

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y María Camila Ortíz

Mayo 4 de 2016

Deterioro del sistema de titularizaciones hipotecarias

En 2008-2009, el gobierno federal de Estados Unidos se vio obligado a armar un paquete de salvataje (vía capitalización) para evitar el colapso de las dos titularizadoras públicas (Fannie Mae y Freddie Mac). Desde entonces, el Tesoro de los Estados Unidos ha invertido US\$189.500 millones en dichas entidades (1.1% del PIB), además de verse obligado a llevarlas al control legal (*conservatorship*) de la Federal Housing Finance Agency (FHFA).

Pese a dichas ayudas, la situación de Fannie Mae y Freddie Mac ha continuado deteriorándose y se perfilan hacia un segundo salvataje. En esta ocasión la principal causa es que la cuenta del Tesoro de los Estados Unidos ha venido devorando utilidades y capital de estas empresas cuasi-públicas (ver *The Economist*, noviembre 21 de 2015).

En efecto, desde el año 2012 el gobierno norteamericano ha venido apropiándose de múltiples beneficios provenientes de estas dos titularizadoras, con el fin de recuperar algo de la inversión realizada en el paquete de salvamento de 2008-2009. Para lograrlo, el Tesoro adoptó dos modalidades: i) comenzó a absorber todas las ganancias producidas por las dos entidades, recuperando hasta US\$239.000 millones al corte de noviembre de 2015; y ii) obligó a las empresas a reducir su capital en US\$600 millones cada año y a enviar ese dinero al Tesoro como pago adicional del salvataje.

Por si sola, la primera metodología de repago es insegura, pues supone que las dos titularizadoras

seguirán generando beneficio; premisa que ya se incumplió en el tercer trimestre de 2015, cuando Freddie Mac registró pérdidas por primera vez desde 2011. Sin embargo, el elemento de mayor riesgo lo introduce la segunda metodología. Según *The Economist*, si las reducciones de capital continúan al ritmo pactado por el Tesoro, para el 2018 Fannie Mae y Freddie Mac se quedarán sin capital alguno, llevándolas a la quiebra.

Prospectivamente hablando, si se desea evitar un segundo rescate, sería preferible ir en la dirección de marchitamiento de estas entidades y moderar el envío del riesgo por parte de los bancos. En especial, ahora que el sector hipotecario se ha desapalancado y que los precios de la vivienda empiezan a recuperarse luego de la fuerte caída (-19.2%) observada a finales del 2008. En efecto, según el índice Case-Shiller, los precios de la vivienda en los Estados Unidos crecieron al 5.4% anual al corte de diciembre de 2015, con lo cual se ubican cerca de un 40% por encima de su promedio histórico 1980-2015 (ver gráfico 1).

Cabe recordar que la Ley Dodd-Frank de 2010 logró dar un paso en la dirección correcta del saneamiento financiero, al sugerir que los bancos mantengan al menos un 5% de la cartera hipotecaria, que antes se podía titularizar al 100%. No obstante, aún falta mucho por avanzar. En especial teniendo en cuenta que gran parte de los esfuerzos para eliminar (o modificar) dichas entidades se han quedado atascadas en el Con-

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y María Camila Ortiz

greso (el intento más reciente, en 2014, se quedó en el Senado).

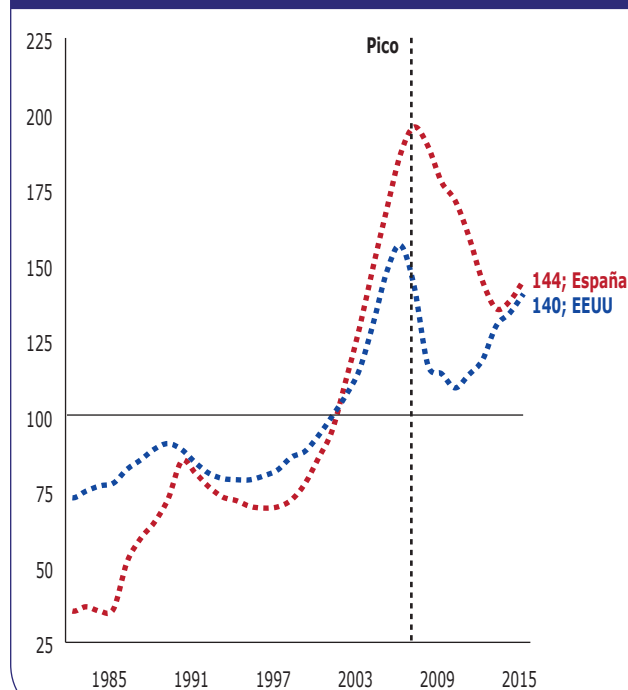
A nivel local, en Colombia, luego de la crisis financiera (1998-2002), se definió el marco legal para que la titularización hipotecaria se constituyera en un importante instrumento de profundización financiera. Así, en 2002 se creó la Titularizadora Colombiana, acogiendo el modelo de titularización hipotecaria estadounidense, pero fundamentado en entidades privadas y las multilaterales (el IFC), y sin participación del gobierno.

Aunque esta última característica nos aleja bastante del contexto norteamericano, el sistema de titularización colombiano enfrenta sus propios inconvenientes: i) el mercado de titularizaciones es muy poco profundo, contribuyendo con tan solo 0.5pp al 5.9% del PIB que representa la cartera hipotecaria (ver gráfico 2); y ii) dado que las titularizaciones se

realizan a través de una entidad privada, se permite que los bancos originen los créditos y luego los titularicen con una empresa de la cual son accionistas (ver *Comentario Económico del Día* 27 de agosto de 2015).

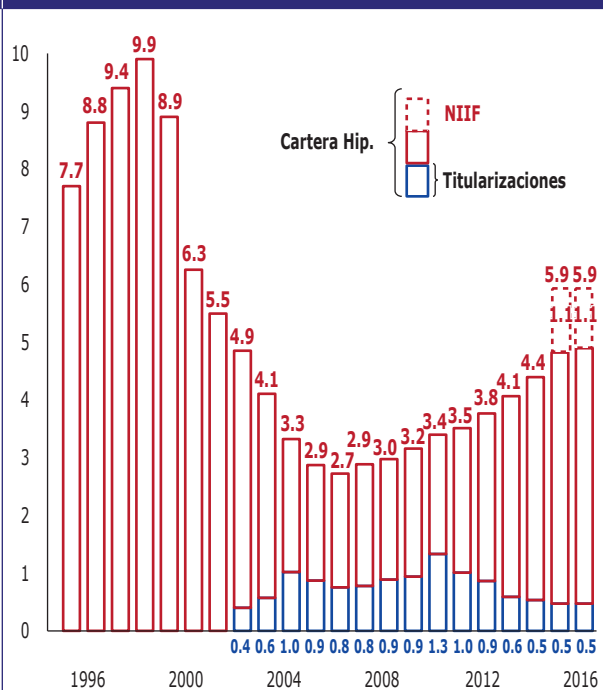
En síntesis, el sistema de titularizaciones en los Estados Unidos parece estar llegando a su límite. El peligro inminente de un nuevo rescate podría ser el último empujón necesario para que el Congreso norteamericano deje pasar las modificaciones que permitan el marchitamiento de estas entidades (Fannie Mae y Freddie Mac), tal y como se ha venido planteando desde finales de 2008, cuando se dio el primer salvataje. En medio de este contexto, la pregunta para Colombia es: ¿Cómo ganar en eficiencia financiera para lograr una mayor profundización del esquema de titularización hipotecaria que en Colombia ha tenido la virtud de estar liderada por el sector privado?

Gráfico 1: Precios internacionales de la vivienda
(Base promedio 1980-2015* = 100)



*Con corte al tercer trimestre de 2015.
Fuente: cálculos Anif con base en The Economist.

Gráfico 2: Evolución del stock de cartera hipotecaria
(con titularizaciones, enero de 2016, % del PIB)



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