

EL TEMBLOR HIPOTECARIO

La reciente crisis hipotecaria en EEUU tiene a los mercados financieros en ascuas. La volatilidad que se ha registrado en los mercados a lo largo y ancho del mundo ha puesto nerviosos tanto a bancos centrales, como a gobiernos e inversionistas, al punto que el viernes pasado la Reserva Federal de EEUU bajó de manera sorpresiva su tasa de interés en 50 puntos básicos. Todos los agentes están a la espera de los efectos de esta intervención con la expectativa de que contribuya a detener los efectos adversos que se han desencadenado a partir de esta crisis.

Una rápida mirada al mercado inmobiliario estadounidense

La marcada debilidad del mercado inmobiliario estadounidense, que al principio parecía un fenómeno transitorio, ha puesto en jaque la estabilidad económica y financiera mundial.

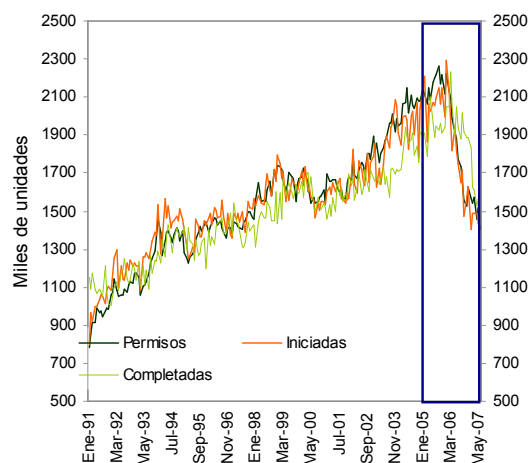
El análisis de las cifras disponibles sobre el comportamiento de la actividad inmobiliaria muestra una situación crítica tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda.

En cuanto a la oferta, la información a junio publicada por el Departamento de Censos de los Estados Unidos revela fuertes caídas en las licencias de construcción y en las unidades completadas e iniciadas equivalentes a 25,2%, 19,4% y 28,2%, respectivamente. El nivel actual de estos indicadores es muy similar al registrado a finales de la década de los noventa (gráfico 1).

A este panorama se suman numerosas dificultades por el lado de la demanda. Esto se aprecia claramente en el comportamiento del índice HAI¹, que actualmente se

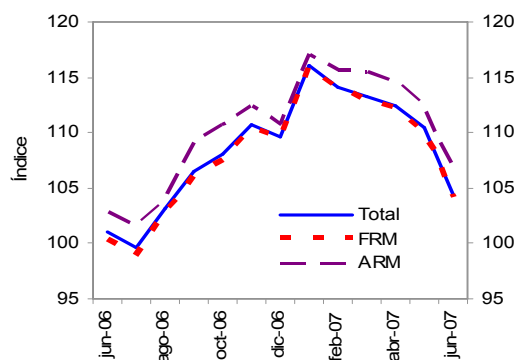
encuentra por debajo de su promedio histórico y exhibe una clara tendencia a la baja. Sólo en el transcurso de seis meses el HAI ha perdido 11,6 puntos porcentuales al pasar de 116 puntos en enero a 104,4 en junio (gráfico 2).

Gráfico 1
Evolución reciente de las licencias de construcción y unidades de vivienda iniciadas y completadas (Ene-90 – jun07)



Fuente: Census Bureau.

Gráfico 2
Housing Affordability Index*



Fuente: National Association of Realtors (NAR).

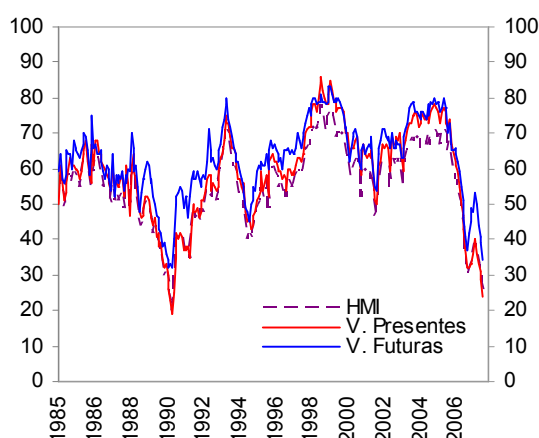
*FRM: Índice para préstamos con tasa fija; ARM: Índice para préstamos con tasa variable.

¹ El *Housing Affordability Index* mide la capacidad de pago de las cuotas mensuales de un crédito hipotecario por parte de una familia norteamericana promedio. Este índice toma en cuenta el precio promedio de la vivienda familiar, la tasa de créditos hipotecaria del mes, la cuota mensual promedio, el ingreso familiar efectivo y el necesario y la

calificación de ingreso (ingreso necesario para calificar por un préstamo hipotecario promedio).

Así mismo, la información publicada por la Asociación Nacional de Constructores Inmobiliarios (NAHB) revela que en julio los índices del mercado inmobiliario (HMI) y de las ventas presentes y futuras del sector experimentaron un marcado deterioro. En particular, el índice del mercado inmobiliario se ubicó en 24 puntos, el valor más bajo desde enero de 1991. Lo mismo ocurrió con los índices que miden la percepción de las ventas presentes y de los próximos seis meses, que alcanzaron 24 y 34 puntos respectivamente (gráfico 3).

Gráfico 3: Evolución histórica del índice del mercado y de ventas presentes y futuras



Fuente: National Association of Home Builders (NAHB)/ Wells Fargo Housing Market.

Finalmente, de acuerdo con la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios (NAR), en el mes de junio las ventas de unidades existentes cayeron 11,4% al tiempo que los inventarios crecieron a una tasa anual de 12,3%. Como consecuencia de lo anterior, el valor de la vivienda se ha visto negativamente afectado. Mientras que entre 2004 y 2005 los precios de las unidades existentes crecieron 12,4% en términos nominales, en 2006 lo hicieron en 1,04% y en lo que va del 2007 sólo se han elevado en 0,3%.

El origen de la crisis

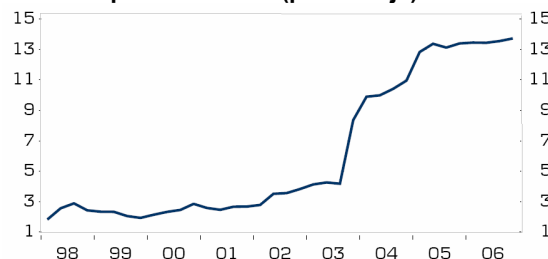
La desfavorable dinámica del sector inmobiliario ha sido uno de los detonantes de la crisis hipotecaria, que ha tenido su origen en el mercado de los créditos de alto riesgo: los llamados “subprime mortgages” que por su naturaleza son créditos con una probabilidad de pago menor que la de otro tipo de créditos.

Los requisitos para otorgar este tipo de créditos son menos estrictos que los del resto

de créditos hipotecarios, y la gran mayoría de estos se otorgan a tasas de interés variables². Los criterios de colocación de cartera se centran usualmente en tres indicadores: la historia crediticia y el “score” o calificación de riesgo de crédito, la razón entre el costo de servir la deuda y el ingreso, y la proporción entre la deuda y el valor del activo. Deudores con “score” de crédito bajo, con razones de servicio de deuda a ingresos superiores a 55%, y/o razones de deuda a valor del activo superiores a 85%, se consideran dentro de la categoría “subprime”.

A finales de los años noventa y durante los primeros años de 2000, en respuesta al boom hipotecario que se vivía en EEUU se intensificó notablemente el otorgamiento de este tipo de préstamos. De acuerdo con la información de la asociación de prestamistas hipotecarios de EEUU (Mortgage Bankers Association) los créditos “subprime” pasaron de ser menos del 3% del total de créditos hipotecarios en el año 2000, a 13,7% en el año 2006 (gráfico 4).

Gráfico 4
Participación de los créditos subprime en la cartera hipotecaria total (porcentaje)



Fuente: Mortgage Bankers Association.

Dicho incremento se explica fundamentalmente por la dinámica misma que traían los precios de las viviendas. Los mayores precios obligaban a los deudores a tomar créditos adicionales en condiciones de mayor riesgo, ya que al llegar a niveles tan altos, la capacidad de compra de los hogares no alcanzaba para adquirir las viviendas con un solo crédito convencional.

En buena medida esta expansión estuvo acompañada por el diseño de instrumentos financieros para potenciar los bonos obtenidos de la titularización de estos créditos. Las titularizaciones de los créditos “subprime” se estructuraban de manera que se obtuvieran

² Otorgar créditos hipotecarios a tasa variable estaba prohibido en EEUU hasta 1982.

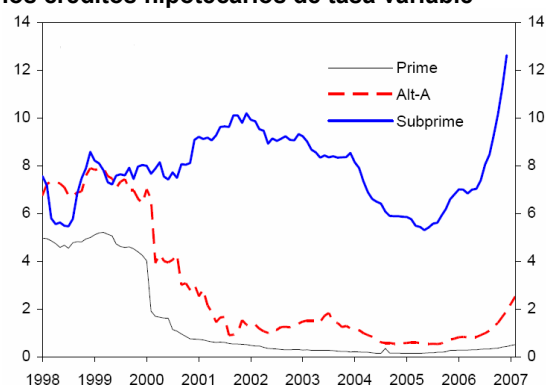
diferentes niveles de prelación otorgando mayor protección a los niveles más “senior”. Los créditos exigían niveles elevados de colateralización y se cobraban tasas de interés más altas. La combinación de estos factores permitió construir instrumentos financieros altamente calificados y considerados como poco riesgosos. Mediante este mecanismo se logró obtener financiación para el segmento de hipotecas de alto riesgo, en un momento en que los inversionistas buscaban títulos valores con retornos elevados.

En palabras criollas, se juntaron el hambre con las ganas de comer. Por un lado había una alta demanda por activos inmobiliarios y por otra una gran oferta de recursos financieros que buscaban retorno.

La crisis estalla cuando comienza a detenerse el ritmo de crecimiento del precio de las viviendas y empiezan a subir las tasas de interés como resultado de la política del FED. Con precios altos y alta demanda por activos inmobiliarios, los hogares que entraban en problemas financieros podrían vender su activo y con ello repagar su deuda. Al caer los precios el valor de la deuda podía superar el del activo, llevando a los hogares a incumplir sus obligaciones financieras.

Como consecuencia de esto, entre el 2005 y lo corrido del 2007, la tasa de incumplimientos de los créditos “subprime” pasó de 6% a niveles superiores al 12% (gráfico 5).

Gráfico 5
Porcentaje de incumplimientos y ejecuciones de los créditos hipotecarios de tasa variable*

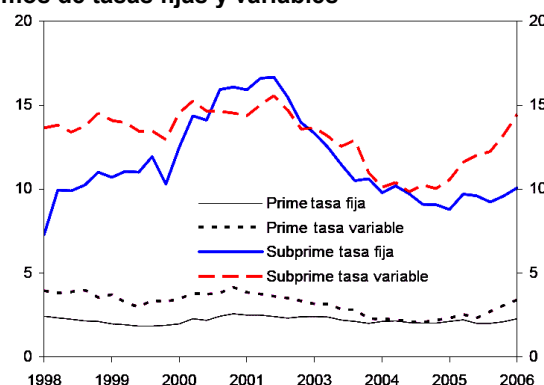


Fuente: “Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets”. FMI. (WP/07/188). *Se incluyen los préstamos con cuotas atrasadas 60 días o más, así como las ejecuciones por incumplimiento.

Los mayores incrementos en las tasas de incumplimiento se han dado en los créditos a

tasa variable. Los créditos “subprime” otorgados a tasa fija y variable tenían en 2004 tasas de incumplimiento similares y cercanas al 10%. El interés de créditos a tasa fija se ha mantenido en esos niveles, mientras que el de los créditos a tasa variable ha subido a niveles cercanos al 15% (gráfico 6).

Gráfico 6
Porcentaje de incumplimientos para los préstamos de tasas fijas y variables



Fuente: “Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets”. FMI. (WP/07/188).

En últimas, la historia detrás de la crisis es muy sencilla, y podemos decir que en Colombia la conocemos muy bien. Es evidente que en un ambiente de volatilidad financiera, los créditos de vivienda a tasas variables pueden resultar excesivamente riesgosos. Un ejemplo que ilustra la sensibilidad de los hogares a las tasas variables es el siguiente: Supóngase un crédito a 15 años por 200,000 dólares a una tasa variable. Cuando la tasa es de 6%, es decir un nivel cercano al de las tasas de los créditos “subprime” en el año 2003, una familia con un ingreso mensual de 5,570 dólares dedicaría el 30% de su ingreso a pagar su hipoteca. Si la tasa sube a niveles cercanos a los de 2006 es decir a 10%, la cuota que tendría que pagar aumentaría en 26%. Dado que los ingresos de las familias usualmente aumentan con la inflación, el ajuste que tendrían que hacer para pagar esta nueva cuota sería muy importante, particularmente si se tiene en cuenta que la inflación acumulada de los Estados Unidos entre diciembre de 2002 y diciembre de 2006 bordea el 12%. Si la familia enfrenta el dilema de ajustarse en educación, salud, servicios públicos, comida, etc., es posible que decida incumplir sus obligaciones financieras en vez de apretarse en otros frentes.

La subida de tasas de interés pudo haber motivado la crisis en los repagos de las deudas, situación que se vio acentuada cuando comenzó a operar el aumento en las ventas de viviendas que se observó en el 2006 para cumplir con el pago de hipotecas. La caída en los precios de las viviendas llevó a que varios hogares vieran que la razón entre el valor de la deuda y el de la vivienda creciera. Esto disminuyó el incentivo a repagar la deuda y fortaleció a su vez la dinámica de la crisis. A raíz de los problemas atados a la cartera hipotecaria, varios prestamistas especializados quebraron o frenaron el ritmo de sus operaciones. Igualmente, varios fondos de inversión y fondos de coberturas con exposición a títulos respaldados por créditos hipotecarios comenzaron a registrar retornos bajos o negativos³.

Es importante anotar que el tamaño de este mercado no es lo suficientemente grande como para provocar un terremoto como el que se desencadenó a raíz de la cesación de pagos de Rusia a finales de la década del 90, aunque sí lo suficientemente notorio como para provocar el temblor que se ha desencadenado desde entonces. La mayoría de instituciones financieras, salvo aquellas con una enorme exposición a bonos titularizados respaldados en hipotecas riesgosas, han podido y podrán continuar sobrellevando las pérdidas que acarrea esta crisis.

No puede argüirse que esta crisis ha tomado por sorpresa al mundo. Desde tiempo atrás venía anunciándose que tarde o temprano reventaría la burbuja de precios de vivienda en EEUU y que eso llevaría a ajustes tanto en el mercado de hipotecas como en el precio de las viviendas. Lo que observamos hoy en día, es precisamente esa corrección.

Las posibles consecuencias

El impacto más directo de las dificultades que enfrenta el sector hipotecario en EEUU ha sido sobre los originadores de crédito, en particular los de hipotecas de alto riesgo. Muchos han cerrado, quebrado, o han sido absorbidos por otras entidades.

Gran parte de las pérdidas se han concentrado en el otro extremo de la cadena de titularizaciones, donde es más difícil identificar con total claridad quienes son los afectados, dado que con las titularizaciones el riesgo

se distribuye a lo largo y ancho de la economía mundial. Es precisamente esto lo que ha generado la incertidumbre y los movimientos de los mercados financieros recientes. Sin embargo aquí vale la pena enfatizar de nuevo que el tamaño de la pérdida es moderado. Más que la pérdida en sí misma en este frente, la preocupación principal tiene que ver con la posibilidad de que haya algún tipo de "contagio" hacia otros mercados.

Desde mediados de los años noventa han surgido varias explicaciones para las crisis financieras que abundaron durante esa década. La crisis del sistema monetario europeo, la crisis mexicana, la crisis asiática, la crisis rusa, y sus consecuencias en otras latitudes, llevaron a diversos analistas a preguntarse cuáles son los mecanismos mediante los cuales una crisis focalizada en un sector o en un país puede transmitirse a otros sectores u otros países independientes.

Dentro de las explicaciones se destacan las que se basan en modelos con equilibrios múltiples, donde el resultado final depende de la percepción que tengan los inversionistas sobre cual va a ser el resultado de una perturbación particular. Si la percepción se inclina hacia consecuencias nefastas de un shock, seguramente las consecuencias serán nefastas. Si la percepción es que el shock es transitorio y con consecuencias leves, seguramente ese será el resultado. En otras palabras, el contagio de una crisis a otros mercados depende de la confianza que tengan los inversionistas en el funcionamiento de los otros mercados.

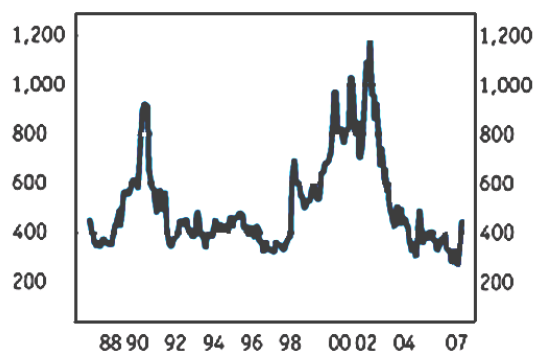
La pregunta de fondo ahora es si es posible que se dé o no esta fuente de contagio hacia otros sectores en EEUU o hacia otros mercados globales. Según reportes de algunos medios internacionales, el apretón crediticio que naturalmente se está observando en el mercado hipotecario de EEUU estaría trasladándose a otros mercados. Si bien esta preocupación es real, los datos no parecen validarla. De hecho, el diferencial que se paga sobre los bonos corporativos de alto riesgo no se ha ajustado de manera importante como se esperaría en presencia de un fuerte apretón crediticio, lo que sugiere que de momento la crisis se ha contenido (gráfico 7).

Lo que sí parece estar sucediendo es que después de la debacle en el segmento de crédito de alto riesgo, los inversionistas estén revaluando su percepción sobre otros riesgos.

³ Un recuento de estos sucesos se encuentra en <http://online.wsj.com/public/resources/documents/info-BondTurmoil0707-sort.html>

Hay que anotar que la probabilidad que se le asignaba al incumplimiento de los créditos hipotecarios de alto riesgo resultó ser superior a la estimada inicialmente. Esta corrección ha llevado a que las calificaciones otorgadas a bonos respaldados en este tipo de hipotecas resultaran equivocadas. De hecho, en lo corrido de la crisis el precio de los bonos titularizados ha bajado significativamente a la par que muchos de ellos han tenido severas caídas en su calificación.

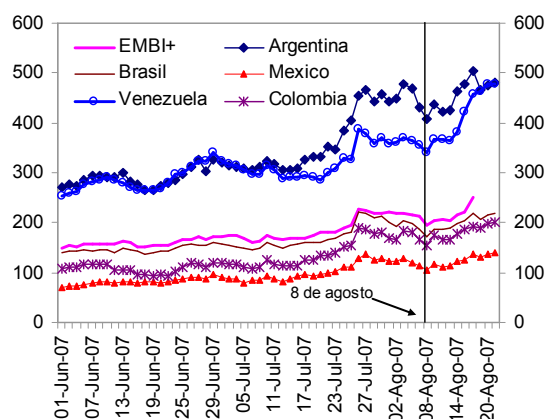
Gráfico 7
Spread sobre los bonos del tesoro de los “high-yield bond”



Fuente: The Economist.

Parte de los riesgos que están siendo revaluados son los de los bonos y las monedas de los mercados emergentes. Los spreads de los EMBI, en respuesta han subido cerca de 50 puntos básicos (gráfico 8).

Gráfico 8
EMBI + y de algunas economías emergentes



Fuente: JP Morgan

Este posiblemente sea el canal de contagio que estaremos viendo en los días por venir. Lo

más probable es que sigamos viendo correcciones en la valoración de los activos de los mercados emergentes.

Efectos de la crisis hipotecaria sobre los mercados colombianos

En el caso de Colombia se han empezado a ver ajustes en la bolsa de valores, la tasa de cambio, y las tasas de interés de la deuda pública.

El mercado de divisas ha sido testigo durante las últimas dos semanas de un cambio en la tendencia de apreciación de nuestra moneda hacia la depreciación. La TRM pasó de \$1.964 el 6 de agosto, a niveles superiores a la “barrera psicológica” de los 2.000 pesos (13 de agosto). Posteriormente, el viernes 17 de agosto, la TRM alcanzó un máximo de \$2.124 al incrementarse 76 pesos con respecto al día anterior, lo que significa la mayor alza diaria desde el 2 de septiembre de 1998 cuando subió 110 pesos. Al final del día, la tendencia alcista del dólar se detuvo y la tasa de cambio promedio se ubicó en \$2.113,91, mientras que la apreciación año corrido alcanzó un mínimo de 5,11%. Ante el estallido de la crisis el volumen de transacciones en el mercado interbancario de divisas también se incrementó, pasando de un valor promedio de transacciones de US\$ 634 mil entre el 1 y 8 de agosto, a US\$1'163 mil en promedio entre el 9 y el 17 de agosto.

El mercado de deuda pública también se ha ajustado como consecuencia de la tensión mundial, ya que ante la mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas extranjeros se liquidaron posiciones en activos riesgosos, incluidos los títulos de deuda de países emergentes, y se trasladaron estos recursos a activos más seguros, como bonos del tesoro de los Estados Unidos.

Los TES con vencimiento de 2020, por ejemplo, comenzaron la semana del 6 de agosto de 2007 con una tasa de 9,96%, y al 17 de agosto se ubicaba en 10,54% (un incremento de 583 puntos básicos). Otras referencias de menor plazo tuvieron un incremento menos pronunciado, como es el caso del título con vencimiento en 2008, que durante este mismo lapso incrementó su tasa en 195 puntos básicos, desde un nivel de 9,52% hasta 9,715% el viernes de la semana pasada.

Por último, en lo que se refiere al mercado bursátil, después de alcanzar un máximo de 11.285 el 24 de julio, el índice de la bolsa de valores de Colombia al 15 de agosto de

2007 se ubicó en 10.474, lo que implica una reducción de 7,74% respecto a su último valor máximo. Entre el 15 y el 16 de agosto, este índice se redujo nuevamente 4,92%, la mayor caída diaria de todo el año. Sin embargo, el viernes 17 la calma retornó al mercado y el índice IGBC repuntó y mostró una variación positiva de 2,72%, ubicándose para ese día en 10.230,87.

Hay que aclarar que a pesar de que el nerviosismo internacional efectivamente influyó en el comportamiento de la bolsa de valores colombiana, los fundamentales económicos y corporativos a nivel local no han cambiado significativamente. Adicionalmente el mercado accionario en Colombia, a diferencia de los de otras economías de países desarrollados, tiene una baja proporción de acciones que son propiedad de inversionistas extranjeros⁴, por lo que el efecto directo de un incremento en la aversión al riesgo por parte de este tipo de inversionistas sobre el mercado nacional debería ser mínimo.

Lo que se vio la semana anterior en el mercado bursátil colombiano fue una recomposición del portafolio de los inversionistas locales, quienes liquidaron sus inversiones en estos activos para comprar dólares, esperando obtener ganancias especulativas como resultado de una creciente expectativa de devaluación generada por la coyuntura actual.

Reflexiones finales

Es pertinente hacerse la pregunta de si nos encontramos cerca de sufrir una catástrofe similar a la que vivimos durante la segunda mitad de la década de los noventa o si enfrentamos una situación menos crítica frente a la cual sea menos complejo navegar. Nuestra percepción es que a pesar del ajuste que están experimentando los mercados nos encontramos en un momento favorable. Ejemplo de ello es que a pesar de la crisis, el spread del EMBI colombiano se mantiene en niveles históricamente bajos de 200 puntos básicos.

Sin lugar a dudas, muchos de los indicadores de solvencia del país son significativamente más sólidos de lo que eran a finales de la década del 90. Creemos que hay razones para estar tranquilos en cuanto a los esfuerzos que se han hecho por consolidar la estabilidad financiera del país. A diferencia de

lo que se dio durante los noventa, el precio de los activos se ha fortalecido, pero no como resultado de una burbuja especulativa, y por lo tanto se encuentran en capacidad de soportar adecuadamente una eventual corrección en sus niveles. Estos elementos sumados al hecho de que el endeudamiento global así como el de moneda extranjera se encuentran hoy en niveles financieramente aceptables, y si tenemos en cuenta que la cartera hipotecaria en Colombia sin incluir titularizaciones tan solo representa 2,5% del PIB hacen que la respuesta ante un shock internacional sea menos compleja y con seguridad menos crítica para el país.

El ajuste en los pronósticos de crecimiento económico mundial realizados recientemente por el FMI es, sin lugar a dudas, una excelente noticia. El entorno mundial, a pesar de la turbulencia en los mercados continúa siendo favorable. Estos hechos, nos llevan a pensar en la posibilidad de que una vez termine el proceso de corrección en los precios resultado de la revaloración de los riesgos, Colombia pueda continuar con menor incertidumbre su tendencia de crecimiento.

La crisis hipotecaria de EEUU una vez más refuerza la lección que con traumatismos aprendió Colombia en los años noventa. El crédito hipotecario a tasas variables en un entorno volátil es excesivamente peligroso. Creemos que el marco legal en que opera el crédito hipotecario en Colombia es sólido, y por lo mismo no vemos en nuestro país, las condiciones necesarias para que se replique una crisis como la que se vive en EEUU en el mercado hipotecario "subprime". Los efectos pueden venir a través de la incertidumbre sobre la valoración de riesgos que se desprenden de la crisis.

Afortunadamente en Colombia se frenó a su debido tiempo la idea de generar créditos de consumo a partir de las valorizaciones de las viviendas como sucedió en EEUU. De lo contrario se habría abierto una importante compuerta de fragilidad financiera.

⁴ Se calcula que tan solo el 2% de las acciones que se transan en el mercado colombiano se encuentran en manos de inversionistas extranjeros.