

FINANCIACIÓN DE VIVIENDA Y TITULARIZACIÓN HIPOTECARIA: DIFERENCIAS ENTRE COLOMBIA Y ESTADOS UNIDOS

En la edición de Semana Económica de Octubre 24¹ se presentó un análisis de la actual crisis financiera internacional. Se mencionó que, como consecuencia de los altos niveles de liquidez y bajas tasas de interés reales en los Estados Unidos, se creó una burbuja de precios inmobiliarios que fomentó la compra de vivienda financiada a largo plazo. Adicionalmente, se señaló que en Estados Unidos las tasas de interés de los créditos de vivienda, en una gran proporción, eran variables y aumentaban a partir del segundo año de desembolso y que se desarrollaron estructuras financieras sofisticadas que transmitieron el deterioro de los créditos *sub-prime* al mercado financiero internacional.

En Colombia, la crisis financiera de finales de los años noventa presentó condiciones similares a las de los Estados Unidos, aunque el riesgo se concentró en los bancos y en los deudores, sin que se transmitiera al mercado.

En esta edición de Semana Económica presentamos las diferencias entre el esquema de otorgamiento y titularización de créditos de vivienda que se aplica en el país y en Estados Unidos.

El análisis nos permite afirmar que, como resultado de la crisis vivida en Colombia hace diez años y del marco legal vigente,

el país cuenta con un sistema estable de financiación hipotecaria y con un esquema de titularización diferente al que permitió la expansión de la crisis financiera a los mercados de los países europeos y asiáticos, principalmente.

Precios de vivienda

El indicador de precios es, sin duda, uno de los mejores termómetros para evaluar el mercado de vivienda y su financiación. En la medida en que su crecimiento sea resultado de burbujas originadas en aspectos macroeconómicos ajenos al propio mercado de vivienda y se otorguen créditos soportados en activos inflados, la caída drástica en su valor inevitablemente deteriora la cartera.

Como se puede observar en la gráfica 1, en el caso de Estados Unidos, los precios de vivienda usada registraron crecimientos anuales de 11% en promedio durante el período de 2000 a 2006 y vienen cayendo a una tasa de 10% anual desde entonces. En Colombia, también hubo una burbuja en la primera mitad de la década de los noventa que se desinfló en la segunda mitad con una caída de cerca de 30% real (-7% promedio anual).

Desde el 2000, los precios de la vivienda usada han aumentado en promedio 4% anual en términos reales, con una tendencia más elevada en 2006 y 2007 (14% anual). En 2008 los precios se han estabilizado por cuenta de la menor dinámica del sector. En efecto, tanto las licencias de construcción como las ventas y los desembolsos a las familias se han reducido respecto al 2007. Los metros cuadrados

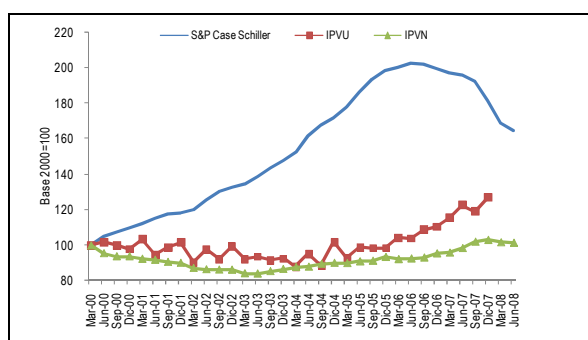
¹ Semana Económica No. 677 "ABC" de la crisis financiera y las discusiones regulatorias

licenciados para vivienda disminuyeron 6% anual en el acumulado de 12 meses a agosto, el número de unidades vendidas cayó 21% en las tres principales ciudades en el año terminado en octubre y los desembolsos a las familias son los mismos que los del año anterior a septiembre.

Se espera que en 2009 los precios continúen en niveles similares a los de 2008. Un factor que incidirá a favor de dicha estabilidad, es el esquema de preventas que los constructores emplean en las principales ciudades del país. Si no se alcanzan puntos de equilibrio por ventas insuficientes, el esquema posibilita cancelar los proyectos que no sean viables, sin dar lugar a una sobreoferta que incidiría en la disminución de los precios.

En cualquier caso, los precios de la vivienda usada en Colombia están 12% por debajo de los alcanzados en 1995, época previa a la crisis. Este, por lo tanto, es un factor que puede considerarse bajo control y descarta que estemos en presencia de la llamada burbuja de precios.

Gráfica 1
Colombia y Estados Unidos - Índices de precios de vivienda 2000-2008



Fuente: DANE (IPVN índice de precios de vivienda nueva), Banco de la República (IPVU índice de precios de vivienda usada), Standard and Poor's (Case Schiller índice de precios de vivienda usada). Cálculos Asobancaria

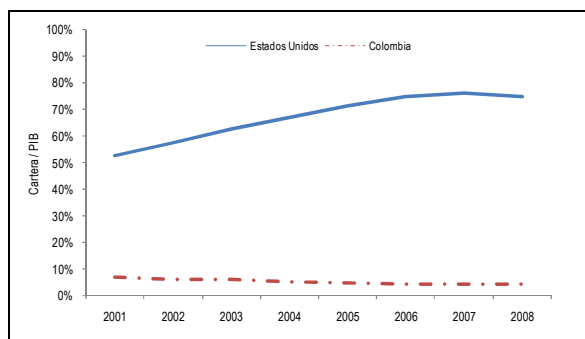
Profundización de la cartera hipotecaria

Otro termómetro que sirve para medir qué tanto están endeudados los hogares por cuenta de sus viviendas, es la relación de cartera hipotecaria sobre PIB.

En Estados Unidos este indicador pasó de 50% a 75%, entre 2001 y 2008, mientras que en Colombia, en la época de la crisis alcanzó a representar un máximo de 12%. A partir de entonces viene reduciéndose y actualmente es de apenas el 4.4% (gráfica 2).

De allí que se pueda concluir que en Estados Unidos un deterioro de la cartera de ese tamaño tendrá un impacto significativo sobre el conjunto de la economía.

Gráfica 2
Colombia y Estados Unidos - Cartera de vivienda sobre PIB



Fuente: DANE, Reserva Federal

Originación del crédito de vivienda

Una de las causas de la crisis *sub-prime* fue los incentivos desalineados que permitieron una mala originación de los créditos de vivienda. Los promotores inmobiliarios (*mortgage brokers*) –que no contaban con estricta vigilancia- recibían sus ingresos según el número de préstamos hipotecarios vendidos, sin importar el riesgo, dado que no eran los dueños ni los administradores de la cartera. Esto contribuyó a fomentar el otorgamiento de los denominados créditos *sub-prime*.

Lo anterior, unido a la existencia de la Ley Federal de Reinversión Comunitaria de 1977 y sus modificaciones, que propendían por el acceso a la financiación para las personas de menores ingresos y alto riesgo, disparó este tipo de créditos, que pasaron de ser menos del 5% del total de desembolsos hipotecarios antes de 2000 al 23% en 2006.

Las modificaciones hechas a la ley en 1995 incentivaron a los bancos a colocar créditos *sub-prime* dado que esta actividad facilitaba el acceso a permisos de fusiones y expansiones.²

Las características principales de los créditos *sub-prime* hasta recientemente eran:

- Relación deuda/garantía (LTV) superior a 85%, incluso llegando a niveles de 100% o más, bajo el supuesto de que los precios de los activos continuarían creciendo.
- Relación cuota/ingreso superior al 55%.
- Tasas variables y reajustables a futuro.
- Sistemas de amortización con cuotas mínimas que permitían la capitalización de intereses.
- Mínima documentación para aceptación del crédito y avalúos realizados con base en documentos y no en visitas.
- Desembolsos a deudores con baja capacidad de pago y alto perfil de riesgo (denominados popularmente NINJA³).

A diferencia del caso de Estados Unidos, en Colombia los bancos son quienes directamente originan y administran sus propios créditos de vivienda.

Adicionalmente, por cuenta de la crisis de 1998, la financiación de vivienda ha sido reglamentada minuciosamente, a instancias de los jueces constitucionales, por el Congreso y el Gobierno, que han dado amplias y estrictas facultades a la Superintendencia Financiera para vigilar y supervisar la cartera de vivienda de los bancos.

Las condiciones que deben cumplir los créditos de vivienda en Colombia son:

- Relación deuda/garantía inferior a 80% en el caso de créditos para adquisición de vivienda de interés social (VIS) y máximo 70% en el caso de No VIS. En los desembolsos de los últimos años esta relación ha sido de 60% y 50% para VIS y No VIS, respectivamente.
- El monto de ingreso que se puede comprometer en el pago de la primera cuota del crédito no puede superar el 30%.
- Los créditos se pueden otorgar en Unidades de Valor Real (UVR) o en pesos. En el primer caso, el cálculo de esta unidad se realiza exclusivamente con la inflación, lo que implica que la cuota sólo puede crecer al ritmo de ésta, la cual a su vez es inferior al incremento del salario mínimo. En el caso de los créditos en pesos la cuota se mantiene constante o disminuye con el paso del tiempo.
- La tasa de interés de los créditos de vivienda debe permanecer fija durante toda la vigencia del crédito y no puede ser modificada excepto para disminuirla, ya sea que se otorgue en Unidades de Valor Real (UVR) o en pesos. Adicionalmente, en Colombia por disposición de la Corte Constitucional, las tasas de interés deben ser las menores del mercado y no pueden superar un tope, determinado por el Banco de la República (UVR+11% para VIS y UVR+12.7% para No VIS).

² Génesis y Metamorfosis de las "subprime". Artículo de Eduardo Ángel Reyes para Portafolio (24 de octubre de 2008)

³ Acrónimo de No Income, No Job, No Assets.

- Los sistemas de amortización deben ser expresamente autorizados por la Superintendencia Financiera (en la actualidad hay 5 sistemas) y no pueden contemplar capitalización de intereses.
- Los esquemas de medición de riesgo implementados por la Superintendencia Financiera, implican que en el caso de que las entidades otorguen créditos de alto riesgo, deban aumentar sustancialmente el gasto en provisiones, lo que desincentiva incursionar en este tipo de créditos.

Como resultado de esta regulación, en Colombia no se otorgan créditos equivalentes a los *sub-prime* en Estados Unidos.

Calidad de la cartera

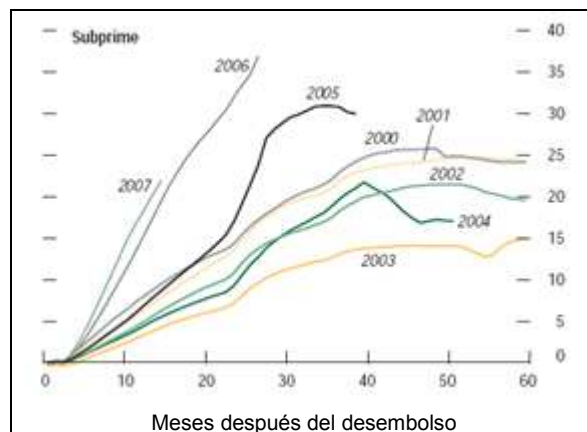
El relajamiento en la otorgación de créditos en Estados Unidos llevó a un deterioro de la cartera de vivienda, particularmente en el segmento *sub-prime*.

Los indicadores de vencimiento de esta cartera son muy superiores a los de los créditos de mejores categorías (*Alt-A*, *prime*⁴), con un deterioro aún mayor en las cosechas más recientes y en los créditos de tasas ajustables.

Por ejemplo, la cosecha del año 2006 vista 2 años después del desembolso alcanzó indicadores de deterioro de 35%, mientras que el mismo indicador era de 16% y 2%, respectivamente, para créditos *Alt-A* y *prime*.

⁴ *Alt-A* (Alternative A-paper) es un tipo de préstamo considerado más riesgoso que *prime* y menos riesgoso que *sub-prime*. Las tasas de interés de *Alt-A* están entre las de los préstamos *prime* y *sub-prime*, por condiciones de ingresos, historias crediticias malas o LTV que son superiores a los estándares de las agencias (Fannie Mae, o Freddie Mac), pero la capacidad de pago del deudor es generalmente mejor que la de un *sub-prime*.

Gráfica 3
Morosidad de *sub-prime*



Fuente: Merrill Lynch and loan performance

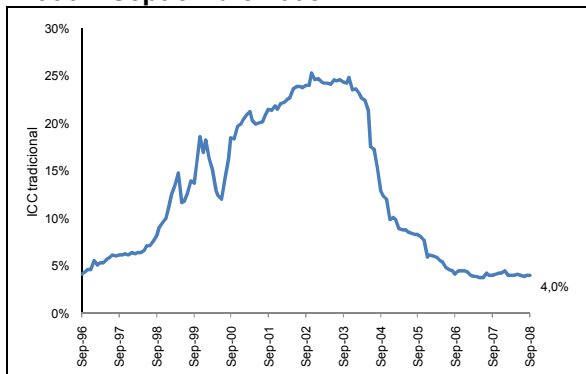
Vale la pena mencionar que aunque los indicadores para la cartera *prime* son excelentes, han aumentado en los últimos años. El indicador para la cosecha de 2007 un año después es de 1.5%, mientras que para la cosecha de 2003 era tan solo 0.2%. En el caso de la *Alt-A* los valores son 12% y 2%, respectivamente.

Se resalta que la cartera *prime* y de categoría superior representa el 50% de los desembolsos y la *Alt-A* y la *sub-prime*, el 27% y 23% cada una, respectivamente.

Seguramente, una buena parte del deterioro de la cartera se explica por el aumento y la mala originación de créditos *sub-prime*. Otra parte por el menor crecimiento de la economía estadounidense, el aumento del desempleo y la caída de los precios de la vivienda.

Por su parte, en Colombia el indicador de cartera se encuentra hoy en niveles históricamente bajos (4%) después de haber llegado a 25% en la época de la crisis.

Gráfica 4
Indicador de cartera de vivienda vencida
1996 – Septiembre 2008



Fuente: Superfinanciera

Al observar el estado de morosidad de la cartera por fecha de desembolso del crédito, se evidencia que las colocaciones más recientes tienen mejor comportamiento con un indicador de 2.5%.

Este resultado refleja, sin duda, que los esquemas de originación y administración de cartera de vivienda en Colombia conservan altos estándares de calidad, lo que unido al buen comportamiento de la economía de los últimos años, genera tranquilidad. Sin embargo, menores crecimientos de la economía y un aumento sustancial del desempleo traerían obvios riesgos para la cartera.

Titularización hipotecaria

En general, la titularización es el proceso a través del cual créditos y otros activos son empaquetados, suscritos y vendidos en forma de títulos valores a inversionistas. En la titularización hipotecaria los títulos son respaldados por créditos hipotecarios.

La estructuración de estos títulos incluye coberturas para cubrir los riesgos inherentes a la cartera hipotecaria (mora y prepa-go), de tal forma que se pueda asegurar al inversionista el pago oportuno del capital y los intereses. Los títulos son emitidos por tramos y se califican dependiendo de la prioridad de pago al inversionista: los de

mejor calificación se pagan con preferencia.

A través de este mecanismo, los bancos venden la cartera a una agencia titularizadora lo que les permite movilizar recursos para nuevos créditos, al tiempo que eliminan el riesgo de descalce de plazos, el cual existe por tener una cartera de largo plazo fondeada principalmente con recursos de corto plazo.

El esquema de titularización que funciona en Estados Unidos es sustancialmente diferente del proceso que se tiene en Colombia por las siguientes razones:

- En Estados Unidos se empaquetaron créditos de baja calidad (*sub-prime*, *Alt-A*). En Colombia, en primer lugar, no hay originación de créditos *sub-prime* como se explicó anteriormente. En segundo lugar, la entidad que emite títulos hipotecarios para el mercado -Titularizadora Colombiana- selecciona los créditos de mejor calidad y sus condiciones (LTV, calificación, garantías, etc.) son verificadas para el 100% del portafolio adquirido. Es así como la cartera que respalda los títulos TIPs presenta un indicador de vencimiento sustancialmente inferior al del sistema (2%).
- En Estados Unidos los tramos de menor calificación –subordinados– salieron en su totalidad al mercado, mientras que en Colombia tanto los bancos originadores como el emisor adquieren parte de estos títulos, con lo que conservan parte del riesgo en sus balances. Esto estimula una mejor originación y administración de la cartera.
- En Estados Unidos se diseñaron instrumentos financieros que permitieron que los tramos de menor calificación fueran nuevamente empaquetados, obteniendo para estos productos calificaciones AAA a través de coberturas y seguros. En Colombia no existen estos

instrumentos ni procesos de retitulización.

- En Estados Unidos las decisiones de calificadoras, inversionistas y de otros participantes del esquema se tomaron basadas en modelos de riesgo creados para condiciones normales y no para situaciones de estrés, lo que dio lugar a la sobre-valoración de activos que estaban respaldados por cartera altamente riesgosa. En Colombia la estructuración de los títulos incorpora condiciones de estrés, incluso superiores a las presentadas en la crisis de los años noventa, para asegurar que los flujos de los créditos permitan, aún en las condiciones más desfavorables, cumplir con los pagos.

Conclusiones

Los incentivos que fomentaron la mala originación y el incremento de los créditos *sub-prime* en Estados Unidos, junto con

estructuras de titularización que dificultaron la adecuada medición del riesgo, provocaron el colapso financiero internacional al aumentar las tasas de interés y disminuir los precios de las viviendas.

Colombia, por el contrario, enfrentó una crisis hipotecaria hace diez años, que dio lugar a un sistema de financiación de vivienda totalmente regulado y con sus principales participantes vigilados por el Estado.

Los indicadores de cartera, particularmente la originada a partir de la crisis, evidencian un otorgamiento con altos estándares de calidad y el esquema bajo el cual funciona la titularización garantiza el cumplimiento de los pagos a los inversionistas.