

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Agosto 27 de 2015

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

## ¿Cómo va la titularización hipotecaria en Colombia?

La titularización hipotecaria es un vehículo que permite abrirle espacio al apalancamiento crediticio y mejorar la gestión de liquidez-plazos de los balances bancarios (ver *Comentario Económico del Día* 28 de noviembre de 2007). Sin embargo, la crisis internacional (2007-2013) develó serias fallas regulatorias y de supervisión que conllevaron excesos en esta actividad, particularmente en el segmento *subprime*. Allí se permitían titularizaciones que sacaban totalmente el riesgo crediticio de los balances bancarios, invitando a otorgamientos no bien estudiados y a apalancamientos exagerados. Esto condujo a una burbuja especulativa que, al estallar, disparó la relación crédito/valor hipotecario (*Loan to Value*) debido a la desvalorización de los inmuebles (ver M. Lewis, 2010, “*The Big Short: Inside the Doomsday Machine*”).

En Estados Unidos, el modelo de titularización hipotecaria se desarrolló con Fannie Mae (fundada en 1938) y Freddie Mac (1971), agencias que fueron creadas para mejorar el fondeo de los créditos de vivienda y darle mayor liquidez al mercado secundario de hipotecas. Dichas entidades continúan siendo cuasi-públicas (aun después de la Ley Dodd-Frank de 2010), pues cuentan con respaldo gubernamental (*government-sponsored enterprises*), pero también emiten acciones en el mercado de capitales, las cuales producen rendimientos a sus tenedores privados.

Ese carácter cuasi-público implica varias garantías “implícitas” por parte del gobierno (v. gr. líneas de crédito del Departamento del Tesoro para respaldar sus obligaciones) que se materializaron durante la crisis (ver A. Blinder, 2013, “*After the Music Stopped*”). En efecto, el Tesoro tuvo que recapitalizar a estas entidades en los peores momentos de la crisis (2008), inyectándoles recursos cercanos a los US\$189.000 millones (1.2% del PIB), ver *Comentario Económico del Día* 18 de septiembre de 2012.

En Colombia, luego de la crisis financiera (1998-2002), se definió el marco legal para que la titularización hipotecaria se constituyera en un importante instrumento de profundización financiera (Leyes 546 de 1999, 795 de 2003 y fallo C-936 de 2003). De esta manera, la Asobancaria y el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda acogieron localmente el modelo de titularización hipotecaria estadounidense, pero fundamentado en entidades privadas y sin participación del gobierno. Así, se creó la Titularizadora Colombiana en 2002, con participación de multilaterales y de la banca hipotecaria (ver Anif, 2011, “*El crédito hipotecario en Colombia: Evaluación del impacto regulatorio pos-crisis*”).

Sin embargo, nuestro esquema de titularización ha resultado ser algo “*sui generis*”, pues encierra dos inconvenientes. Primero, permite que los bancos originen los créditos hipotecarios y luego los titularicen mediante una entidad de la cual son socios (el llamado “*yo-con-yo*”). Adicionalmente, durante 2000-2010, obtuvieron beneficios tributarios cuando adquirían parte de estas emisiones, pues sus rendimientos estuvieron exentos del Imporrenta en el período de referencia (Leyes 546 de 1999 y 964 de 2005).

En segundo lugar, el mercado doméstico de titularizaciones hipotecarias es poco profundo. Ello obedece a que la negociación de estos títulos es bastante baja, por cuenta del “*buy&hold*” y del poco atractivo que ha tenido para las AFPs (inversionistas naturales, dados sus portafolios de largo plazo), incluso luego de la eliminación del mencionado beneficio tributario, pues todos los activos de dichas entidades están cobijados por esa exención.

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

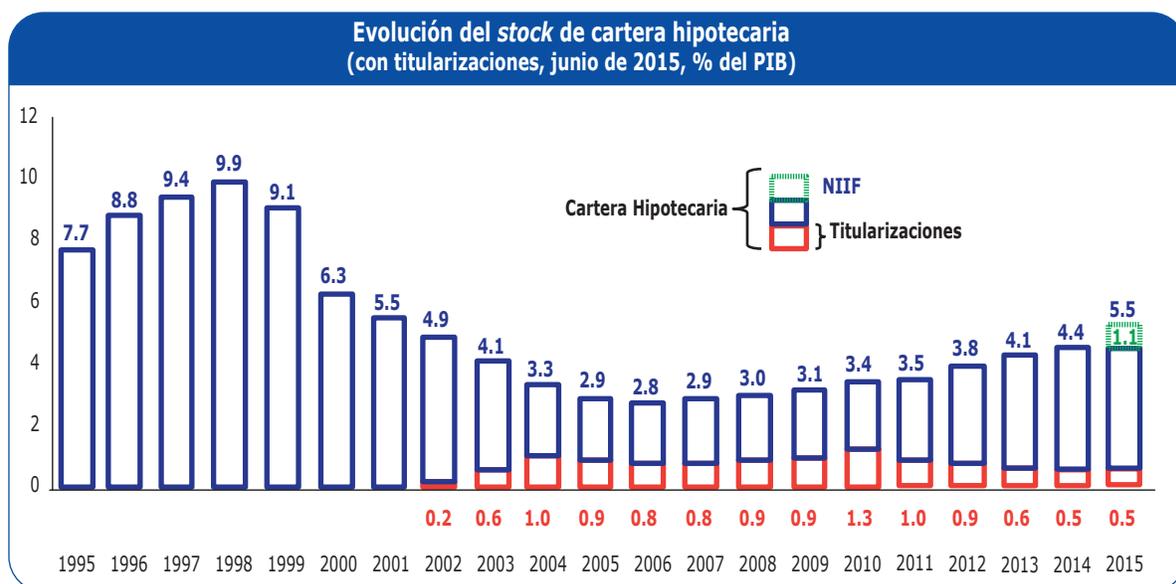
De hecho, el saldo de estos títulos en cabeza de las AFPs disminuyó de \$169.595 millones (17.3% de la cartera titularizada; 0.1% del PIB) a \$41.473 millones (0.6%; 0.01% del PIB) durante 2002-2010. Al corte de mayo de 2015, las AFPs concentraron el 7.5% de la cartera titularizada (\$271.170 millones; 0.03% del PIB).

Al respecto, también cabe destacar la evolución local de dichas titularizaciones. Durante 2002-2010, estos títulos exhibieron un comportamiento relativamente dinámico, cuyas emisiones alcanzaron valores promedio cercanos a los \$1.6 billones/año (0.4% del PIB). Allí incidió considerablemente el beneficio tributario ya comentado del que disfrutaron estos instrumentos.

Sin embargo, en 2010, este beneficio expiró y los volúmenes promedio colocados cayeron a \$0.9 billones/año (0.1% del PIB) durante 2011-2014. Asimismo, la participación promedio del saldo de estas emisiones dentro de la cartera hipotecaria total disminuyó del 26.3% (0.8% del PIB) durante 2002-2010 al 8.9% (0.5% del PIB) en 2015 (junio), ver gráfico adjunto.

Pese a dichas dificultades, los riesgos que afectan la estructura de pagos de las titularizaciones hipotecarias, como los prepagos y los incumplimientos, han tenido una baja incidencia a nivel local. En efecto, actualmente se registran muy pocos prepagos en la cartera hipotecaria que se titulariza, dada la magnitud de los créditos otorgados frente al nivel de ingreso promedio de los deudores. Asimismo, la calidad de la cartera titularizada permanece en niveles relativamente estables alrededor del 4.5% (mora > 120 días) respecto al 3.1% (mora ≥ 30 días) de la cartera total del sistema financiero.

En síntesis, el modelo de titularización hipotecaria en Colombia parece no haber despegado. Allí se evidencian dos inconvenientes: i) dichas titularizaciones se realizan a través de una entidad privada, lo cual permite que los bancos originen los créditos y luego los titularicen con una empresa de la cual son accionistas; y ii) su mercado ha exhibido bajos niveles de profundidad, incluso cuando estuvo vigente su beneficio tributario. ¿Será que las AFPs no han podido alinear los riesgos-incentivos de dichas emisiones con sus portafolios? O ¿Será que definitivamente la posibilidad de titularizar una cartera que apenas representa el 5.5% del PIB no es una alternativa real-eficiente para mejorar la administración de los balances bancarios y la profundización financiera a nivel local?



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Dane.