

Enero 2009

Reporte Especial

Contactos
Aldo Reyes D.
Cristóbal Oyarzún N.
(56-2) 204 72 93

Porcentaje de Recuperación de Créditos Hipotecarios en *Default* Con Posterioridad a la Liquidación de los Bienes Raíces subyacentes¹

Introducción

En las operaciones de créditos hipotecarios², incluyendo los contratos de leasing habitacional, el porcentaje de recuperación de la deuda fallida es una variable relevante para determinar la pérdida potencial de una cartera crediticia una vez ejecutadas las viviendas subyacentes a la operación. En consecuencia, dicha variable (que en adelante denominaremos porcentaje de recupero) también es de importancia en los procesos de securitización respaldados por mutuos hipotecarios (MH) y/o Contratos de Leasing Habitacional (CLH).

Dado lo anterior - sobre la base de 14 patrimonios separados con historia, que incluyen 18.678 operaciones crediticias con 947 casos de liquidación de los activos subyacentes - *Humphreys* ha estimado el porcentaje de recupero en los créditos hipotecarios fallidos y, además, ha realizado una primera aproximación tendiente a visualizar los factores que determinan los niveles de recuperación.

Para efecto del estudio, se incluyeron solo patrimonios separados vigentes que fueron conformados entre julio del 2002 y diciembre de 2004, lo cual conlleva que la antigüedad de las carteras de activos fluctúe entre 5 y 9 años³ (las operaciones con posterioridad a enero de 2005 fueron excluidas por cuanto a la fecha disponen de un bajo número de activos subyacentes liquidados).

Como se muestra al interior del reporte, el análisis ha servido, además, para validar empíricamente el proceso de evaluación utilizado por *Humphreys* y comprobar las ventajas de su modelo dinámico para aplicar escenarios de estrés basados en la realidad, capturando adecuadamente los ciclos propios de la economía (dada su capacidad de trabajar sobre la base de 10.000 flujos de cajas). Los datos ratifican la idoneidad de la metodología de la Clasificadora, en particular que la comprobación se basa en antecedentes propios de la realidad del mercado local.

En el ámbito más atingente al estudio los análisis efectuados tienden a mostrar, tal como puede resultar predecible, que la relación entre la deuda y la garantía hipotecaria de un crédito sería uno de los factores relevantes que está influyendo en el nivel de recupero de los préstamos. Una menor relación deuda sobre garantía implica que los créditos fallidos, en el evento de tener que liquidarse los inmuebles entregados en caución, pueden resistir una caída más severa en los precios de venta de las viviendas. Con todo, esta variable no sería la única que está afectando los niveles de recuperación, por lo tanto, los modelos evaluativos no debieran circunscribirse sólo a la importancia relativa de las garantías hipotecarias.

¹ Los antecedentes para el presente reporte fueron proporcionados por las sociedades securitizadoras y/o los administradores primarios, no habiendo efectuado *Humphreys* auditorías o revisiones operativas para la validación de la información.

² Para efectos de este reporte cuando se mencionen créditos hipotecarios se estará incluyendo los Contratos de Leasing Habitacional, no obstante que estas operaciones son arriendos con promesas de compra y no constituyen un préstamo propiamente tal.

³ La antigüedad de la cartera de activos es superior a la antigüedad de los patrimonios separados.

Sin perjuicio de lo anterior, y en una aparente contradicción, los antecedentes evaluados muestran que las operaciones de leasing habitacional presentan un porcentaje de recupero superior que los mutuos hipotecarios; no obstante que al momento de la originación estos últimos presenta una menor relación deuda sobre garantía. Una explicación de esta situación, sin pretender ser taxativo, podría estar dada por la mayor especialización de las compañías de leasing habitacional, lo cual redundaría en una mayor eficiencia en la liquidación de las viviendas. De hecho, cuando se comparan los resultados de las instituciones bancarias (incluida sus filiales) con lo de las entidades no bancarias especializadas en el crédito hipotecario, éstas últimas, como grupo, presentan mayores niveles de recupero ante eventos de *default*.

Otros aspectos que considera el presente informe es el impacto de la antigüedad de los créditos y del valor de las viviendas en el porcentaje de recupero de las operaciones fallidas. En el primer caso, los resultados no son concluyentes y, en el segundo, no se observa relación alguna (pese que en ciertos círculos del mercado existe cierta tendencia a creer que el recupero tendería a ser inferior en activos de menor valor).

En el interior del informe se explica más en detalle los aspectos antes mencionados y se presentan los antecedentes que respaldan las aseveraciones.

Resumen de Principales Conclusiones del Reporte

<i>Modelo de Humphreys</i>	Se ratifica la validez del modelo y criterios de <i>Humphreys</i> y la ventaja de utilizar una evaluación dinámica.
<i>Efecto de Relación Deuda / Garantía</i>	Una menor relación deuda/garantía tiende a mejorar los porcentajes de recuperación de los créditos fallidos.
<i>Contratos de Leasing v/s Mutuos</i>	Se observa que los CLH presentan un porcentaje de recupero superior al de los MH (lo que podría ser contrario a la percepción del mercado)
<i>Administradores No Bancarios</i>	Los administradores no bancarios presentan niveles de recupero superiores a los exhibidos por las sociedades bancarias o filiales de éstas.
<i>Antigüedad de los CHL y MH</i>	Debiera suponerse que la mayor antigüedad de los activos influyese en una recuperación más elevada. Los datos no muestran eso en los MH.
<i>Valor de las Vivienda</i>	No se evidencia relación entre valor de las viviendas y porcentaje de recupero. No obstante la creencia es suponer una relación directamente proporcional.

Porcentaje de Recupero Mutuos Hipotecarios y Contratos de Leasing Habitacional

Para efectos del análisis se tuvieron en consideración 835 contratos de leasing habitacional en *default* y 112 casos de mutuos hipotecarios en igual condición. La diferencia de la muestra se explica por dos razones: i) *Humphreys* evalúa primordialmente patrimonios separados respaldados con CLH, y ii) los MH presentan una tasa de incumplimiento menor a lo que exhiben los CLH.

El análisis de los antecedentes evidencia que los CLH en *default* presentan, luego de la liquidación de las viviendas asociadas, un porcentaje de recupero superior al mostrado por los MH. En efecto, en promedio, el nivel de recupero de los CLH superan en 18% el porcentaje de recuperación de los MH.

TABLA I : COMPARACIÓN MH Y CLH	CLH (% RECUPERO)	MH (% RECUPERO)
<i>Promedio Neto de Recupero (sobre S.I. en default)</i>	84,4%	71,52%
<i>Porcentaje de Operaciones con Recupero menor a 65%</i>	6,17%	33,7%

Los resultados mostrados en la Tabla I no dejan de ser sorprendentes por cuanto al momento de la originación los MH, en comparación con los CLH, suelen presentar una menor relación entre deuda asumida y valor de la vivienda financiada (lo que implica que cada operación crediticia individual presenta una caución de mayor valor). A modo de una explicación exploratoria, y sin pretender de ser taxativo, el mejor desempeño en la liquidación de los bienes raíces asociados a las operaciones de arriendo con compromisos de compra podría deberse a la especialización de las compañías de leasing habitacional⁴ y al menor valor de las viviendas adquiridas por medio de este tipo de financiamiento.

En efecto, como se verá más adelante, los activos administrados por sociedades bancarias o ligadas a bancos presentan menor efectividad al momento de reducir las pérdidas de los activos en *default*.

Por otra parte, al menos en el caso de los CLH, los créditos vinculados a casas de menor valor comercial tienden a presentar una menor pérdida ante incumplimiento de los deudores (un explicación plausible podría ser que un porcentaje no menor corresponda a viviendas de barrios periféricos que con el tiempo se han ido consolidando y con ello aumentando su valor). Con todo, es importante destacar que los resultados del análisis no son concluyentes en cuanto a la importancia del valor de las viviendas en relación con el porcentaje de recupero de los créditos en *default*.

Por último, cabe agregar que se ha mostrado el porcentaje de operaciones que presentan un recupero inferior al 65% de la deuda, por cuanto el modelo de evaluación dinámico aplicado por *Humphreys* supone, en la mayoría de los casos, que el valor promedio de las recuperaciones se sitúa entre el 60% y 65% del total adeudado. Los antecedentes mostrados, vuelven a ratificar la solidez de los procesos de liquidación de viviendas de los CHL; en efecto solo el 6,17% de estas operaciones fallidas tiene un nivel de recupero inferior al 65% del valor adeudado.

⁴ La mayor especialización haría más efectivo y eficiente el proceso de liquidación de los bienes raíces.

Efecto de Otras Variables en el Nivel de Recupero

RELACIÓN DEUDA SOBRE GARANTÍA

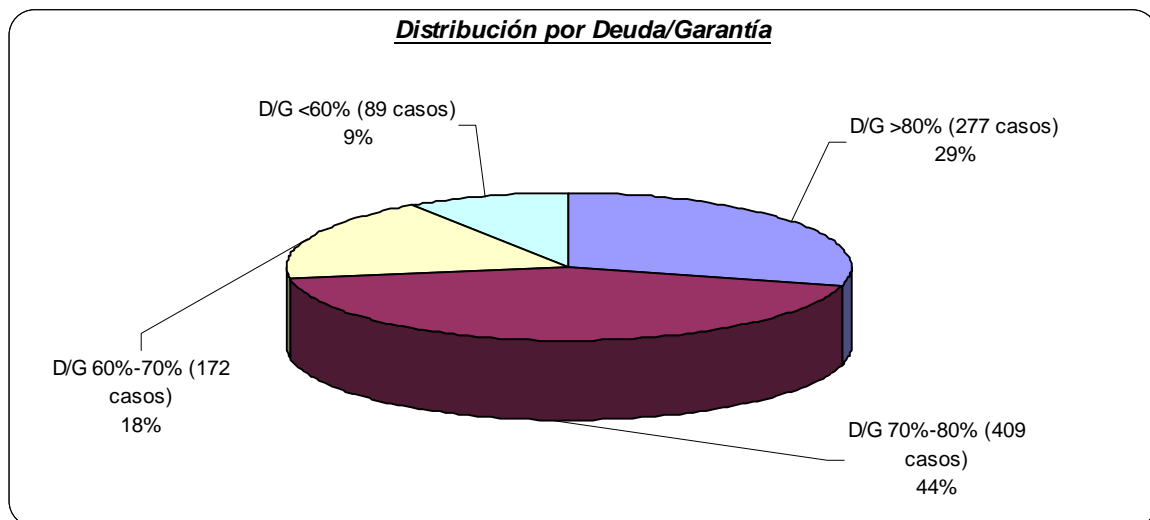
Los análisis realizados, como era previsible, muestran una relación inversa entre el indicador Deuda/Garantía y el porcentaje de recuperación de las operaciones en *default* (ello al margen que dicha situación no se desprenda de lo exhibido en el acápite anterior). En la Tabla II se muestran los resultados del análisis.

TABLA II (% RECUPERO):	TOTAL	CLH	MH
Deuda / Garantía Superior 80%	77,89%	80,41%	60,99%
Deuda / Garantía Entre 80% y 70%	81,15%	82,36%	68,64%
Deuda / Garantía Entre 70% y 60%	88,55%	89,89%	79,38%
Deuda / Garantía Inferior a 60%	95,57%	97,30%	88,76%

Se puede observar, tanto en los CLH como en los MH, que las pérdidas finales de los créditos fallidos se reducen en la medida que va disminuyendo la relación existente entre el monto de las deudas y el valor de los bienes raíces entregados en garantías.

En la Tabla II, igual que en el acápite anterior, se puede apreciar que para relaciones de deuda sobre garantía similares, los niveles de recupero son superiores en las operación de leasing que en los créditos otorgados a través de mutuos.

Es importante considerar que el grueso de la muestra – 44% de los casos – presentaba una relación de deuda sobre garantía entre el 70% y 80%.



ANTIGÜEDAD DEL CRÉDITO

En el caso de los contratos de leasing habitacional, la evaluación practicada muestra que mientras mayor es la antigüedad de un crédito menor es la pérdida de éste en caso que entre en *default*. Esta situación es atendible por cuanto la antigüedad del crédito, por lo general, tiende a mejorar la relación entre saldo adeudado y valor de la garantía hipotecaria. Sin perjuicio de ello, lo mismo no se observa en los préstamos por medio de mutuos hipotecarios.

TABLA III (PORCENTAJE DE RECUPERO)	TOTAL	CLH	MH
<i>Créditos con Más de 80 meses de Antigüedad</i>	90,88%	95,02%	76,57%
<i>Créditos con Antigüedad Entre 50 y 80 Meses</i>	91,60%	93,78%	79,92%
<i>Créditos con Menos de 50 Meses de Antigüedad</i>	80,11%	81,54%	67,37%

El hecho que la relación directa entre la antigüedad de los activos en *default* y el porcentaje de recupero de los mismos se evidencie en los CLH y no en los MH, podría explicarse en el tamaño de cada una de las muestra. En el primero de los casos se tuvo como referencia 835 operaciones y en el segundo sólo 123 operaciones.

VALOR DE LA VIVIENDA

No se pudo observar ningún tipo de relación entre el valor de las vivienda y el porcentaje de recupero de los créditos en *default*. En la tabla IV se muestran los resultados que respaldan la aseveración:

TABLA IV (PORCENTAJE DE RECUPERO)	TOTAL	CLH	MH
<i>Viviendas de Valor Superior a UF 1.500</i>	77,71%	85,45%	63,13%
<i>Viviendas Entre UF 1.000 y UF 1.500</i>	84,97%	86,37%	77,33%
<i>Viviendas de Valor Inferior a UF 1.000</i>	82,71%	83,39%	71,13%

Sin perjuicio de lo anterior, una explicación tentativa de los resultados mostrados en la Tabla IV, pudiere ser el hecho que el mercado secundario para las viviendas entre UF 1.000 y UF 1.500 fuere más líquido en comparación con otros segmentos de precios, situación que contribuiría en la velocidad de venta de los inmuebles y, por ende, en los porcentaje de recuperación de los créditos.

Administradores Bancarios y No Bancarios: Porcentaje de Recupero

El análisis de los datos evidencia que tras liquidar los bienes hipotecarios, el porcentaje de recuperación de los créditos fallidos es superior en aquellas instituciones no bancarias en comparación con los resultados de bancos o sociedades ligadas a éstos (la muestra incluye tres administradores bancarios o filiales y cuatro no bancarios). En la tabla V se muestran los resultados de la evaluación:

TABLA V (PORCENTAJE DE RECUPERO)	TOTAL	CLH	MH
<i>Administradores Bancarios (o filiales)</i>	78,29%	79,96%	71,52%
<i>Administradores No Bancarios</i>	89,74%	89,74%	-

Como se mencionó anteriormente, es probable que el mayor porcentaje de recuperación de los

administradores no bancario se deba a su alto grado de especialización. Pero también debiera sumarse a ello el hecho que dicha área de negocio, en términos relativos, tiende a ser más importante para sus controladores. Tampoco se puede desconocer que estos administradores suelen estar ligados a grupos inmobiliarios, lo cual favorece su conocimiento del mercado de las viviendas.

Aun cuando no se tenga una explicación respecto del por qué los administradores no bancarios presentan una mayor eficiencia en la recuperación de los créditos fallidos, no se puede soslayar el hecho que en la práctica reducen en aproximadamente 50% las pérdidas de los activos en *default* (o, en términos equivalentes, incrementan la recuperación en cerca del 10% del crédito moroso). Esta situación permite, en parte, compensar la mayor tasa de *default* que usualmente presentan los clientes de sociedades no bancarias (sectores no “bancarizables” y de mayor riesgo).

A modo de ejemplo, si el recupero de empresas no bancarias y bancarias fuera realmente del 89,74% y del 79,96%, ello implicaría que las carteras de las primeras podrían tener una tasa de *default* casi el doble que las segundas y, así y todo, presentar pérdidas finales en un nivel similar.

Otro elemento que puede llamar la atención es que los administradores bancarios (o filiales) tienen un mejor desempeño en las operaciones de leasing habitacional que en contratos de mutuos hipotecarios. Ello pudiera explicarse porque los contratos de leasing son administrados por empresas filiales especializadas en el giro, en cambio los mutuos hipotecarios son una unidad más dentro del negocio crediticio de los bancos.

Finalmente, cabe señalar, que la muestra incluyó 381 activos fallidos que fueron administrados por entidades no bancarias y 566 por bancos o filiales de éstos.

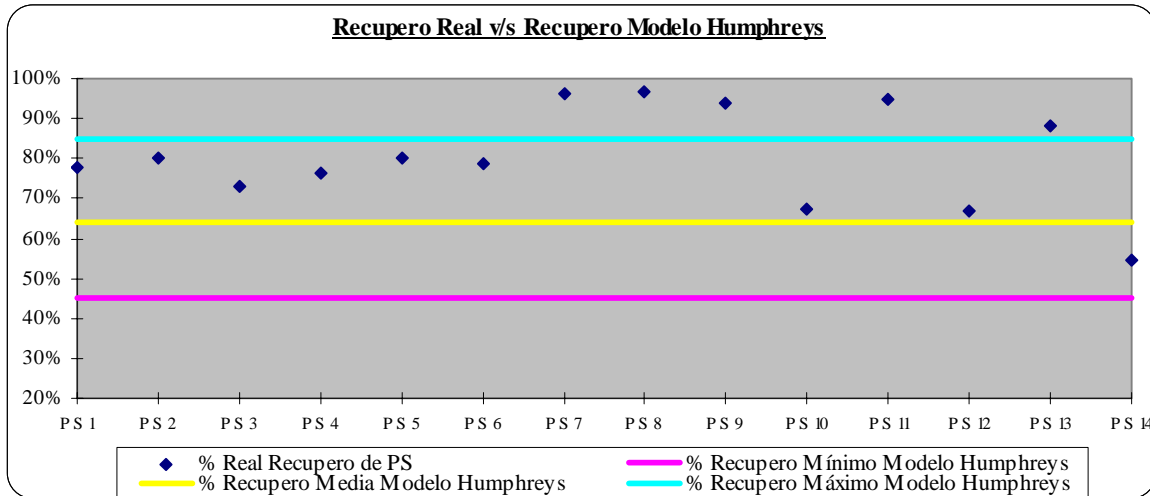
Resultados Reales Contrastados con Modelo de *Humphreys*

El modelo dinámico de *Humphreys* arroja distintos niveles de recupero ante los eventos de *default* supuestos para los 10.000 flujos de caja que considera el proceso de evaluación financiera. Estos 10.000 escenarios permiten determinar, respecto al porcentaje de recupero de la deuda fallida, su media (valor esperado) y los niveles máximo y mínimos.

Las tres variables antes mencionadas (cotas máximas y mínimas, más valor esperado) difieren en cada patrimonio separado por cuanto ellas dependen de las características propias de cada operación específica. En particular, en el porcentaje de recupero influirán, entre otros factores: la relación inicial entre deuda y garantía de los activos securitizados, la antigüedad y plazo de los créditos (incide en la evolución de la relación anterior), el valor de las propiedades (dado que afecta el período de depreciación y valor residual de los bienes), la importancia relativa del valor del terreno dentro de la tasación de inmueble (influye en valor residual), el porcentaje de activos con garantía Estatal y el período económico existente cuando se liquidan las cauciones hipotecarias.

Sin perjuicio de lo anterior, con motivo de este análisis, se ha confeccionado valores teóricos para los valores esperados, los máximos y los mínimos que arroja el modelo dinámico utilizado por *Humphreys*, todos en relación con el porcentaje de recupero ante situación de cesación de pago de los deudores.

Si bien los valores teóricos de referencia no corresponden a ninguna transacción real, si pueden ser considerados como una representación razonable de los estrés aplicados por *Humphreys* en la gran mayoría de las operaciones evaluadas. Dado ello, dichos porcentajes teóricos se han contrastados con los resultados reales exhibidos por los 14 patrimonios de hipotecas vigentes conformado antes de enero de 2005 y que actualmente están clasificados por la firma. En el gráfico siguiente se muestra los resultados de la comparación.



Los datos muestran que, excepto en un patrimonio, los porcentajes de recupero antes eventos de *default* han estado por sobre el valor esperado arrojado por *Humphreys* y, en muchos casos, ha superado las estimaciones más optimistas. En general, el comportamiento real de las hipotecas ejecutadas se explica, en parte, por el entorno económico que ha atravesado el país en los últimos ocho años, que sin ser de un crecimiento elevado, no ha sido afectada por períodos de crisis (situación que disminuye la probabilidad en reducción en los precios de las viviendas y que, en paralelo, incrementa la velocidad de venta).

Asimismo, el gráfico ratifica lo acertado del modelo de *Humphreys* que logra capturar el comportamiento de las carteras hipotecarias bajos escenarios de crisis leves, crisis profundas y estados de normalidad. En la práctica, la dinámica del análisis permite que la evaluación se centre en procesos de sensibilización que realmente se ajustan a la realidad.

Por último, sólo señalar que el patrimonio separado que presenta un nivel de recupero por debajo de la media esperada, sólo cuenta con cuatro procesos de liquidación, siendo el que menor número de observaciones presenta.