sobre el resultado de los bancos será moderado. El ajuste de tasas lo venía haciendo el mercado por su propia cuenta. Con la intervención administrativa, sin embargo, se

genera un pésimo precedente para el futuro de la financiación de vivienda en el país.

No sólo los intermediarios financieros sino los inversionistas de las titularizaciones buscarán mitigar el riesgo cobrando primas superiores, sino que se crea un desestímulo a la reducción de las tasas de otros segmentos, que son la referencia para la definición de la máxima tasa de interés hipotecaria.

El nuevo riesgo que se introduce a la financiación de vivienda desestimula el uso de las titularizaciones como mecanismo para el calce de plazos. Aunque la estructuración de nuevas emisiones contempla explícitamente este tipo de riesgos, esto encarece el proceso.

El avance logrado en la reducción del margen de intermediación de cartera hipotecaria se ve opacado por decisiones administrativas que no consultan el nivel de competencia ni eficiencia de la banca para la prestación de servicios financieros. El sobrecosto que generan estas medidas terminan pagándolo los mismos usuarios del sector financiero. La financiación hipotecaria representa el 3% del PIB, y llegar a los niveles observados en otras latitudes y a los que requiere el déficit habitacional no será una tarea fácil con tanta incertidumbre jurídica e inestabilidad de las reglas del juego.