

REPORTES DE CONSTRUCCIÓN No. 13 NOVIEMBRE DE 2008

En tiempos de incertidumbre ante el contexto macroeconómico que enmarcará la actividad edificadora en 2009, bien vale la pena destacar los elementos que alejan la economía colombiana de las situaciones previas a la reciente crisis por la que atraviesa Estados Unidos.

La tranquilidad y la confianza que se derivan de las decisiones y buenas prácticas que ha tomado el sistema financiero después de la crisis de finales de los años noventa son ahora elementos claves en el enfrentamiento y la superación de la crisis externa que afectará la actividad edificadora el año entrante.

En esta edición de Reportes de Construcción se presenta un análisis desarrollado recientemente por Asobancaria sobre un tema de vital importancia en la coyuntura actual: las características de la financiación de vivienda y la titularización hipotecaria en el mercado colombiano y sus diferencias con las condiciones que derivaron la reciente crisis hipotecaria en Estados Unidos.

FINANCIACIÓN DE VIVIENDA Y TITULARIZACIÓN HIPOTECARIA: DIFERENCIAS ENTRE COLOMBIA Y ESTADOS UNIDOS¹

En la edición de Semana Económica de Octubre 24² se presentó un análisis de la actual crisis financiera internacional. Se mencionó que,

¹ Artículo tomado de Asobancaria, Semana Económica No. 679 de Noviembre 7 de 2008. CAMACOL Bogotá y Cundinamarca agradece a Marta Lasprilla de la Vicepresidencia de Ahorro y Vivienda de Asobancaria, quien autorizó la utilización de este documento.

² Semana Económica No. 677 de Octubre de 2008, Asobancaria.

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).

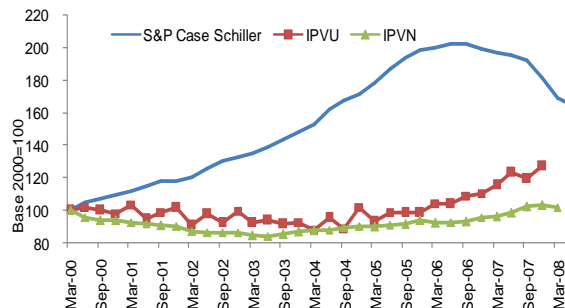
Desde el 2000, los precios de la vivienda usada han aumentado en promedio 4% anual en términos reales, con una tendencia más elevada en 2006 y 2007 (14% anual). En 2008 los precios se han estabilizado por cuenta de la menor dinámica del sector. En efecto, tanto las licencias de construcción como las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

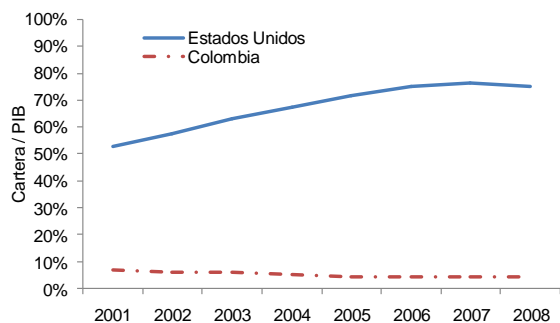
De allí que se pueda concluir que en Estados Unidos un deterioro de la cartera de ese tamaño tendrá un impacto significativo sobre el conjunto de la economía.

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.

Gráfica 2. Colombia y Estados Unidos – Cartera de vivienda sobre PIB



Fuente: DANE, Reserva Federal

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.

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 NINJA).

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).

➤ 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.

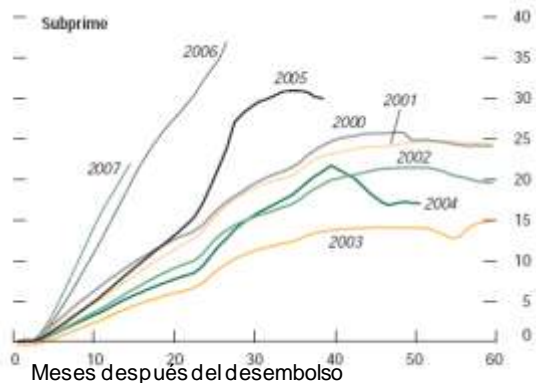
Calidad de la cartera

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, pri-me), 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.

Gráfica 3. Morosidad de sub-prime



Fuente: Merrill Lynch and loan performance

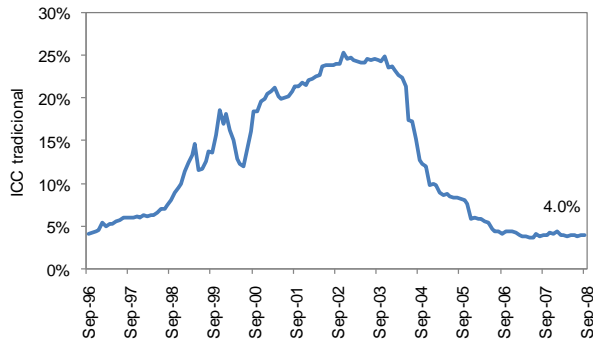
Vale la pena mencionar que aunque los indicadores para la cartera prime son excelentes, han aumentado en los últimos años. El indicador para la cosecha de 2007 un año después es de 1.5%, mientras que para la cosecha de 2003 era tan solo 0.2%. En el caso de la Alt-A los valores son 12% y 2%, respectivamente.

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 prepago), 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 retitularización.

➤ 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.

CONDICIONES DE USO

La Cámara Regional de la Construcción de Bogotá y Cundinamarca procura que los datos suministrados en los "Boletines Económicos", publicados en su página web y/o divulgada mediante medios electrónicos y escritos, mantengan altos estándares de calidad. Sin embargo, no asume responsabilidad alguna desde el punto de vista legal o de cualquier otra índole, por la veracidad, exactitud, oportunidad, actualización, conveniencia de los datos suministrados por fuentes distintas a Camacol Bogotá y Cundinamarca y con base en los cuales se elabora dicho boletín, ni por los usos que se de a la información y a los documentos que se presentan en el mismo.

La Cámara Regional de la Construcción de Bogotá y Cundinamarca tampoco asume responsabilidad alguna por omisiones de información o por errores en la misma, en particular por las discrepancias que pudieran encontrarse entre la versión electrónica de la información publicada y su fuente original.

La Cámara Regional de la Construcción de Bogotá y Cundinamarca no proporciona ningún tipo de asesoría, por lo tanto la información publicada no puede considerarse como una recomendación para la realización de operaciones de construcción, comercio, ahorro, inversión, ni para ningún otro efecto.

Los artículos que reflejen comentarios y opiniones publicados en los Boletines Económicos y que provienen de una fuente externa a la Cámara Regional de la Construcción de Bogotá y Cundinamarca solo reflejan la posición del autor y en ninguna circunstancia del editor y, por ende, no comprometen necesariamente a la Entidad, a menos que así se indique expresamente

Se autoriza la reproducción total o parcial de la información contenida en estos informes o documentos, siempre y cuando se mencione la fuente.