

EL MERCADO HIPOTECARIO SECUNDARIO COLOMBIANO

POR: CAMILO ZEA G.*

La banca hipotecaria ha sufrido choques en los últimos años como ningún otro segmento del sistema financiero. Como resultado de estos, se ha generado una dinámica en el sector que lo ha llevado a revisar progresivamente sus esquemas de fondeo de créditos sobre hipotecas. En particular, los bancos hipotecarios han iniciado esfuerzos para reducir su dependencia del fondeo de corto plazo, dándole mayor cabida a recursos de largo plazo y en la misma unidad de tasa de remuneración del activo. Esto les ha permitido, una reducción parcial en su exposición a movimientos en las tasas de interés, aunque heterogénea entre los diferentes bancos.

Lo anterior ha motivado la inclusión de una nueva sección en el *Reporte de Estabilidad Financiera*, tendiente a analizar y hacer seguimiento del proceso de transición del sistema de fondeo hipotecario. En particular, se presenta un panorama del mercado, desde el punto de vista de las titularizaciones de cartera y la emisión de bonos hipotecarios, reglamentados, respectivamente, por el Decreto 1719 de 2001 y las resoluciones 223 y 775 de 2002 de la Superintendencia de Valores.

I. TITULARIZACIÓN HIPOTECARIA

En lo corrido del año 2003 la Titularizadora Colombiana adelantó dos procesos de titularización de cartera hipotecaria por un total de \$780.000 m, representados en cartera adquirida a Granahorrar, Davivienda, Colmena y Bancafé. Con la última emisión, la Titularizadora ha completado la adquisición

de \$1,8 b en hipotecas del mercado primario, correspondientes al 13,7% del total de la cartera hipotecaria del país¹.

En la última titularización (del 20 de noviembre de 2003) se colocaron en el mercado \$328.000 m en títulos (comúnmente conocidos como TIP) respaldados por créditos hipotecarios adquiridos a los bancos Granahorrar, Davivienda y Bancafé, de los cuales el 33% corresponde a hipotecas de vivienda de interés social (VIS) y el 67% restante a obligaciones diferentes de VIS.

La estructura *Senior/Subordinada*² de los TIP emitidos por la Titularizadora está dividida en tres *tranches* (o tramos), de los cuales el principal corresponde a los títulos A, de calificación AAA otorgada por Duff and Phelps de Colombia, y los tramos B y C son *subordinados* (con calificaciones A y CCC, respectivamente). El tramo C debe ser comprado por los bancos vendedores de la cartera, con el objeto de

* El autor es profesional experto del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Se agradece a Andrés Restrepo de la Titularizadora Colombiana y a Andrés Aristizábal del Banco Colpatria la colaboración en el análisis y la provisión de los datos. Las opiniones aquí contenidas son de responsabilidad exclusiva del autor y no necesariamente reflejan la posición del Banco de la República y/o de su Junta Directiva. Los errores corresponden al autor.

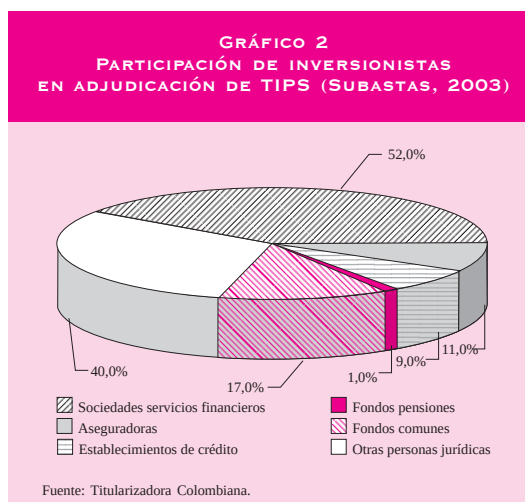
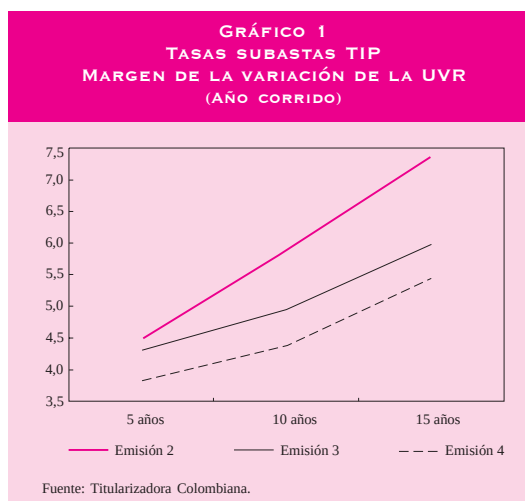
- 1 En la cartera total nacional se incluye aquella de los establecimientos bancarios, cooperativas, el Fondo Nacional del Ahorro y Fogafin.
- 2 En este tipo de estructura de titularización, la parte subordinada ofrece un colchón de seguridad que absorbe un porcentaje importante del riesgo crediticio y de prepago, de manera tal que el tramo principal de la colocación corresponde a títulos de muy bajo riesgo.

desincentivar el riesgo moral implícito en la selección de los créditos que se titularizan por parte de estas entidades, dada la naturaleza asimétrica de la información sobre los deudores entre ellas y el conductor titularizador. Igualmente, este esquema controla el riesgo moral que existe en la administración de la cartera titularizada.

Los TIP emitidos como resultado de estos procesos de titularización se han colocado con plazos al vencimiento de cinco, 10 y 15 años, con tasas de rentabilidad que se han venido reduciendo en todos los plazos con respecto a las colocaciones anteriores. Más aún, la reducción de tasas no sólo se evidencia en el menor nivel de la estructura de plazos de cada colocación, sino además, en la pendiente de la misma (Gráfico 1)³. Esta caída secular en el nivel de las tasas de colocación de las emisiones de la Titularizadora sugiere un aumento gradual en la confianza de los inversionistas institucionales en este tipo de papeles, que ha aumentado el apetito del mercado para absorberlos. Así mismo, la liquidez de estos papeles ha aumentado de manera importante, como se muestra más adelante, gracias a diversos factores como el sistema de liquidez ofrecido por el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH) y la buena evolución del riesgo crediticio de la cartera titularizada.

En términos de distribución de las adjudicaciones en las dos subastas de TIP efectuadas en 2003, el 70% de cada una de las emisiones se colocó bajo la modalidad de *underwriting* en firme entre las propias entidades financieras originadoras de la cartera hipotecaria titularizada, las cuales, como se dijo, deben adquirir el *tranche* C en cualquier caso. El 30% restante de cada emisión se colocó entre inversionistas institucionales, de los cuales las sociedades de servicios financieros muestran la participación mayor con 52%, seguidas de los fondos comunes con 17% y las entidades aseguradoras con 11% (Gráfico 2).

³ Es así como, por ejemplo, el costo de la colocación de títulos a 15 años se redujo en 193 puntos básicos entre la segunda y la cuarta emisiones.



Aunque sorprende a primera vista la baja participación de las administradoras de fondos de pensiones dentro de las adjudicaciones de TIP, dado su carácter de ahorradoras de largo plazo y que estos papeles se ajustan de manera natural a sus necesidades de cobertura, un análisis detallado del entorno de las AFP demuestra que esa tímida participación tiene sustento en una distorsión tributaria.

En efecto, los fondos administrados por las AFP se encuentran, por ley, exentos de cualquier gravamen al que los fondos manejados por otros intermediarios financieros y carteras colectivas están sujetos en condiciones normales. De otro lado, los

títulos y bonos hipotecarios reglamentados, respectivamente, por el Decreto 1719 de 2001 y las resoluciones 223 y 775 de 2002 de la Superintendencia de Valores, contienen una exención tributaria en renta para las emisiones anteriores a diciembre de 2005.

Para una AFP que, como se dijo, no paga impuestos por la compra o venta de títulos, resulta más rentable, por ejemplo, un TES B UVR que un papel hipotecario, dado que en ambos casos está exenta de pagar impuestos, pero el segundo contiene una rentabilidad más baja por tener implícita la exención de ley.

Hacia el futuro, es previsible que las AFP aumenten las tenencias de papeles hipotecarios en sus balances, una vez se coloquen las emisiones que no cuentan con la exención, a partir de enero de 2006. Infortunadamente, la convivencia de títulos con y sin el derecho de exención tributaria, generarán oportunidades de arbitraje regulatorio. En ese sentido, es preciso que las autoridades de supervisión inicien el análisis pertinente de este fenómeno, para diseñar las políticas que lo contrarresten.

Por último, es preciso aclarar que si bien los bancos hipotecarios han adquirido un poco más del 70% del total de emisiones de los TIP, es decir, \$1,3 b aproximadamente, este monto ha venido descendiendo no sólo por cuenta de los prepagos y los vencimientos normales de la cartera titularizada, sino, además, por las ventas de estos títulos en el mercado secundario. Por razón de lo anterior, las tenencias de TIP por parte de los bancos hipotecarios alcanzan hoy \$1,1 b. Esta tendencia decreciente es importante, en la medida en que disminuye la exposición al riesgo de tasa de interés en que incurren los bancos hipotecarios al comprar los títulos que soportan su propia cartera o la de sus pares. Aunque resulta lógico que los bancos hipotecarios vendedores de la cartera compren parcialmente las emisiones de títulos para darle un espaldarazo inicial al proceso de titularización, esto no resulta óptimo ya que, por el contrario, los compradores de

los títulos deben ser otros inversionistas institucionales diferentes, como es el caso de los fondos de pensiones o las aseguradoras. Es probable que en futuras emisiones de títulos la participación de los bancos dentro de la colocación se reduzca, para darles paso a otros compradores, especialmente luego de la extinción de la exención tributaria a partir de enero de 2006. Como se sugirió anteriormente, el mercado hipotecario secundario deberá iniciar un proceso de transformación a partir de ese momento, en línea con los demás mercados de este tipo en el mundo.

A. Evolución del riesgo crediticio y de prepago de la cartera titularizada

En general, el buen comportamiento de la calidad de la cartera titularizada ha sido, junto a unos altos niveles de prepago por parte de los deudores hipotecarios, las principales características de las titularizaciones adelantadas hasta la fecha. Al observar el comportamiento de la cartera titularizada para las emisiones de títulos hipotecarios realizadas en 2002, se encuentra que desde su inicio éstas han mostrado tasas de morosidad sustancialmente inferiores a las esperadas dentro del proceso de estructuración (Gráfico 3).

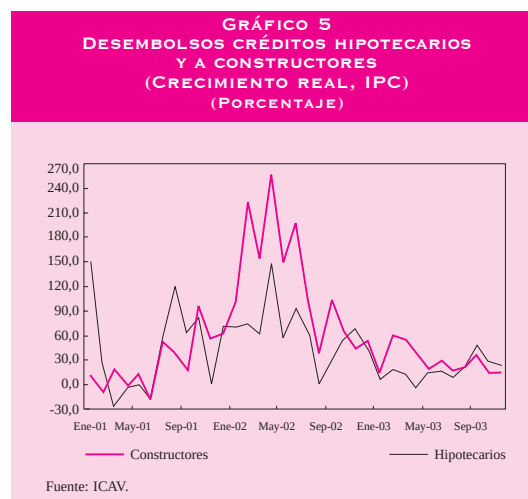
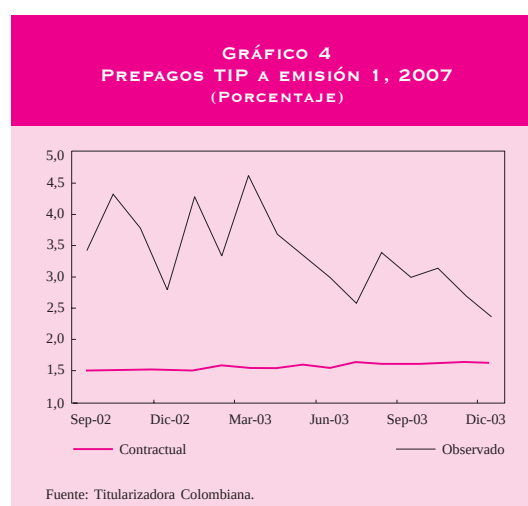
La explicación de lo anterior se deriva no sólo de una mejora en la actividad económica y del buen comportamiento de la inflación, sino, además, del afán de la mayoría de intermediarios hipotecarios por mejorar sus sistemas de cobro y el seguimiento cuidadoso de los créditos vigentes, fruto igualmente de las mejoras en los mecanismos de supervisión y medición de riesgos⁴. Este acotamiento del riesgo crediticio explica, en parte, la caída en las tasas de subastas de los TIP.

⁴ El endurecimiento del esquema de provisiones, al igual que los nuevos requerimientos de capital por riesgos de mercado (VER) y el modelo de riesgo crediticio (SARC), puestos en práctica por parte de la Superintendencia Bancaria en los últimos dos años, son responsables en buena medida de la evolución positiva de estos indicadores.

De otro lado, las altas tasas de prepago por parte de los deudores hipotecarios han conducido a que los inversionistas en títulos hipotecarios también hayan observado prepagos del capital superiores a las amortizaciones establecidas en los contratos de los TIP. Tomando como ejemplo el título hipotecario emitido en mayo de 2002 (primera emisión) con vencimiento en mayo de 2007, se pueden observar tasas de amortización mensuales que han oscilado entre 3% y 4%, en tanto que, contractualmente, esta tasa se encuentra en 1,5% (Gráfico 4).

Este comportamiento de los prepagos es generalizado en el sistema y no sólo se circunscribe a la cartera

titularizada hasta ahora. Lo anterior se refleja en la caída secular que muestran los saldos de cartera hipotecaria, pese al auge en la construcción y a los altos niveles de desembolsos de créditos. Por una parte, el PIB de la construcción creció en términos reales 16%, 5,4% y 11,31% (variaciones porcentuales anuales) en los tres primeros trimestres del año, respectivamente. Por su parte, los desembolsos de créditos hipotecarios crecieron mensualmente un promedio de 17% entre enero y noviembre de 2003, en tanto que los desembolsos a constructores crecieron mensualmente 29% en promedio durante el mismo período (Gráfico 5), aunque vale aclarar que, en número, ambos rubros han caído durante el último año (Gráfico 6).



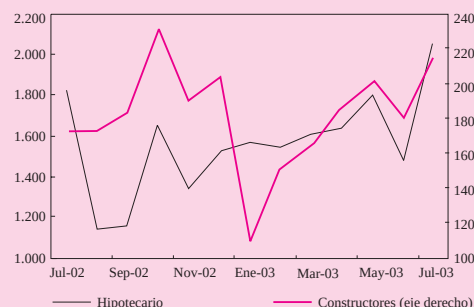
No obstante, salvo un corto repunte entre septiembre de 2002 y mayo de 2003, la cartera a constructores ha disminuido fuertemente desde enero de 2000. Por su parte, la cartera hipotecaria ha sufrido una caída secular desde enero de 2000, a tasas cada vez mayores (gráficos 7 y 8).

Lo anteriormente expuesto sugiere que la cartera se está rotando a una velocidad mayor que la esperada, fenómeno que resulta consistente con los altos ritmos de prepago observados en la cartera titularizada.

La explicación a los altos niveles de prepagos tiene varias aristas. Por una parte, el déficit de construcción del período de 1999 a 2002 llevó a muchos hogares a aplazar su decisión de adquirir bienes raíces, a cambio de otras inversiones. Una vez reactivada la construcción hacia mediados de 2002, las compras de vivienda se financiaron en porcentajes bajos como proporción del valor del inmueble, por lo cual los créditos han podido repagarse a velocidades mayores. Por otra parte, la existencia de las cuentas de ahorro para el fomento de la construcción (AFC), que gozan de un incentivo tributario equivalente a un descuento en la base gravable de renta de hasta 30% por concepto de amortizaciones a créditos hipotecarios, han generado un incentivo al prepago. Esta exención subsidia los prepagos a capital, generando una tasa de financiación hipotecaria efectiva menor que la contractual.

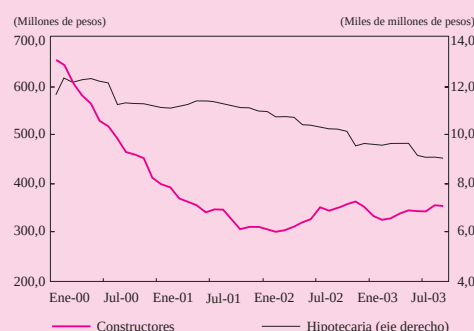
Finalmente, un elemento adicional que ha impedido una mejor aproximación de los prepagos esperados, se deriva de la inexperiencia de la industria en el manejo de los modelos diseñados para este fin. Dado que el valor de un papel hipotecario depende crucialmente de los prepagos futuros (además, claro está, del riesgo crediticio y de mercado), es indispensable contar con modelos estadísticos sofisticados para realizar tales pronósticos. En países con mercados secundarios de hipotecas desarrollados, la inversión en este tipo de modelos es cuantiosa. Por ello, es previsible que a medida que el mercado secundario hipotecario en Colombia madure, se observe esfuerzo mayor de la industria y los conductos

GRÁFICO 6
NÚMERO DE CRÉDITOS DESEMBOLSADOS A
CONSTRUCTORES E HIPOTECARIOS



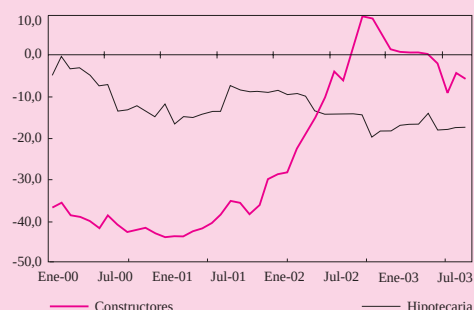
Fuente: ICAV.

GRÁFICO 7
CARTERA HIPOTECARIA Y A CONSTRUCTORES
(REAL, IPC)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 8
CARTERA HIPOTECARIA Y A CONSTRUCTORES
(CRECIMIENTO REAL, IPC)
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

titularizadores por financiar investigaciones dirigidas a mejorar el poder predictivo de los modelos disponibles, en línea con la experiencia internacional.

Se puede concluir que los altos niveles de prepago han impedido que las tasas de subastas de TIP hayan bajado aún más, dado el aumento en las primas por este concepto.

B. Liquidez de los títulos hipotecarios

A pesar de que el mercado secundario de títulos hipotecarios es aún incipiente, en 2003 se observó un incremento en los montos negociados de esta clase de títulos respecto a 2002. En el sistema transaccional, mercado electrónico colombiano (MEC), los títulos hipotecarios han promediado negociaciones mensuales de alrededor de \$200.000 m en 2003 frente a \$100.000 m en los últimos meses de 2002 (Gráfico 9). En este aumento importante de la liquidez de los TIP radica, en parte, la caída en las tasas de subastas de los mismos.

Por otra parte, y como se mencionó anteriormente, el FRECH creado por la Ley de vivienda 546 de 1999, estructuró recientemente una operación de transferencia temporal de valores para darle mayor liquidez a los TIP, a través de *swaps* de estos por TES B, por espacios cortos de tiempo (hasta de una semana).

Estas operaciones tendrían como objeto darle la oportunidad al tenedor del TIP de acudir al Banco de la República para acceder a operaciones Repos. Si bien el mecanismo no ha entrado en vigor, se encuentra listo para ello y por consiguiente, las próximas emisiones de títulos incluirán en su precio esta posibilidad.

II. BONOS HIPOTECARIOS

Los bonos hipotecarios han sido poco usados *vis à vis* los títulos, ya que la única emisión por \$140.000 m corresponde al Banco Colpatria. Esta emisión se dividió en dos series: La primera, denominada “A”, a un plazo de cinco años y la segunda, llamada “B”, a ocho años. Ambas series tienen calificación AAA otorgada por Duff & Phelps.

Al igual que en el caso de los títulos hipotecarios, las tasas de corte de las subastas de ambas series han sido moderadas (Gráfico 10) y los compradores de los papeles provienen de diversos sectores. Nuevamente, se resalta la baja participación de las AFP, por la distorsión tributaria que se explicó en el caso de los títulos hipotecarios. Por otro lado, firmas comisionistas de bolsa absorbieron más del 60% de la emisión (Gráfico 11)

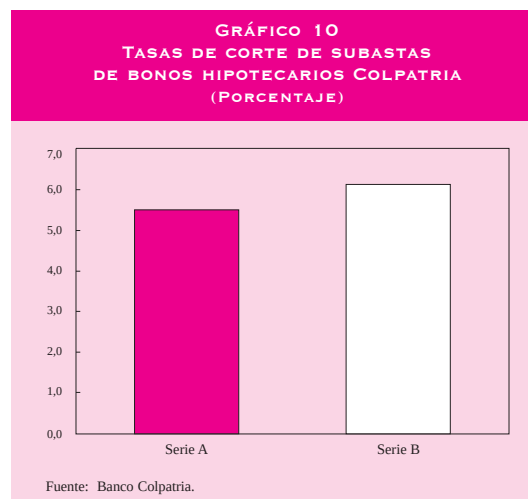
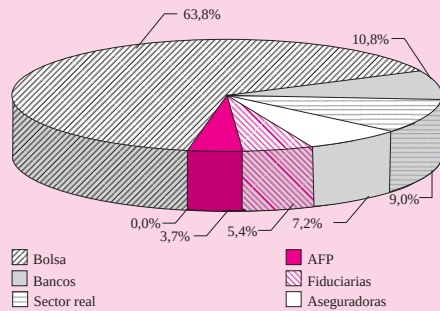
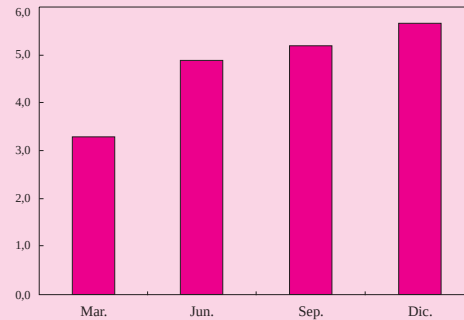


GRÁFICO 11
ADJUDICACIÓN DE LA SUBASTA
DE BONOS HIPOTECARIOS COLPATRIA



Fuente: Banco Colpatría.

GRÁFICO 12
INDICADOR DE MOROSIDAD, CARTERA
SUBYACENTE DE BONOS COLPATRIA, 2003
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco Colpatría.

A. Evolución del riesgo crediticio y de la cartera soporte de los bonos hipotecarios

Al igual que en el caso de los títulos hipotecarios, la evolución del riesgo de crédito de esta cartera ha sido favorable, en tanto que los prepagos han superado las expectativas iniciales. El Gráfico 12 muestra la evolución del indicador de morosidad de las hipotecas que soportan los bonos hipotecarios Colpatría. A pesar de que aumentó del primero al segundo trimestre de 2003, se mantuvo estable alrededor del 5%, en un nivel más bajo que el esperado en los escenarios planteados antes de la emisión.

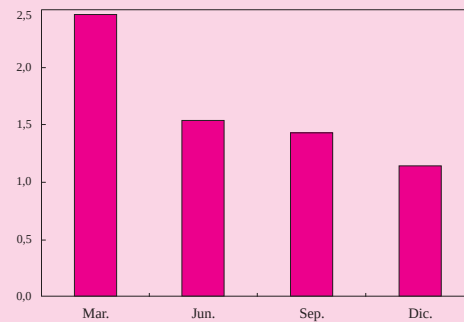
Por su parte, el Gráfico 13 muestra la evolución del exceso de prepagos, frente al escenario esperado. A pesar de mostrar una tendencia decreciente, éste se ha situado, en promedio, alrededor del 1,5%.

Tanto las razones que motivan un comportamiento tal de los prepagos como del riesgo crediticio, parecen ser comunes a aquellas presentadas en la sección anterior para los TIP y por este motivo, se dejan a un lado.

B. Liquidez de los bonos hipotecarios

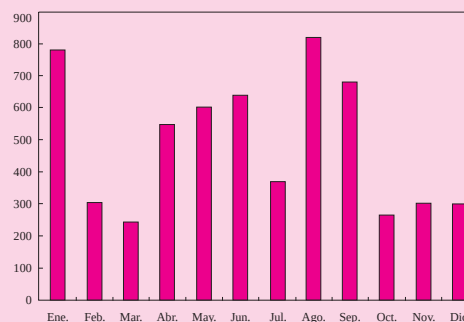
La liquidez de los bonos hipotecarios ha sido relativamente baja, debido a que sólo se hizo una emisión. El Gráfico 14 muestra el volumen promedio de

GRÁFICO 13
EXCESO DE PREPAGOS
FRENTA A ESCENARIO ESPERADO, 2003
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco Colpatría.

GRÁFICO 14
VOLÚMENES PROMEDIO DE BONOS SERIE A
TRANSADOS EN EL MEC, 2003
(MILLONES DE PESOS)



Fuente: Titularizadora Colombiana.

transacciones de la serie A en el MEC. A pesar de que los montos de transacción mensuales son bajos, es posible que algunas operaciones no se registren por esta vía y se transen en el mercado “*Over the Counter*” (OTC) en una proporción importante.

III. CONCLUSIONES

El presente anexo al *Reporte de Estabilidad Financiera* de diciembre de 2004, recoge la información referente al mercado hipotecario secundario y expone un análisis breve de su evolución en los últimos meses.

Para los títulos hipotecarios emitidos por la Titularizadora Colombiana, el año que terminó fue de un dinamismo importante, por cuanto se realizaron colocaciones de las emisiones tres y cuatro (en julio y noviembre, respectivamente) por \$780.000 m, para completar \$1,8 b en hipotecas compradas al mercado primario, correspondientes al 13,7% del total de la cartera hipotecaria del país.

La mayor liquidez de estos papeles, que en el año 2003 promediaron un volumen de transacciones mensuales en el MEC de \$200.000 m, el doble que lo registrado en 2002, unido al buen comportamiento en términos del riesgo crediticio de la cartera subyacente, han tenido un impacto positivo en las tasas de corte de las subastas de colocación. Es así como, por ejemplo, los títulos emitidos a 15 años redujeron sus tasas de colocación, de la segunda a la cuarta emisión, en 193 puntos básicos.

No obstante, los prepagos han superado en buena medida los niveles esperados (en parte también por fallas en los modelos de pronóstico), golpeando la rentabilidad de los tramos subordinados de las emisiones. Entre las posibles razones que subyacen a este comportamiento adverso de los prepagos está el

represamiento de la demanda durante los años en que la construcción se detuvo, dando lugar a un ahorro que a posteriori financió gran parte de los proyectos, quedando un remanente pequeño, fácil de prepagar ante la incertidumbre que aún genera el nuevo sistema de indexación atado a la UVR. Por otra parte, las cuentas de ahorro para el fomento de la construcción, se han constituido en un mecanismo de subsidio para prepagos de capital.

Por su parte, los bonos hipotecarios han tenido una evolución similar a sus homólogos derivados de las titularizaciones. En términos del comportamiento de los créditos que los respaldan, el riesgo crediticio ha sido menor que el esperado, mientras que el de prepago ha superado las expectativas.

La liquidez de estos papeles ha sido relativamente baja debido a que sólo ha habido una emisión, aunque es probable que una buena parte de los bonos se transen en el mercado OTC.

Finalmente, dada la posibilidad que ofrece el FRECH para realizar operaciones de transferencia temporal de valor por medio de *swaps* de papeles hipotecarios por títulos del gobierno nacional, la liquidez tanto de TIP como de bonos hipotecarios se ha incrementado en alguna medida.

El futuro del mercado secundario de hipotecas en Colombia es promisorio. El apetito de los inversionistas ha aumentado gradualmente, y se espera que a partir de la desaparición de la exención tributaria en 2006, los papeles hipotecarios empiecen a ser demandados agresivamente por sus compradores naturales, i. e., los fondos de pensiones. Igualmente, las mejoras en la medición de precios de vivienda, el refuerzo de leyes de liquidación de activos hipotecarios por delincuencias y la sofisticación de modelos de pronóstico de riesgos crediticios y de prepago, son elementos que ayudarán a fomentar el uso de fondeo de hipotecas a través del mercado de capitales.