

## Finanzas estructuradas

# Titularizaciones hipotecarias -RMBS- en Colombia

27 de febrero de 2024

Este reporte no constituye una acción de calificación

### Conclusiones Principales

- Ante un contexto de alta inflación y desaceleración económica, la calidad de la cartera hipotecaria continuará disminuyendo por una mayor presión sobre la capacidad de pago de los hogares y las empresas.
- Los mecanismos de cobertura de las titularizaciones hipotecarias y las características de las estructuras le permiten a la mayoría de las series calificadas contar con la capacidad suficiente para absorber las pérdidas esperadas.
- Daremos seguimiento a la evolución del mercado hipotecario, ya que en caso de observar una desviación significativa en la valoración de los inmuebles, nuestros supuestos de recuperación en caso de incumplimiento podrían verse alterados particularmente para los portafolios con una mayor relación del valor del crédito al valor de la garantía (LTV, por sus siglas en inglés *loan to value*).
- Hemos observado un descenso en los prepagos que impacta nuestra evaluación dependiendo de la estructura de cada transacción. La caída afecta principalmente a los títulos con un mayor riesgo de extensión. No obstante, el impacto es positivo para las series con coberturas frente a capital vigente menores a 100%, ya que dependen del margen financiero (*spread*) de la transacción para cumplir con sus obligaciones oportunamente.

### Analistas principales

**Juan Camilo Córdoba**  
Bogotá  
57 (601) 390-4259  
juan.camilo.cordoba  
@spglobal.com

**Juan Fernando Rincón**  
Bogotá  
57 (601) 504-6404  
juan.fernando.rincon  
@spglobal.com

### Analista secundaria

**María Soledad Mosquera**  
Bogotá  
57 (601) 390-7225  
maria.mosquera  
@spglobal.com

La titularización hipotecaria en Colombia ha sido una fuente importante de emisiones en el mercado de capitales durante más de veinte años para las entidades bancarias y no bancarias. Lastimosamente, durante los últimos tres años, los avances logrados en la última década se han perdido. En su mejor momento, las titularizaciones hipotecarias llegaron a representar más del 30% de la cartera hipotecaria, mientras que actualmente esta participación se ha reducido a menos del 5%.

Con la desaceleración de la economía local, y el deterioro de la capacidad de pago y endeudamiento de los hogares, el crédito de vivienda decreció casi 2% en términos reales al cierre de 2023; dicho decrecimiento es el máximo histórico de la última década, ya que durante los años más críticos de la pandemia (2020-2021), el crédito hipotecario creció alrededor del 5%. Dado que nuestra perspectiva es que la economía colombiana retome su dinamismo con un crecimiento de 2.8% en 2025 y 3.0% en 2026, se podría retomar el auge en la demanda de crédito de vivienda y, por ende, en las titularizaciones hipotecarias.

En BRC Ratings - S&P Global diferenciamos nuestra metodología para las titularizaciones hipotecarias, frente a las de otro tipo de activos. Nuestra evaluación se deriva de entender la capacidad que tienen las estructuras para soportar diferentes niveles de estrés según el nivel de calificación evaluado. Este ejercicio incorpora la probabilidad de deterioro que cada portafolio subyacente tiene dadas las particularidades de los créditos que lo componen. Las características propias de cada cartera las incorporamos ajustando la referencia (*benchmark*) de pérdida esperada que definimos para un portafolio arquetipo. El ajuste lo hacemos por medio de diferentes factores que recogen la exposición a los factores de riesgo que hemos identificado tienen el mayor impacto sobre la capacidad de pago de una obligación.

Por otro lado, modelamos el flujo de caja de la estructura, incorporando sus mecanismos de cobertura. Dicha modelación parte de nuestros supuestos de prepago, tasa ponderada de la cartera, tiempo de recuperación de las garantías, entre otros. Este análisis lo complementamos con una evaluación de los riesgos legales, de contraparte y operativos de la titularización. Dentro de esta evaluación damos importancia a la calidad del originador y de las demás partes relacionadas en la titularización para proveer un gobierno corporativo de buenas prácticas durante la vida de la estructura. Lo anterior lo aplicamos tanto a originadores vigilados como a los no vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia, y se hace más exigente cuando el mercado se torna difícil, como el actual.

Actualmente observamos presiones crecientes sobre la capacidad de pago de los hogares, dada la alta inflación y la desaceleración de la actividad económica. De la misma manera, identificamos un descenso en los prepagos fruto de un menor apetito por la compra de cartera como consecuencia del aumento en las tasas de interés. Los efectos de esta coyuntura sobre las calificaciones vigentes dependerán de la forma en cómo la estructura y composición de cada título permita absorber pérdidas. Otro factor relevante para el futuro de las titularizaciones hipotecarias, y de otro tipo de activos, es el efecto de la incertidumbre sobre el mercado de capitales ante las reformas potenciales que el gobierno está presentando.

En los siguientes apartados ilustramos la interpretación que hacemos de estos cambios en el contexto desde nuestra metodología.

### **Evolución del riesgo de crédito de las carteras subyacentes**

La capacidad de los títulos para resistir diferentes niveles de pérdida crediticia en los portafolios subyacentes es central en la determinación de las calificaciones que asigna BRC Ratings – S&P Global. Nuestra evaluación reconoce que hay factores que impactan la capacidad de absorber estas pérdidas, como el porcentaje de sobrecolateralización, la subordinación del flujo de caja, los mecanismos de liquidez contemplados para cubrir afectaciones durante el reemplazo de una contraparte débil, la existencia de garantías externas, entre otros. En nuestra opinión, en la medida en que estos mecanismos de cobertura permitan una mayor absorción de los incumplimientos, la capacidad de pago de los títulos será más resiliente a cambios en el contexto macroeconómico.

Durante los últimos cinco años hemos observado cambios importantes en la capacidad de pago de las estructuras que calificamos. En un principio, el deterioro observado en la pandemia fruto de presiones sobre la capacidad de pago de los hogares afectó las calificaciones de las series con menor protección. Luego de una recuperación en los indicadores de calidad de cartera durante 2022, las calificaciones se estabilizaron dado que las series acumularon capital y se aceleró la amortización de los títulos más senior.

A lo largo de 2023, la recuperación de los portafolios se desaceleró por la inflación alta, el encarecimiento del crédito, y el menor dinamismo de la actividad económica afectó los indicadores de calidad de cartera. Dicha coyuntura puede tener variables condicionantes o mitigantes, por lo que no esperamos cambios de la misma magnitud en todas las estructuras calificadas. Por ejemplo, una disminución en el indicador de prepago (dadas las tasas de interés altas) compensó parcialmente el deterioro. El bajo prepago ha permitido un flujo por concepto de intereses superior al proyectado en revisiones anteriores. Esto está dotando a algunas series del colateral necesario para absorber las pérdidas observadas, aspecto que desarrollaremos más en el siguiente apartado.

Por otro lado, hemos observado que la coyuntura actual ha generado diferentes niveles de afectación entre las estructuras. Estas diferencias explican por qué nuestra metodología incorpora un análisis del riesgo implícito que tiene un portafolio a partir de su composición. Por ejemplo, consideramos que créditos originados en UVR o con alguna indexación son más sensibles a los cambios en el IPC, pues nominalmente representan una mayor carga financiera a los deudores en un escenario inflacionario. Derivado de lo anterior, a lo largo de 2023 observamos una mayor velocidad en el deterioro de los portafolios en UVR. No obstante, estas transacciones acumularon durante 2022 el colateral suficiente para absorber estas pérdidas. De la misma manera, hemos identificado que los créditos con mayor madurez tienen un menor riesgo, pues los deudores tienen menos incentivos para incumplir con sus cuotas. Las transacciones más antiguas han tenido una menor volatilidad en el indicador de cartera vencida. En este orden de ideas, nuestra evaluación reconoce que hay portafolios con mayor exposición ante cambios macroeconómicos como los observados en el contexto actual.

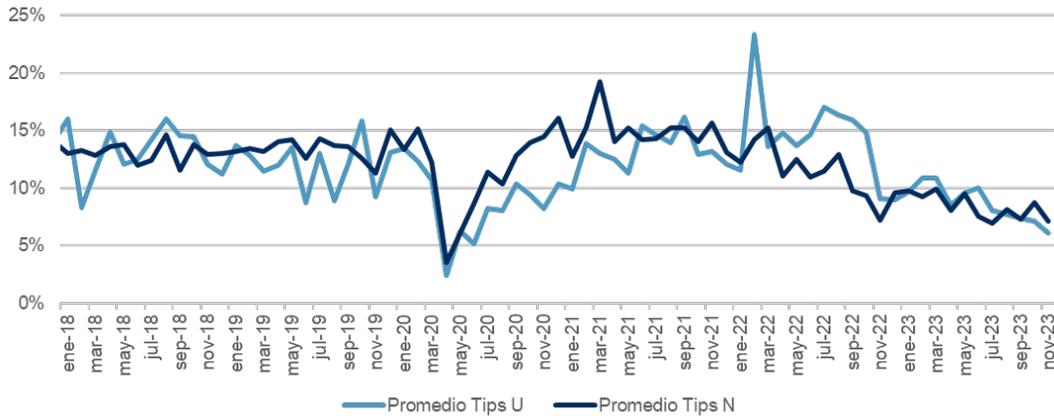
Finalmente, desde la calificadora damos seguimiento al comportamiento del mercado hipotecario, que ante el contexto actual de desaceleración económica presenta retos en términos de crecimiento y de calidad crediticia. En caso de observar una desviación significativa en la valoración de los inmuebles, nuestros modelos presupondrían una menor recuperación en caso de incumplimiento de un crédito. Dicho cambio afectaría principalmente a los portafolios con un mayor LTV, ya que con un menor saldo de capital, una reducción potencial en el valor del inmueble tiene menor impacto en los recursos que se pueden recuperar a través de la garantía.

### **Menor riesgo de reinversión dado el descenso en los niveles de prepago**

Históricamente hemos observado que el prepago varía entre 15% y el 20%. No obstante, durante 2023 el nivel cayó por debajo del 10% para algunas transacciones. El principal efecto del descenso en el prepago es la amortización desacelerada de las universalidades, lo que reduce el riesgo de reinversión para el inversionista. En el Gráfico 1 observamos que el descenso en los prepagos fue mayor y más rápido en las carteras en pesos frente a las indexadas a UVR. Dicho comportamiento respondió a la perspectiva alcista en inflación principalmente durante el primer semestre del 2022.

Gráfico 1

Evolución del prepago en titularizaciones hipotecarias



El impacto que la disminución en el prepago tiene sobre nuestra evaluación de las transacciones depende de la estructura de la titularización y la madurez del título. En primer lugar, las series con un mayor riesgo de extensión desde su estructuración, es decir, las respaldadas por carteras con una duración al vencimiento superior a la de los títulos, se encuentran más expuestas a tener pérdidas crediticias frente a su capacidad de pago cuando disminuye el prepago pues no reciben los flujos provenientes del portafolio de manera oportuna.

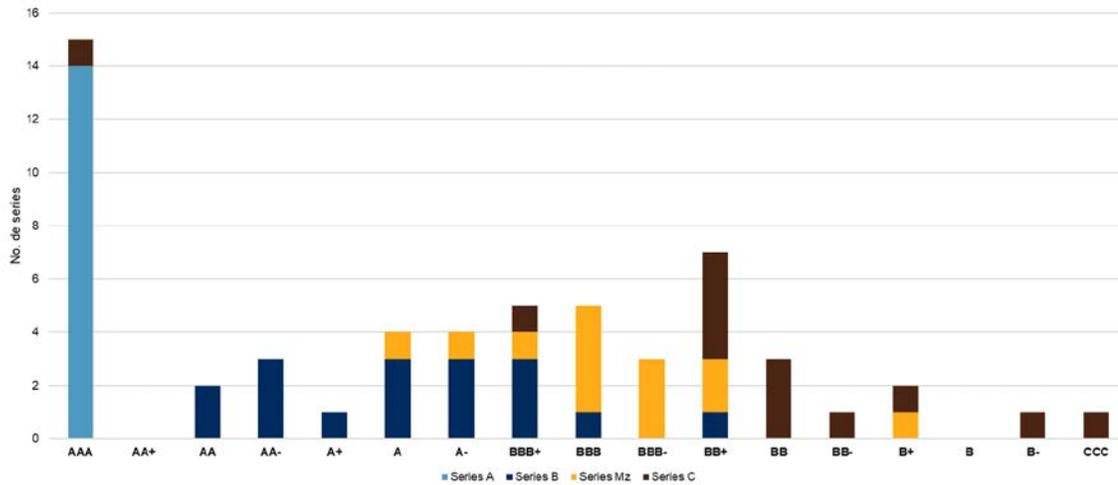
Por otro lado, las series subordinadas con menor madurez, en particular las que comienzan con un sobrecolateral negativo, se benefician de una reducción en el prepago ya que dependen del margen entre la tasa de emisión de los títulos y la tasa promedio ponderada de la cartera para ser amortizadas. Un bajo prepago reduce la velocidad de amortización del capital de los créditos que respaldan la cartera, y por lo tanto permiten un flujo por concepto de intereses superior al proyectado con un supuesto de prepago mayor. Esto, en escenarios con un índice de cartera vencida estable. Durante el último año hemos observado que este cambio ha incrementado el colateral que respalda dichas series. De esta manera, la sensibilidad de estos títulos a cambios al alza en los prepagos o a la baja en la tasa de la cartera subyacente se reduce, permitiendo así el retiro de varias perspectivas y estatus de Revisión Especial (CreditWatch) negativos asignadas como respuesta al deterioro de cartera observado a finales del 2021 por la pandemia.

Evolución de nuestras calificaciones

BRC Ratings – S&P Global ha calificado titularizaciones por más de 20 años y, a la fecha, cuenta con calificaciones vigentes para 57 series, de 17 emisiones distintas, seis de estas en UVR y las restantes en pesos colombianos (COP). Las calificaciones vigentes (a la fecha de publicación de este documento) se distribuyen como lo indica el Gráfico 2.

Gráfico 2

Distribución de las calificaciones vigentes



Fuente: BRC Ratings – S&P Global S. A.

Las series más senior, normalmente las series A y B, se concentran en las calificaciones de grado de inversión o menor riesgo de incumplimiento. El nivel de sobrecolateral con el que cuentan estos títulos, respaldados 100% o más por capital en los portafolios, explica el alto número de series que superan los niveles de estrés consistentes con la calificación AAA. A medida que se amortizan, el margen positivo de las estructuras permite incrementar de manera consistente esta cobertura, consolidando así su capacidad de pago y manteniendo estable la calificación. De forma particular, durante el periodo de 2014 a 2023, la probabilidad de que las calificaciones de las titularizaciones calificadas por BRC, mayoritariamente hipotecarias, se mantuvieran en AAA fue superior al 99%. Por otro lado, las series subordinadas (Mz y C) se ubican principalmente en la parte baja de la escala dado su sobrecolateral negativo. Su probabilidad de mantener la calificación estable en las escalas inferiores a BB se reduce a aproximadamente 80%, y llega a ser menor al 60% en las escalas de B y CCC. Esto responde a la mayor sensibilidad que tienen las series calificadas en estas escalas a cambios en los supuestos modelados en la calificación inicial.

Los casos en los que las calificaciones de series subordinadas se encuentran en grado de inversión corresponden a títulos cuyas series senior están próximas a amortizarse por completo, o que ya terminaron de pagar sus obligaciones. Esto se debe a que son títulos maduros que, siempre y cuando el deterioro de la cartera haya sido controlado, han logrado acumular un colateral positivo que aumenta su capacidad de soportar futuros deterioros, y por lo tanto logran posicionarse en un nivel superior de la escala de calificación.

En conclusión, las calificaciones en grado de inversión son normalmente más estables en el tiempo y reflejan una mayor capacidad para soportar cambios en el entorno macroeconómico. Sin embargo, las calificaciones de las series subordinadas son más susceptibles a cambios en la calidad de cartera del portafolio, variaciones en los prepagos y el *spread* de las series. Para un mayor detalle se puede consultar el artículo de Matrices de Transición de BRC en el capítulo de la matriz de transición del sector de finanzas estructuradas para 2023.

**Artículos relacionados:**

- [Matrices de transición para las calificaciones en escala nacional 2014 – 2023 de BRC Ratings – S&P Global, 30 de enero de 2024.](#)
- [Titularizaciones de consumo y bonos estructurados: fuente de diversificación del fondeo y de crecimiento para el mercado de capitales, 14 de diciembre de 2023.](#)
- [Bonos cubiertos: Oportunidad y mitigante ante un mercado de capitales retador, 30 de noviembre de 2023.](#)
- [Perspectivas macroeconómicas de América Latina y retos del sector financiero en Colombia, 15 de agosto de 2023.](#)
- [Mercado se descongela, pero sigue frío, 6 de julio de 2023](#)
- [Crecimiento más lento, financiamiento más restrictivo agudizan los retos, 26 de abril de 2023.](#)
- [Panorama de los fondos de inversión en Colombia; 11 de abril de 2023.](#)
- [2023: Sesgo a la baja en las calificaciones de capacidad de pago en escala nacional, 29 de marzo de 2023.](#)

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no necesariamente dependen de la acción de un comité de calificación, incluyendo, pero sin limitarse a, la publicación de una actualización periódica sobre una calificación crediticia y análisis relacionadas.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P puede recibir honorarios por sus servicios de calificación y por sus análisis, los cuales normalmente pagan los emisores de los títulos o los suscriptores de los mismos o los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) y [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.