



Contenido

- Indicadores
 - Macroeconómicos 2
 - Inmobiliarios 3
 - Hipotecarios 4
- Ratios de Endeudamiento Hipotecario 5
- Aproximación Técnica al Incremento de Precios 7
- Riesgo y Precio de las Operaciones Hipotecarias 11
- Lecturas Recomendadas 12

Cerrado a fecha 13 de Junio de 2003

Realizado por
Antonio Fuentes
Analista de Riesgos
antonio.fuentes@ge.com

Dirigido por
Juan Fernández-Aceytuno
Director General
juan.fernandezaceytuno@ge.com

www.gemieurope.com/es

Indicadores y Situación del Mercado Hipotecario Español

“Muchas eran las dudas el pasado trimestre sobre cuál sería la tendencia del mercado una vez finalizado el 2002. La incertidumbre presente en la economía a principios de año, ha supuesto el retraso de la esperada recuperación, reflejo de las previsiones revisadas estos tres últimos meses por los diferentes operadores económicos. Los datos publicados en España a Junio de 2003, avanzan un año caracterizado por mayor estabilidad, pauta que marcará el mercado hipotecario español y que no debilitará la solidez a la cual nos tiene acostumbrados”



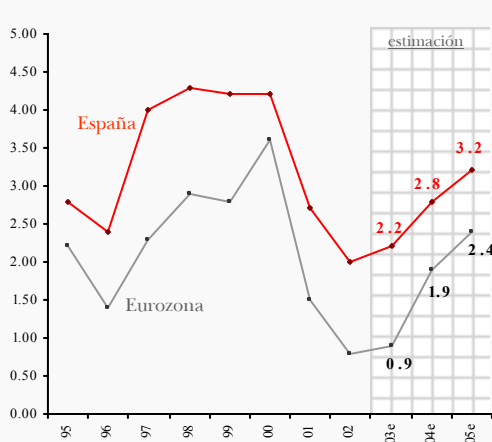
...moderada recuperación de la actividad económica...

...con un IPC alejado del “efecto euro”, pero acusando el “efecto Europa”...

...mientras se consolida la creación de nuevos puestos de trabajo...

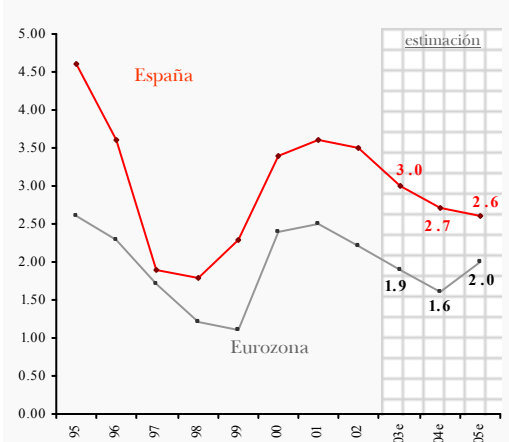
...en un entorno en el que los tipos de interés siguen marcando nuevos mínimos...

Fig 1.1 PIB, Tasa de Crecimiento Anual (%)



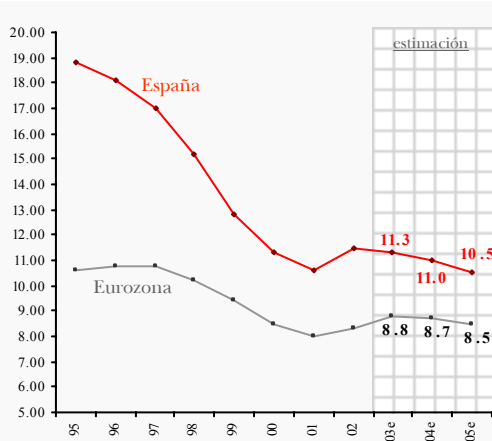
Fuente: Banco de España. Estimaciones Panel de Analistas y GEMI

Fig 1.2 IPC Tasa de Crecimiento Anual (%)



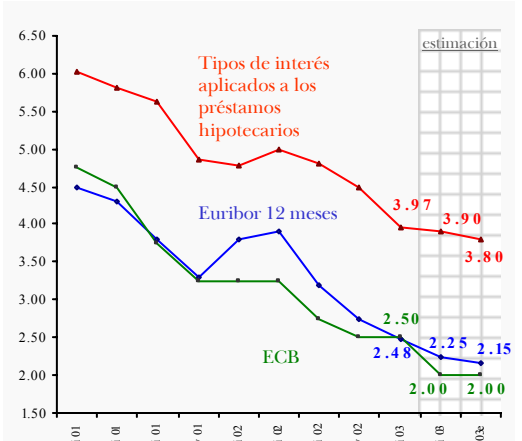
Fuente: INE y OECD. Estimaciones Panel de Analistas y GEMI

Fig 1.3 Tasa de Desempleo Anual (%)



Fuente: INE y OECD. Estimaciones Panel de Analistas y GEMI

Fig 1.4 Tipos de Interés: referencia e hipotecarios



Fuente: Banco de España. Estimaciones GEMI

El avance de los datos del primer trimestre de 2003 y las previsiones anuales de crecimiento resultan en la interrupción de la desaceleración económica que nos ha acompañado en estos dos últimos años. Aún así parece complicado tanto el análisis de la tendencia actual como las perspectivas para el conjunto del año y siguientes, lo cual se ha visto reflejado en la sucesiva revisión de expectativas. Pero si bien es cierto que dichas estimaciones han sido rebajadas un 0.3% (utilizando la media de un panel de 15 analistas), la situación sigue siendo ventajosa respecto a la media de nuestros vecinos europeos, con expectativas actualizadas en torno al 0.9%. Esta situación ventajosa no nos debe hacer olvidar los últimos datos de crecimiento negativo en países como Alemania,

Holanda e Italia ya que recordemos que por ejemplo en términos de exportaciones, las españolas dependen en un 46% de estos tres países (ICEX). Pese a las mencionadas revisiones, la estimación de crecimiento del IPC armonizado continúa cercana al 3% reflejando aún el efecto “catch-up” con Europa pero reduciendo el diferencial. La tasa de desempleo tampoco se ve afectada permaneciendo cercana al 11.3% en 2003, siempre que el ritmo de crecimiento de la actividad económica no se vea nuevamente rebajado. Teniendo en cuenta la situación de varias de las “locomotoras” europeas y la fortaleza del euro, era de esperar el recorte de 0.50% producido a principios de Junio en el tipo de interés de referencia. Debido a ello, esperamos un Euribor en próximos trimestres cercano al 2.15% (media).

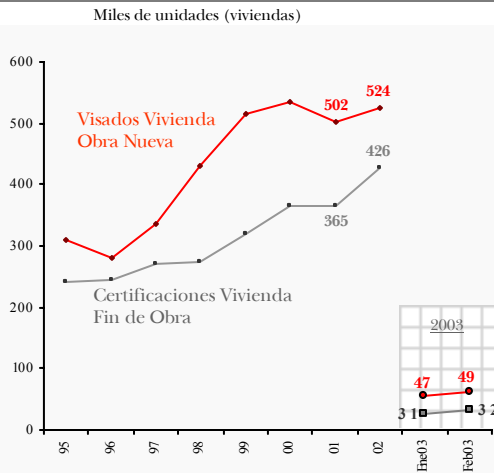
...estabilización en el número de viviendas construidas...

... creciendo por encima de la media Europea...

...que resulta en la consecuente estabilidad de la confianza...

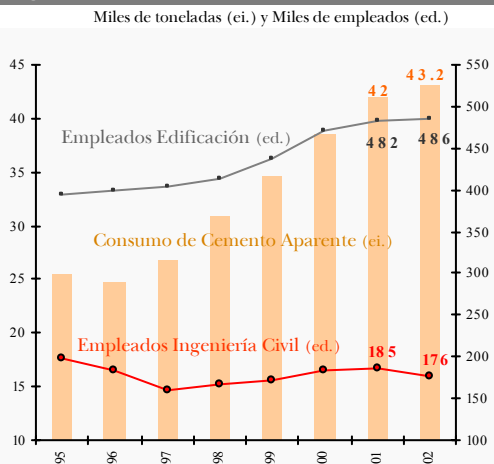
...y en un ritmo relativamente más moderado en el crecimiento de precios...

Fig 2.1 Actividad de la Construcción Residencial



Fuente: Ministerio de Fomento

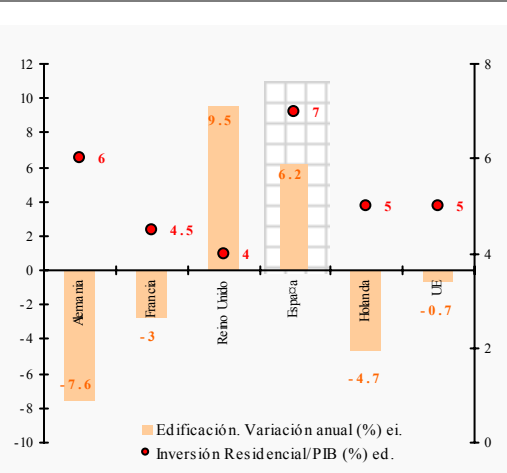
Fig 2.3 Indicadores de Confianza



Fuente: Ministerio de Fomento

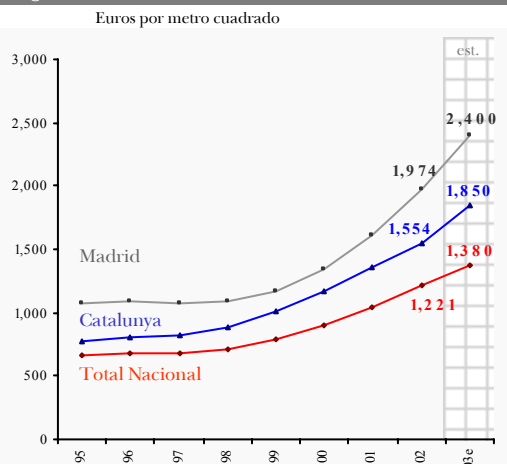
La actividad inmobiliaria en España continúa mostrando tasas de crecimiento positivas aunque la relativa desaceleración iniciada en el año 2000 seguirá siendo la tónica que marcará el 2003, con tasas de crecimiento similares a las alcanzadas el año anterior. Este moderado dinamismo se apoya en los últimos datos publicados que presentan un crecimiento más suave tanto en los visados de obra nueva como en las certificaciones fin de obra. Con todo ello, se confirmó en 2002 y a principios del presente año, un mayor grado de actividad en España respecto al retroceso que fue la tendencia de la práctica totalidad de los países europeos, con la excepción notable de Reino Unido. Preveamos una pauta similar en Europa a espera de la recuperación económica.

Fig 2.2 Ratios de Actividad en la Eurozona (2002)



Fuente: GEMI basado en datos OECD, ECB y Eurostat

Fig 2.4 Precio Medio Vivienda Libre



Fuente: Ministerio de Fomento y estimaciones GEMI

Los indicadores de confianza experimentaron una mejora relativa el pasado año, a lo que sumamos un esperado ascenso en los empleados de ingeniería civil para el presente. Los precios de la vivienda continúan su tendencia creciente apoyada en los datos estimados para el primer trimestre de 2003, con tasas de crecimiento parecidas a las del pasado año, aunque prevemos mayor prudencia en dicho crecimiento en el medio plazo. Esta relativa moderación confirmaría las tasas adelantadas en el anterior boletín cercanas a un 12%. El diferencial en las estimaciones dependerá del exceso o defecto de oferta según la comunidad autónoma, y en mayor medida de la demanda, en términos de accesibilidad y capacidad financiera de las familias.

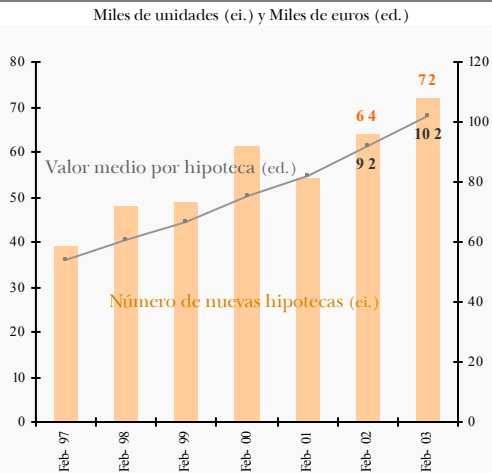
...incremento sostenido en la concesión de créditos hipotecarios...

...principalmente destinados a vivienda construida...

...del cual se tituliza un 5.6% del total de la cartera...

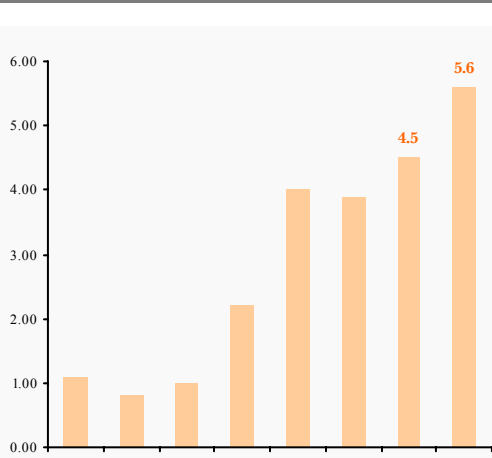
...mientras crece a nivel macro el endeudamiento de las familias...

Fig 3.1 Actividad Hipotecaria: Fincas Urbanas



Fuente: INE

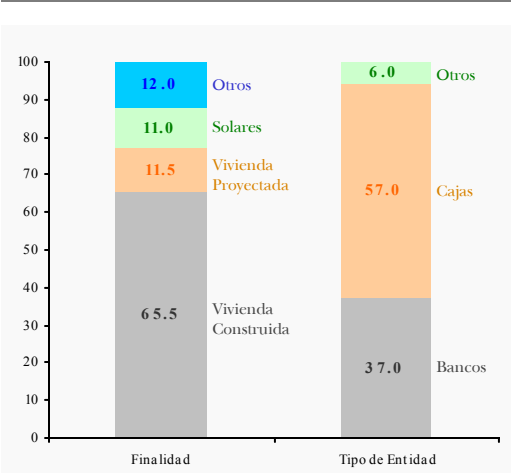
Fig 3.3 Crédito Hipotecario Titulizado (%)



Fuente: GEMI basado en BBVA y AHIE

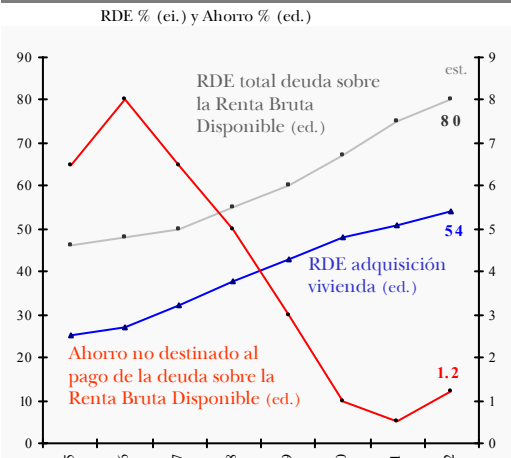
Los últimos datos oficiales publicados correspondientes a Febrero de 2003 reflejan un crecimiento del volumen hipotecario del 20% respecto a Febrero del pasado año. Dicho dato representa un avance del 10% en número de hipotecas formalizadas y un aumento del 10% del volumen medio hipotecado. Estos datos se acercan a los previstos para 2003, con un crecimiento cercano al 15% soportado por un avance de los precios cercano al 12%. El 70% de dichas formalizaciones corresponden a vivienda construida, y alrededor de un 60% son originadas por las Cajas de Ahorro que, en el producto que nos ocupa, han fortalecido su posición en el Sistema Financiero Español con un aumento de cuota de cuatro puntos porcentuales respecto al pasado año.

Fig 3.2 Distribución por Finalidad y Origenación



Fuente: INE (Datos febrero '03)

Fig 3.4 Ratio de Endeudamiento (RDE) y Ahorro



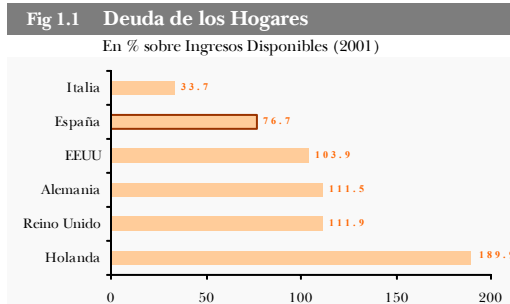
Fuente: Banco de España

La titulización mantiene su consolidación como fuente alternativa de financiación dentro del mercado hipotecario español, con un volumen total emitido a Diciembre de 2002 de 11,023 millones de euros, un 49% del total de activos titulizados (S&P). El crecimiento del 30% esperado en 2003 seguirá soportado por el atractivo de dichas emisiones a su vez tolerado por los bajos niveles de morosidad que resultan en la reducción de los niveles de mejora crediticia. No se espera un deterioro notable en dichos niveles de morosidad y tampoco en la situación patrimonial de las familias, aunque los actuales ratios de endeudamiento medio (cálculo macroeconómico) sensibilizan la posición económica de los hogares ante cambios en el escenario financiero.

...la media aritmética no es siempre un indicador válido...

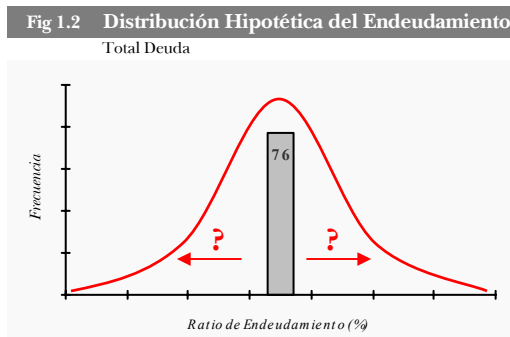
Los datos recientemente publicados sobre el endeudamiento medio de las familias españolas constituyen un buen ejemplo de que la media aritmética, por sí sola, no es siempre un indicador válido para describir una población de datos. Sería importante indicar la dispersión alrededor de esa media, describir su variabilidad o volatilidad en términos de desviación estándar, rango, etc. Recomendaríamos incluir un indicador de promedio y otro de dispersión, salvo que podamos demostrar que la población se comporta mayoritariamente próxima a la media, de forma normal, lo que no suele ser habitual.

Trataremos de aportar un ejemplo que apoye esta reflexión. Fijémonos, en primer lugar, en el siguiente cuadro:



Fuente: ING (1) y Banco de España

Como vemos, siendo el promedio elevado en el caso de España, puede argumentarse que, comparado con otros países, la situación no es alarmante. Más importante aún, la tabla carece de información sobre como está agrupada la población alrededor de la media. Uno tendería a pensar que se trata de una campana de Gauss, con media situada en el dato ofrecido [1] tal y como vemos en la Figura 1.2.

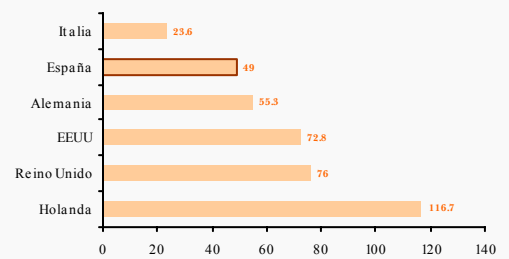


Sigamos con el ejemplo y analicemos el cuadro que presentamos a continuación:

... y carece de información sobre como está agrupada la población ...

... sabiendo que las entidades analizan las operaciones caso por caso...

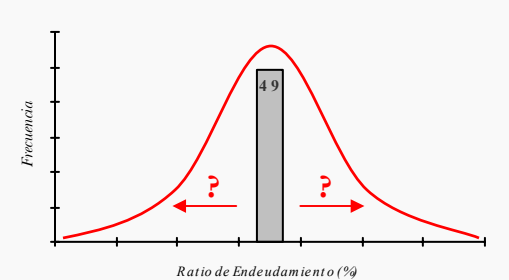
Fig 1.3 Préstamos Hipotecarios Residenciales
En % sobre Ingresos Disponibles (2001)



Fuente: ING (1) y ECB Statistical Bulletins

Para ese mismo año, y teniendo en cuenta a efectos macroeconómicos sólo los préstamos hipotecarios concedidos por las Entidades Financieras, vemos que los ratios son más moderados, manteniéndose las mismas diferencias con otros países del entorno, pero en todo caso, lejos de los límites que todos hemos “sufrido” cuando nos conceden una hipoteca. Sin embargo, debemos de reconocer que estos indicadores, seguidos año tras año, pueden aportar una tendencia media global sobre parámetros que resultan de interés para el sistema financiero español. De cualquier forma sigue sin percibirse la distribución alrededor de la media:

Fig 1.4 Distribución Hipotética del Endeudamiento
Deuda Hipotecaria



[1] Ver Informe “Mortgages in Spain. Not so irrational exuberance?”, ING Financial Markets de fecha 30 de Enero de 2003. En principio no parece del todo comprensible que en algunos países se alcancen valores superiores al 100%. Lo atribuimos a que se trata de cálculos macroeconómicos, donde el denominador es el salario medio bruto disponible según estadística nacional. Por otra parte, creemos que sí lo analizamos en el ámbito macroeconómico- ver artículo “Vivienda: un riesgo controlado para la Banca” en el seno del Informe “Situación Inmobiliaria” de fecha Abril 2003, publicado por Servicio de Estudios del BBVA - a diferencia del consumidor norteamericano o británico, el español aumenta sus ratios de endeudamiento incrementando su patrimonio personal; el que compra una casa no piensa que se está endeudando como el que se compra un coche de lujo. Es consciente de que está invirtiendo, está ahorrando.

...¿verdad que la media por sí sola puede ocultar parte de la información...

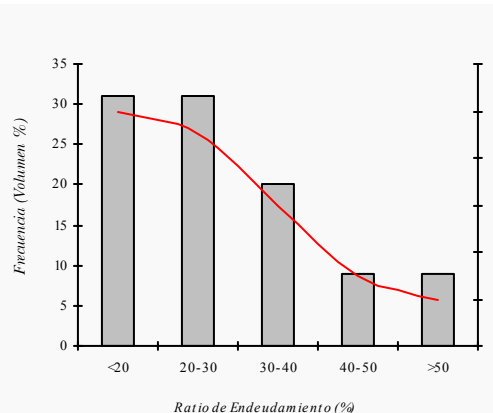
Afortunadamente, las entidades de crédito españolas analizan las operaciones de concesión de préstamos hipotecarios caso por caso, y es que ya saben desde hace tiempo que la media aritmética “no existe”.

Toda una cartera hipotecaria se analiza en origen como una serie de operaciones individuales, independientes, donde lo único que cuenta es el perfil del prestatario y la garantía aportada. Se utilizan complejos modelos de evaluación de la calidad de la operación (Scoring), cualificadas Sociedades de Tasación, sistemas expertos, comités de crédito... Además, con cierta periodicidad se analiza el riesgo global asumido por la Entidad Financiera, dentro de un perfil de cliente determinado, en una zona geográfica específica, para una banda de LTV y para un segmento de ratio de endeudamiento dados. Con cierta frecuencia se titulizan carteras hipotecarias, lo que aporta una revisión independiente adicional a la habitual del Regulador.

En contraste con las cifras citadas anteriormente y, según datos extraídos de una muestra de casi cuatrocientas mil hipotecas originadas en España desde 1995, el ratio de endeudamiento medio ponderado en el momento de concesión de hipotecas - que calcula la sucursal bancaria, y que es el que solicitan las Agencias de Rating para valorar una Titulización Hipotecaria - en el año 2001 fue del 34%. Quizá, lo más relevante sea la curva de distribución que se aprecia. No es una campana de Gauss, como podría

... y que los ratios de endeudamiento reales no coinciden con los medios? ...

Fig 1.5 Distribución de los Préstamos Hipotecarios
Según su Ratio de Endeudamiento (1995-2001)



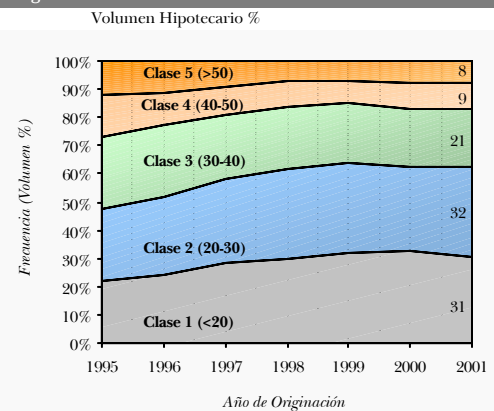
Fuente: GEMI

suponerse, sino que la mayoría de los datos se agrupan en tasas inferiores al 35%.

Así, seis de cada diez hipotecas concedidas en nuestro país están por debajo de un nivel de endeudamiento del 30%, como podemos ver en la figura 1.5 ¿Verdad que el valor de la media, por sí sólo puede ocultarnos parte de la información?...

Además, esta media ponderada se ha mantenido a lo largo de los años, de forma relativamente constante (figura 1.6), a diferencia de los cálculos macroeconómicos que muestran una tendencia claramente ascendente.

Fig 1.6 Evolución de los Ratios de Endeudamiento



Fuente: GEMI

Estos ratios son habituales también en países como Estados Unidos [2] donde habitualmente las GSE's (Government Sponsored Enterprises) limitan al 37% el ratio de endeudamiento neto del prestatario en préstamos con un LTV superior al 80%.

No creemos, en definitiva, que se deba crear alarma con el endeudamiento “medio” global. Pensamos que quizás se debería incidir en fortalecer los criterios de concesión de préstamos, el análisis y verificación de las garantías aportadas, utilización de scorings mejorados para hipotecas de alto LTV, etc. En otras palabras, fomentar e incentivar las mejores prácticas que, ya desde hace años, son moneda de cambio habitual.

[2] Ver “The Impacts of Affordable Lending Efforts on Homeownership Rates”, Roberto Quercia, George W. McCarthy y Susan M Wachter, publicado por Journal of Housing Economics, en fecha 26 Julio 2002.

Juan Fernández-Aceytuno
Director General
GE Mortgage Insurance,
Seguros Hipotecarios

juan.fernandezaceytuno@ge.com

...toda variable se mueve a lo largo de ciclos susceptibles de analizar...

Dentro del mundo de la economía, toda variable se mueve a lo largo de ciclos fundamentados en mayor o menor medida por diferentes aspectos que determinan la tendencia de dicha variable, teniendo en cuenta las condiciones actuales que lo sustentan y la sensibilidad de diversos factores en diferentes escenarios. Por supuesto, el mercado de la vivienda no es una excepción.

Todo analista, a priori, se encuentra con ciertos problemas básicos al empezar cualquier tipo de estudio que pretenda establecer las condiciones actuales del mercado (escenario económico), y problemas mayores al ponderar qué variables afectan y en qué medida a la tendencia estudiada. Hasta ahora, la validez del análisis presentado a través de nuestros boletines la hemos cimentado en el estudio fundamental de las variables macro y micro que desarrollamos en la síntesis de indicadores y en diferentes artículos, que en cierta medida, replican la investigación que realiza la mayoría de operadores implicados en el mercado hipotecario español. Tratar de estimar la futura tasa de crecimiento de los precios de la vivienda, tema que nos ocupa en este artículo, a través de indicadores como la inflación, desempleo, PIB, tipos de interés, ratios de endeudamiento, capacidad de amortización etc., parece razonable y básico para anticipar la tendencia que nos encontraremos en el corto-medio plazo en el mercado; pero no es la única.

En el mercado bursátil se lleva utilizando durante décadas una herramienta de demostrada utilidad: el análisis técnico. Éste se asienta sobre cuatro pilares básicos: tendencia, liquidez, información y periodicidad (ciclos): los precios presentan fases de comportamiento; la demanda y oferta deben mostrar suficiente liquidez (muy presente en el mercado bursátil y aceptable en el residencial); reflejan toda la información disponible en el mercado, factores externos y no puramente estadísticos o matemáticos; y se comportan de forma repetitiva en el tiempo.

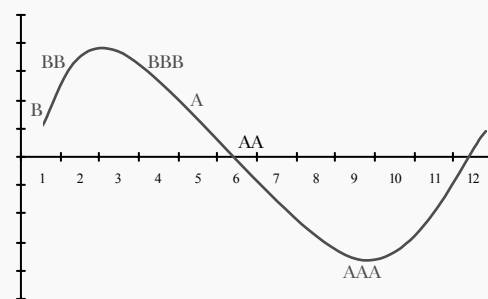
Concretar este último, el ciclo, es uno de los problemas comentados de todo analista y de difícil determinación dependiendo de la volatilidad del mercado analizado.

...a través del análisis fundamental de cada uno de los factores que la componen...

...y del análisis técnico en base a sus cuatro pilares fundamentales...

A modo de ejemplo, la figura 1.1 nos muestra diferentes escenarios y ratings sobre una variable tipo. El mercado hipotecario español se ve afectado por más de un factor (no sólo la variable precios objeto de nuestro estudio) por lo cual nuestro análisis no tendrá por objetivo el determinar el escenario actual o futuro sino el análisis de una de sus variables.

Fig 1.1 Escenarios y Rating de una Variable Tipo



Tampoco debemos olvidar la validez del análisis técnico. Consideramos éste como una herramienta adicional que se fundamenta en la validez y homogeneidad de los datos (precios tomados de las series 1989-2002 proporcionadas por el Mº de Fomento), en la correcta aplicación de las técnicas aplicadas, y en la correcta interpretación de los resultados, la cual nunca será la base para tomar ninguna decisión, sino que actuará como un instrumento que apoyará las previsiones basadas en el análisis fundamental y el estudio de los diferentes factores que marcan el ritmo de actividad del mercado hipotecario. La economía se caracteriza por teorías y análisis que no siempre tienen validez universal, ya que éstas dependen de las particularidades de cada mercado y del ciclo económico en el que nos encontremos. Con ello queremos hacer hincapié en la validez relativa y a corto-medio plazo del análisis y por otra parte no menos importante, en el elemento humano incontrolable del estudio. Las decisiones de producción e inversión en muchas ocasiones contemplan un componente humano difícilmente predecible y cuantificable.

Las herramientas que utilizaremos serán las siguientes: media móvil, convergencia-divergencia, y tasa de cambio (figura 1.2).

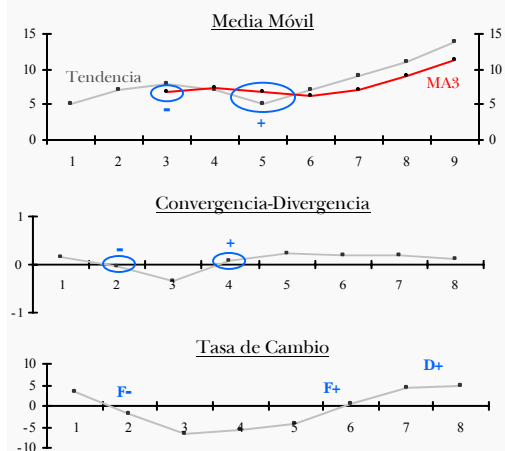
...media móvil,
convergencia-
divergencia y tasa de
cambio...

La media móvil (*moving average, MA*) es una de las prácticas más utilizadas y populares dentro del análisis técnico. Para el caso que nos ocupa, la media móvil es la media del conjunto de precios de vivienda efectuada sobre un número concreto de datos (trimestrales) que marcan el periodo. La incorporación del último dato implica la desaparición del primero para mantener siempre el periodo de cálculo elegido. Si calculamos una media móvil anual (4 trimestres), tomamos los 4 últimos datos y los dividimos entre 4. Al incorporar un nuevo trimestre, el primer dato se resta y se vuelve a dividir la suma entre 4. Con ello conseguimos suavizar la tendencia y eliminar levemente el “ruido” que presente. El resultado proporcionará un indicador, una “pista” de la “dirección (+ / -)” futura en el corto-medio plazo; su uso generalizado en bolsa es el de mostrar señales de compra (cuando la media móvil se sitúa por encima de la tendencia) y de venta (cuando se sitúa por debajo).

El indicador de convergencia-divergencia (*MACD*) analiza la diferencia entre dos medias móviles o una de ellas y el precio actual. Estudia señales de compra (cuando la línea cruza el 0 desde -1) y venta (cuando cruza el 0 desde +1). En nuestro caso nos ayudará a establecer la conducta de crecimiento de precios. Finalmente, la tasa de cambio (*rate of change, ROC*) mide la variación proporcional con la que varía el último precio respecto al precio de un período determinado. Evaluando dicho indicador comprobaremos la fortaleza o debilidad de la tendencia analizada.

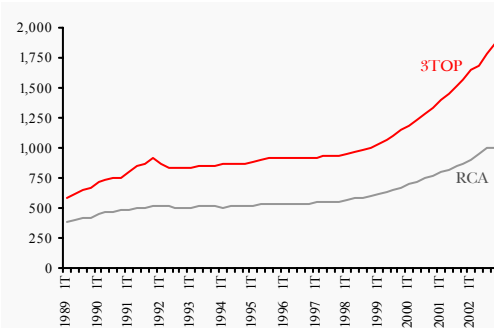
...nivel de precios de
vivienda libre en el
mercado español...

Fig 1.2 Ejemplo Herramientas Utilizadas



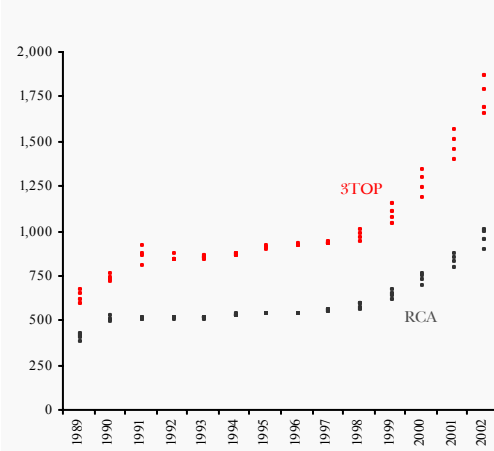
El estudio ha sido realizado sobre los precios de la vivienda en España (euros por metro cuadrado), disponibles por el Ministerio de Fomento. Presentaremos dos tendencias: una de ellas la que representa el nivel de precios en Madrid, Cataluña y País Vasco (3TOP), en media, más altos, y otra con el resto de Comunidades Autónomas (RCA). Aparte de tratar de conseguir una mayor homogenización en la muestra, la razón de dicha división es clara: aún presentando ciclos diferentes, observamos en la figura 1.3 como la tendencia creciente es sensiblemente mayor en las tres comunidades mencionadas, lo que resulta en un aumento del diferencial de precios medios entre estas y el resto de comunidades.

Fig 1.3 Precio Vivienda Libre (€ metro cuadrado)



Otro motivo para dicha distinción es el factor temporal. Si agrupamos los precios por año diferenciados por trimestre, podemos ver como la dispersión de 3TOP es numérica y gráficamente mayor que la dispersión en el crecimiento trimestral respecto del resto de comunidades.

Fig 1.4 Dispersión temporal del Precio Vivienda

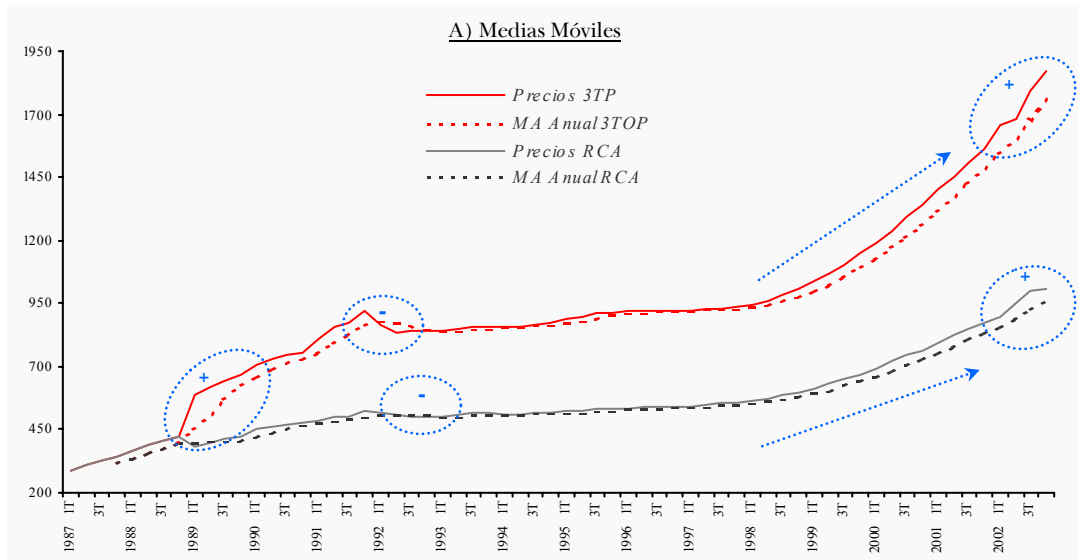


Hechas las apreciaciones iniciales al estudio, herramientas y tendencia objeto del análisis, presentamos en la figura 1.5 el resultado del mismo. En el primer gráfico (figura 1.5A) encontramos las tendencias y medias móviles para las dos series de datos presentadas: a simple vista pero apoyados

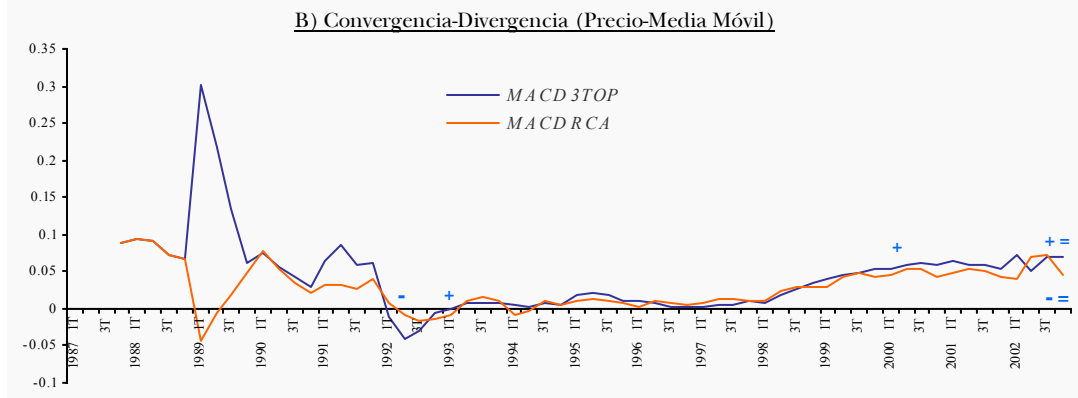
en las medias móviles validamos la distinción hecha en dos grupos de datos. En periodos de fuerte crecimiento de los precios de la vivienda en España (1989-1992 y 1998-2002), dicho aumento ha sido más acusado en 3TOP que el resto de comunidades. Esto da lugar, de acuerdo

Fig 1.5 Resultado del Análisis Técnico: Medias Móviles, Convergencia-Divergencia y Tasa de Cambio

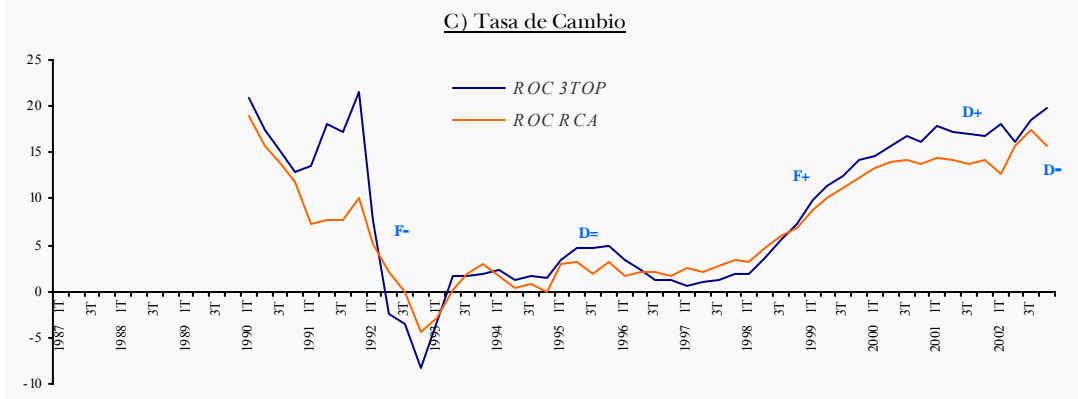
...variaciones más acusadas y tempranas en Madrid, Cataluña y País Vasco (3TOP)...



...con incrementos técnicamente estables y de futura moderación...



...que dan lugar a un crecimiento positivo de menor intensidad...



... estabilidad como resultado principal del estudio...

con las señales de signo negativo que aparecen en el año 1992, que la deceleración en precios también es más acusada en 3TOP que el RCA. Aunque la serie a quince años no nos proporciona mayores ciclos que apoyen el análisis, es cierto que se muestra como esa desaceleración no es sólo mayor en 3TOP, sino levemente más temprana. Económicamente es comparable a los ciclos económicos de potencias mundiales y de países de “segunda velocidad”. Los impactos positivos o negativos suelen afectar en mayor medida a los países con economías más desarrolladas y de forma más temprana. El impacto en segundas potencias es menor y derivado no sólo de los factores que ya afectaron a los primeros, sino de los derivados del crecimiento o decrecimiento de dichas potencias. Este argumento es también válido en épocas de acusado crecimiento donde este se presentaba moderadamente más temprano en 3TOP que en RCA.

...apoyando los últimos informes realizados por diferentes analistas...

El diferencial y la tendencia que apreciamos en este mismo gráfico sobre el nivel de precios y la media móvil es particularmente curioso en los años precedentes a 1993. Si la cierta inestabilidad que se aprecia, es una señal que hubiera avanzado el movimiento de precios en 1992, lo que si podemos asegurar es que la tendencia alcista en la que nos encontramos desde mediados de 1997, no presenta la variación encontrada en el pasado. Estos últimos años apreciamos un comportamiento similar del nivel de precios y su media móvil, y si bien es cierto que ha aumentado, ese incremento es constante y estable.

El análisis sobre el diferencial entre el nivel de precios y su media móvil anual (4 trimestres) podemos pasar a estudiarlo con el gráfico convergencia-divergencia de la media móvil (figura 1.5B), ponderando dicho diferencial. El movimiento es mucho más visible y apreciable en los dos periodos o ciclos hasta ahora analizados. Esta herramienta nos vuelve a mostrar como las variaciones son más acusadas y tempranas en 3TOP que el RCA. Peculiares son las diferencias encontradas en 1989 que resalta la ponderación realizada por el análisis de convergencia-divergencia.

Un análisis fundamental sería el encargado de razonar dichas diferencias en el crecimiento de 3TOP y la moderada deceleración del nivel de precios en RCA. El avance de los precios en los últimos años analizado a través de esta herramienta vuelve a mostrar mayor estabilidad que la encontrada a finales de los ochenta y principio de los noventa. Fijándonos en los últimos datos analizados del año 2002, podríamos concluir con lo que sería la tendencia que encontraremos a lo largo del presente, crecimiento continuado pero con relativa moderación en el mismo, más acusada en RCA donde se aprecia cierto cansancio y cierta resistencia a crecer por encima de 3TOP. Todo parece indicar que una caída de los precios de la vivienda es poco probable en el corto-medio plazo; sin embargo es cierto que se espera cierta moderación en 2003, con mayor impacto en RCA.

La tasa de cambio (figura 1.5C) nos muestra dicha ralentización que tiene su origen a principios de 2001. La fortaleza de signo positivo que tuvo su origen en 1998 se estabiliza en 2001 y no parece que tenga réplica el presente año, al menos en RCA. Analizando el último trimestre apoyamos la teoría del cansancio que sufre el avance de los precios en RCA, con un último dato mostrando mayor debilidad de signo negativo; aunque quizá no es significativo, es claramente visible el descenso producido en el último trimestre de 2002.

Recordando nuevamente la utilidad del análisis técnico como apoyo a lo argumentado a través de todas y cada una de las variables que afectan al mercado residencial, fundamentamos la validez del mismo basados en la periodicidad y homogeneidad de los datos disponibles, y en la relativa liquidez del mercado inmobiliario. Si bien es cierto que analizando el pasado pocos son los que cometen errores, este estudio valida la técnica utilizada en base a los resultados analizados en el ciclo de principios de los noventa y nos muestra lo que puede ser la conclusión a corto-medio plazo: mayor estabilidad en el continuado crecimiento de precios en el mercado residencial español.

Ged Rasimavicius

Analista de Riesgos

ged.rasimavicius@ge.com

Antonio Fuentes

Analista de Riesgos

antonio.fuentes@ge.com

... ¿se está aplicando una correcta política de precios?...

...definir el comportamiento en términos de probabilidad de fallo y severidad...

...diferenciar, valorar y repercutir en función de las características del prestatario...

Pese a que la competencia en el mercado financiero durante los últimos años ha reducido sustancialmente los márgenes y comisiones de las operaciones hipotecarias, sin duda a niveles muy ventajosos para el consumidor, ¿existe realmente una coherente correlación entre el riesgo asumido y el precio repercutido al prestatario?

No parece lógico usar el mismo listón de precios para todas las hipotecas aludiendo a la fuerte competencia en el mercado. Como todos conocemos, uno de los objetivos de Basilea II es ajustar la rentabilidad de cada cliente al riesgo asumido, y parecería cuanto poco ineficiente, aplicar el mismo diferencial a dos préstamos con distinto LTV en originación (uno al 80% y otro, por ejemplo, al 95%).

Otro enfoque a considerar a la hora de definir la tarifa de un préstamo de alto LTV, es su comportamiento en términos de probabilidad de fallo así como de severidad. Es un hecho objetivo que la pérdida esperada asumida por una entidad con la concesión de un préstamo del 80% en un escenario BBB y ratio de endeudamiento entre el 30% y 40% de los ingresos disponibles es del 1.35%, mientras que si la financiación llega al 95% de LTV, la pérdida esperada alcanza el 3.71%. Este incremento de 2.36 puntos debería tener un reflejo claro en el precio repercutido al cliente. Una de las alternativas sería aumentar el diferencial a aplicar durante toda la vida del préstamo, que según nuestros modelos supondría un incremento de 23 puntos básicos para una operación a 25 años. Esta medida, sin embargo, presenta algún inconveniente como es el hecho de que el incumplimiento de los préstamos hipotecarios en España se concentra entre el segundo y quinto año de vida de la operación, por lo que la entidad no tendría tiempo suficiente de cubrir el citado incremento de pérdida esperada.

En el caso de que simplemente, y no es poco, no se desee incrementar la pérdida esperada, debe protegerse del riesgo con opciones como el Seguro de Crédito Hipotecario, que con una cobertura hasta el 70% (es decir, fijando el importe de la

cobertura por el tramo entre el 70% de la tasación y el valor de concesión), se situaría en un nivel de pérdida esperada incluso inferior al de un préstamo originado al 80%, hecho que justifica la repercusión del coste al prestatario en el momento de formalización de la operación, de forma que la entidad no tenga que ver reducida su rentabilidad. Esta opción resulta además más barata al prestatario que el pago de una comisión del 2.36% equivalente al incremento de la pérdida esperada y un claro beneficio para la entidad al reducir ésta 2.63 puntos en un préstamo del 95% de LTV (del 3.71% al 1.08%), además de la ventaja del reconocimiento por los inversores internacionales de una garantía añadida en el mercado de capitales, de contar con un "track record" de pagos y de disponer de un rating AA/AAA que garantiza la solvencia.

Otro factor ampliamente medido es la rentabilidad por la venta cruzada y vinculación del cliente, parámetros que las entidades conocen muy bien y que hoy en día son capaces de estimar mediante diversas aplicaciones informáticas. Pues bien, esta rentabilidad no deja de ser un análisis "a futuro", y los numerosos factores que en el largo plazo inciden en la evolución y relación con el cliente pueden dar al traste con las perspectivas estimadas. Parece por tanto acertada la política de algunos bancos de recoger en escritura pública esta vinculación y venta cruzada del cliente como vía de reajuste anual de las condiciones financieras.

En cuanto a los temores por la sensibilidad del prestatario ante la repercusión de los costes, es completamente rebatible en base al riesgo asumido. No se trata de endurecer el ya de por sí difícil acceso a una vivienda, sino de utilizar con racionalidad un criterio de segmentación de clientes que aplique precios en función de las características de cada prestatario.

Es por todo ello que una política racional y responsable de precios debe ir dirigida a diferenciar y valorar a cada prestatario en función de sus características específicas, al tiempo que éste, debe ser consciente y asumir que en su valoración particular hay elementos diferenciadores a los de su vecino.

Angel Herrero

Gerente de Cuentas
GE Mortgage Insurance,
Seguros Hipotecarios

angel.herrero@ge.com



Lecturas Recomendadas

- 1 *Informe de Estabilidad Financiera, n° 4*, Banco de España. Mayo 2003
- 2 *Análisis del precio de la vivienda en España*, Jorge Martínez y Luis Ángel Maza, Servicio de Estudios del Banco de España. Mayo 2003
- 3 *Moody's Spanish RMBS Arrears Index*, Moody's Investors Service. Mayo 2003
- 4 *Informe Económico n° 258*, Servicio de Estudios de La Caixa. Mayo 2003
- 5 *Determinantes del crecimiento del crédito a los hogares en España*, Fernando de Nieto, Servicio de Estudios del Banco de España. Abril 2003
- 6 *Situación Inmobiliaria*, Servicio de Estudios del BBVA. Abril 2003
- 7 *Housing Matters*, Credit Suisse First Boston. Abril 2003
- 8 *La banca en España: Las Cajas*, SCH Bolsa. Abril 2003
- 9 *RICS European Housing Review 2003*, The Royal Institution of Chartered Surveyors. Marzo 2003
- 10 *Structural Factors in the EU Housing Market*, ECB. Marzo 2003

Publicaciones GE Mortgage Insurance

- 1 *Indicadores y Situación del Mercado Hipotecario Español*. 1er trimestre de 2003
- 2 *Análisis del Acuerdo de Basilea II y el Riesgo de Crédito en los Préstamos Hipotecarios*. Noviembre de 2002
- 3 *Introducción a los Modelos RAROC*. Octubre de 2002
- 4 *Análisis del Mercado Hipotecario Español: Riesgos y Sensibilidades al Ciclo*, Analistas Financieros Internacionales. Mayo de 2002

Notas

Indicadores y Situación del

Mercado Hipotecario Español n° 2

Para más información de esta y otras publicaciones mencionadas, póngase en contacto con:

Isabel Cobo
+34 91 444 40 08,

o a través de la página web:
www.gemieurope.com/es

Publicación protegida bajo los derechos de Propiedad de GE Mortgage Insurance
Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al Tomo 17566, Libro 0, Folio 1, Sección 8ª, Hoja M-301981. Inscripción 1ª. C.I.F.: N0066589C