

EMF-ECBC || Mortgage Info 01.2015 ||
 TRADUCCIÓN DE LA COMUNICACIÓN DE ENERO 2015

**Salvaguardar la fortaleza de la financiación hipotecaria en Dinamarca:
 Cinco nuevas medidas macro-prudenciales aplicables a los bancos
 hipotecarios.**

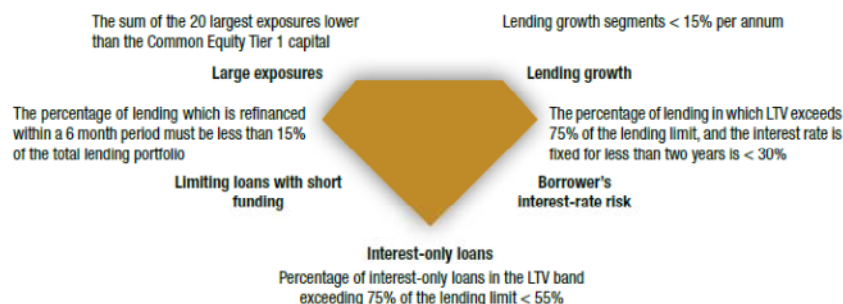
Ane Arnth Jensen, Managing Director, Association of Danish Mortgage Banks

En Dinamarca se han introducido una serie de medidas de carácter macro-prudencial, aplicables a los bancos hipotecarios nacionales. Se conoce a estas cinco nuevas medidas como el “Diamante Supervisor” de los bancos hipotecarios –su representación gráfica es un diamante de cinco puntas, cada una de las cuales se corresponde con una de las medidas (ver Gráfico 1). Las medidas macro-prudenciales pretenden reducir o limitar los riesgos financieros mediante la aplicación de unas normas de derecho indicativo (*soft law*) emanadas de la Autoridad para los Servicios Financieros de Dinamarca.

Los bancos hipotecarios de Dinamarca han respaldado el objetivo de salvaguardar la estabilidad financiera haciendo uso del diamante supervisor. Los detractores podrían argumentar que para arreglar algo, primero ha de estar roto. Pero no hay nada más equivocado. Nuestro sistema es muy estable, fuerte y eficiente, tanto en periodos de expansión como de recesión económica y que en los últimos 200 años no ha visto quebrar a un solo banco hipotecario. El Banco Central de Dinamarca incluso ha documentado que nuestro sistema hipotecario ha hecho nuestra economía más resistente en tiempos de crisis¹. Sin embargo, siempre existe el riesgo de que las cosas empeoren en una situación extrema y este riesgo es el que aborda el “Diamante Supervisor”. Además las medidas, también llamadas indicadores, se encuentran en sintonía con las reformas que ya han acometido los bancos hipotecarios: como la introducción de periodos de revisión más largos para los nuevos préstamos o cambios en los márgenes de administración, etc.

El Diamante Supervisor aborda dos aspectos muy controvertidos del crédito hipotecario danés: el uso extendido de los denominados préstamos de solo interés y la frecuencia de los riesgos de refinanciación y de tipos de interés de los préstamos hipotecarios a tipo variable. Los bancos hipotecarios daneses son conscientes de estos riesgos y ya han dado algunos pasos para mitigarlos.

Gráfico 1: El Diamante Supervisor para bancos hipotecarios



Fuente: Autoridad para los Servicios Financieros de Dinamarca

¹ Financial structures and the real effects of credit-supply shocks in Denmark 1922-2011, working paper 2012-78, Danmarks Nationalbank.

El Diamante Supervisor es un concepto muy conocido dentro del sector financiero danés, donde fue introducido para la banca universal en 2010. Este instrumento se basa en la remisión a la Autoridad Supervisora danesa por parte de las entidades de información trimestral. Los datos remitidos se comparan con una serie de valores predefinidos para cinco indicadores seleccionados. Si se superan los valores límite, la Autoridad Supervisora advertirá a la entidad en cuestión. Tras la valoración individual y concreta, la Autoridad Supervisora podrá intervenir frente a la entidad por ejemplo aumentando el grado de supervisión, exigiendo requisitos adicionales de información o a través de otra clase de mandatos. El Diamante Supervisor es una herramienta de *soft law* diseñada por la Autoridad para los Servicios Financieros de Dinamarca. El *soft law* es un instrumento más discrecional y flexible que el derecho imperativo.

Lo normal es que los bancos hipotecarios se sitúen fuera de los valores límites en un principio. La idea es que vayan consiguiendo sus objetivos en el Diamante Supervisor gradualmente. La aplicación gradual cobra sentido, pues los préstamos hipotecarios son créditos a largo plazo. Por tanto, los bancos hipotecarios no pueden acometer reformas en el plazo inmediato y los indicadores para los préstamos de solo interés y de refinanciación frecuente se aplicarán a partir de 2020. Los otros indicadores se pondrán en práctica a partir de 2018.

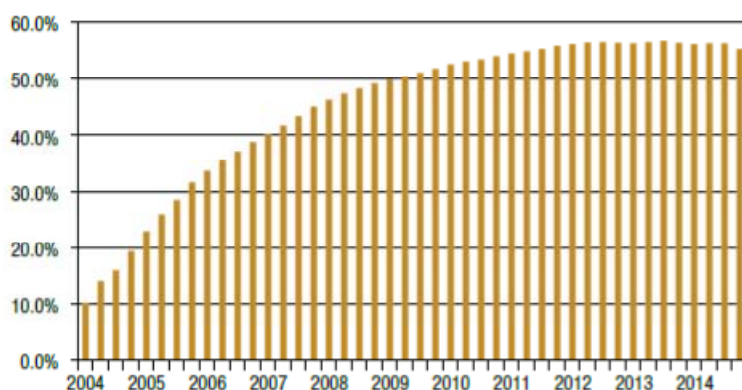
Estos son los indicadores del Diamante Supervisor:

- 1) Préstamos de solo interés
- 2) Préstamos con refinanciación a corto plazo
- 3) Riesgo de interés para los prestatarios
- 4) Expansión del crédito
- 5) Concentración de riesgo

PRÉSTAMOS DE SOLO INTERÉS

En Dinamarca, los propietarios de vivienda tienen la opción de aplazar durante diez años la amortización en préstamos a 30 años. Antes de 2003 todos los préstamos hipotecarios se amortizaban, pero tras la introducción de los préstamos de solo interés aumentó rápidamente su popularidad. Hoy en día, estos préstamos representan el 55% del total de préstamos hipotecarios para la compra de vivienda. Las familias con préstamos de solo interés son más vulnerables a la caída de los precios inmobiliarios y a la fluctuación de los tipos de interés.

Gráfico 2: Porcentaje de préstamos de solo interés



Fuente: Asociación Danesa de Bancos Hipotecarios y Federación Danesa de Banca Hipotecaria.

PRÉSTAMOS CON REFINANCIACIÓN A CORTO PLAZO

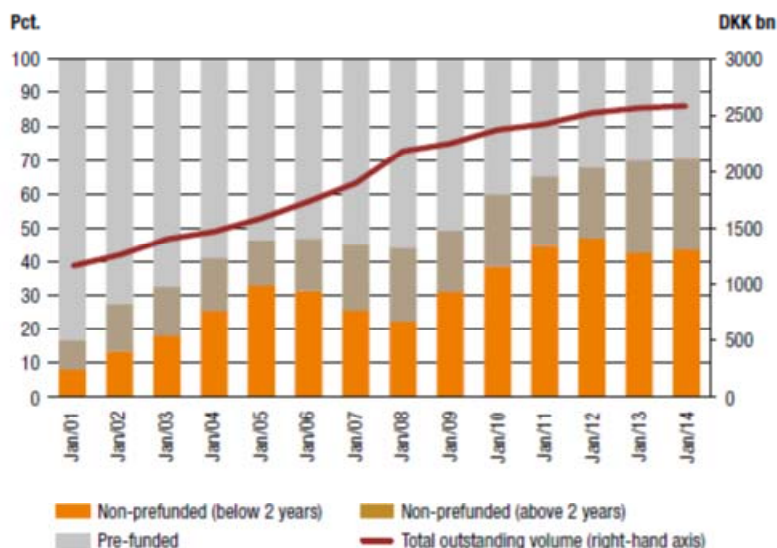
La banca hipotecaria de Dinamarca se conoce por sus hipotecas a tipo fijo financiadas hasta el vencimiento. Durante los últimos 15 años, los préstamos hipotecarios a tipo fijo se han complementado con préstamos hipotecarios a tipo variable financiados con *covered bonds* cuyos vencimientos oscilan entre 1 y 10 años. El plazo del préstamo es más largo –hasta 30 años. Al vencimiento de los *covered bonds*, se emiten y venden nuevos

covered bonds, y los tipos hipotecarios se revisan para cubrir todos los costes de refinanciación. En circunstancias extremas el sistema hipotecario danés podría enfrentarse a riesgos de refinanciación, ya que los bancos hipotecarios tienen que vender nuevos bonos de forma continuada para refinanciar los préstamos vivos.

Aunque la cantidad de bonos vendidos en subastas de refinanciación haya aumentado con los años, la crisis financiera ha demostrado que los *covered bonds* daneses pueden venderse incluso en épocas de incertidumbre. Durante los últimos años, el sector hipotecario ha extendido la refinanciación desde enero a abril, y también entre julio y octubre. El resultado ha sido una distribución aun mayor de la venta de bonos que refinancian hipotecas a tipo variable y préstamos a interés variable.

El Diamante de Supervisión limita el porcentaje de préstamos que se refinancian cada año. Así, se fija el porcentaje máximo de préstamos vivos que pueden refinanciarse anualmente al 25%. Para la refinanciación trimestral, este límite se fija en el 12,5%. Muchos bancos hipotecarios necesitarán rebajar su concentración entre 2015 y 2016. Dado que la limitación entrará en vigor en 2020, las entidades tendrán tiempo para adaptarse.

Gráfico 3: Volumen de préstamos pre-financiados y sin financiación previa



Nota: Préstamos hipotecarios divididos entre pre-financiados y sin financiación previa en el eje izquierdo. Saldo total vivo en el eje Derecho.

Fuente: Danmarks Nationalbank, Monetary Review, 1st Quarter 2014, "Maturity extension of mortgage bonds"

La medida sobre el riesgo de refinanciación en el Diamante de Supervisión es otra de las medidas que abordan los desafíos planteados por la refinanciación a corto plazo. El pasado año se aprobó una Ley para aclarar la posición de prestatarios, inversores y bancos hipotecarios en un escenario de crisis extrema, en caso de que el banco hipotecario fuera incapaz de completar la refinanciación a través de la venta de bonos en términos de mercado, o de que se produjera una fuerte subida de los tipos de interés.

En caso de una subasta u otro tipo de venta fallida, el vencimiento de los bonos próximos a vencimiento se extendería un año. Para los bonos *bullet*, el cupón se fijará al tipo *trigger*. El tipo *trigger* se fija al rendimiento al vencimiento (*yield to maturity*- YTM) de los bonos correspondientes un año antes, más 500 pb.

Si la venta de los nuevos bonos *bullet* a 1 año y 2 años tiene como resultado un rendimiento al vencimiento (YTM) por encima del tipo *trigger*, el vencimiento de los bonos próximos a vencimiento se extiende un año y el cupón se fija al tipo *trigger*. Los bonos solo pueden extenderse una vez por subida del tipo de interés.

Puede encontrar una explicación más amplia de la nueva legislación en la edición de abril de 2014 del Mortgage Info, bajo el titular **New Danish Covered Bond Legislation Addressing Refinancing Risk** y la traducción realizada por la AHE en la web de la Asociación (www.ahe.es/informes/comunicaciones EMF ECBC)

RIESGO DE INTERÉS PARA LOS PRESTATARIOS

El cambio en la estructura de refinanciación, en los términos descritos anteriormente, proviene de la introducción de los préstamos hipotecarios a tipo variable en 1996. Este tipo de préstamo ha ido ganando popularidad. Hoy en día, el 72% del total de préstamos hipotecarios se corresponden con una de las distintas modalidades de estos préstamos disponibles en el mercado hipotecario danés.

Una medida del Diamante de Supervisión pretende abordar este hecho estableciendo un límite al riesgo del tipo de interés: el porcentaje de créditos cuyo LTV sea superior al 75% y cuyo tipo de interés esté fijado para periodos inferiores a dos años no debe exceder el 25% del total de la cartera hipotecaria. Hoy en día, los bancos hipotecarios prácticamente cumplen este requisito (26%). Los bancos hipotecarios deben mantener un porcentaje inferior al 25% a partir del 2018.

Cabe destacar que la amplia mayoría de los propietarios de vivienda en Dinamarca son capaces de hacer frente al pago de sus préstamos hipotecarios incluso aunque se produzca una abrupta subida de los tipos de interés. Esta es la conclusión del estudio llevado a cabo por el Banco Central de Dinamarca y el Ministerio danés de Negocios y Crecimiento. El estudio se ha realizado a escala micro para cada préstamo individual por prestatario (y tipo exacto de préstamo) y agregado a escala macro.

El estudio muestra que el 95% de los hogares dedica menos del 50% de sus ingresos después de impuestos al servicio de la deuda. Además, incluso aunque se produjera una subida de los tipos de interés del 5%, solo el 7% de los hogares debería destinar más de la mitad de sus ingresos para hacer frente al pago de la deuda.

EXPANSIÓN DEL CRÉDITO

El Diamante de Supervisión establece un límite al crecimiento del crédito del 15% anual. En la actualidad, ningún banco hipotecario presenta tasas de crecimiento de su actividad hipotecaria por encima del 15%. El límite se establece para contener la expansión del crédito en periodos de booms económicos. Un fuerte aumento del crédito puede ser consecuencia de una elevada competencia, y podría ser parte de la valoración previa a la intervención de la Autoridad para los Servicios Financieros.

GRANDES EXPOSICIONES

La última medida del Diamante de Supervisión es un límite a las grandes exposiciones. La suma de las 20 mayores exposiciones ha de ser inferior al Capital de Nivel 1 del banco hipotecario. La norma relativa a grandes exposiciones entrará en vigor en 2018.

RESISTENTE COMO UN DIAMANTE

Las similitudes con el diamante representado van más allá de las cinco nuevas medidas que regulan a los bancos hipotecarios. Los diamantes son fuertes, como lo es el sistema hipotecario danés si se compara con otros métodos de financiación. Esta fortaleza provoca una gran demanda de *covered bonds* daneses. Ni siquiera las turbulencias en los mercados europeos durante la anterior crisis apartaron a los inversores de la compra de bonos daneses. Por otro lado, la demanda de inversores internacionales sigue en los mismos niveles que antes de la crisis. El sistema hipotecario de Dinamarca ha demostrado su fortaleza en tiempos difíciles, porque su estructura implica escasos riesgos. Creemos que el Diamante de Supervisión hace el sistema hipotecario todavía más fuerte, garantizando a los propietarios de vivienda y a las empresas que se beneficiarán de préstamos hipotecarios baratos y transparentes en el futuro.

El mercado de covered bonds en Turquía: Legislación y perspectivas

Yener Coskun², Senior Expert, Capital Markets Board of Turkey & Özlem Gökçeimam³, Head of Structured Finance, Garanti Bankası

INTRODUCCIÓN

Durante la última década ha aumentado la importancia del mercado de la vivienda en Turquía, debido al aumento de la oferta y de la demanda por razones demográficas y al aumento del crecimiento, los ingresos y la riqueza. Aunque su origen se sitúa en los años 20, el mercado hipotecario moderno ha vivido su mayor desarrollo desde los primeros 2000s. En este contexto, el volumen total de préstamos para compra de vivienda pasó de ser en diciembre de 2002 de 0,2 MM TL a 123 MM TL en noviembre de 2014. Por su parte, el mercado secundario parece estar menos desarrollado en Turquía, a pesar de la reciente expansión del mercado de renta fija. El mensaje es que el mercado de valores garantizados por hipotecas (*Mortgage-backed securities* – MBS) y el de los *covered bonds* apenas han contribuido al boom que han experimentado los mercados inmobiliario e hipotecario en Turquía. Por tanto, esta situación hace interesante el análisis de la estructura actual de productos en el mercado hipotecario secundario de Turquía desde la perspectiva del mercado de los *covered bonds*.

ANTECEDENTES REGLAMENTARIOS DEL MERCADO DE COVERED BONDS EN TURQUÍA

En primer lugar, debemos señalar que los productos del mercado hipotecario secundario están satisfactoriamente regulados desde la década de los noventa. No obstante, los últimos desarrollos legislativos, tanto primarios como secundarios, del Consejo de Mercado de Capitales de Turquía (en adelante, CMC) desde 2007 han proporcionado un mecanismo sólido para su desarrollo. El CMC se unió al ambiente positivo tanto nacional como internacional para promulgar una nueva Comunicación en 2014⁴ que consolidó los marcos legales existentes para los *covered bonds* y los MBS, publicados en 2007. Se han introducido importantes reformas, como conferir al emisor el derecho a hacer uso libremente de efectivo siempre que los resultados de los tests obligatorios sean satisfactorios y definir unos criterios mínimos de *rating* para las contrapartes de los *swaps*⁵. La cuestión ahora es si la nueva regulación llevará a la creación de un mercado de *covered bonds* en Turquía.

Tabla 1: Comparativa de las principales características legales de la estructura de la cartera de cobertura

Características	Turquía	España	Italia
Límite legal IC	15%	100%	100%
Práctica mercado IC	n/a	0-100%	0-100%
Límite LTV IR	75%	80%	80%
Límite LTV IC	50%	60%	60%
Frecuencia de valoración del inmueble	Anual	Ninguna	Cada 3 años para IR; Anualmente para IC
Situación del inmueble	Turquía	EEE	EEE; Suiza
<i>Abreviaturas: IC: inmuebles comerciales; IR: inmuebles residenciales; EEE: Espacio Económico Europeo; n/a: no se dispone.</i>			

Los bancos y los establecimientos de crédito hipotecario con domicilio en Turquía, autorizados por la Autoridad de Regulación y Supervisión Bancaria nacional, pueden emitir *covered bonds* en Turquía. Además, deben solicitar al CMC autorización para poder emitir. Según la legislación en materia de *covered bonds*, la presencia de préstamos hipotecarios comerciales se limita al 15% de la cartera de cobertura y, como máximo, se considerará el 50% del valor del inmueble como activo elegible para cubrir la correspondencia de activos. Los principales aspectos que refuerzan las estructuras de los *covered bonds* de Turquía son la limitación de la emisión al emisión

² Yener Coskun, PhD /MRICS, is senior expert at Capital Markets Board of Turkey and visiting lecturer at Izmir University of Economics&University of Sarajevo. A: Eskişehir Yolu 8.Km No:156 06530 Ankara/Turkey. E: ykoskun@spk.gov.

³ Özlem Gökçeimam, is Head of Structured Finance at Garanti Bankası. A:Aytar Cad. No:2 Beşiktaş 34340 İstanbul. E:ozlemgokc@garanti.com.tr

⁴ Disponible en: <http://www.cmb.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=495&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> (Consulta : 8.1.15).

⁵ Disponible: <http://www.cmb.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=91&fn=91.pdf&submenuheader=null> (Consulta : 1.1.2015).

al 10% del total de los activos del emisor para los bancos y de cinco veces el capital propio para las entidades especializadas en crédito hipotecario.⁶ Como puede observarse en la Tabla 1, las principales características legales del *covered bond* turco representan en términos comparativos una estructura de la cartera de cobertura conservadora pero fuerte.

A continuación señalaremos algunos aspectos controvertidos de la nueva legislación. En primer lugar, los activos originados por el emisor solamente pueden inscribirse en el registro de cobertura si el inmueble está asegurado, situado en Turquía y su valor ha sido tasado por una sociedad de tasación inmobiliaria oficialmente autorizada. En segundo lugar, con respecto al cumplimiento de los criterios de la cartera de cobertura, el emisor debe controlar la correspondencia de los principales elementos, tales como la correspondencia de valor nominal, del *cash flow*, de valor neto actual y someter la cartera de cobertura a tests de estrés. Existe la figura del *cover pool monitor* para controlar la cartera de cobertura y cumplir con todos los requisitos establecidos en la Comunicado del CMC. Dado que la transparencia es un requisito que han de cumplir las ofertas públicas, los tenedores de *covered bonds* están informados en cada etapa a través de un sistema electrónico llamado “plataforma de información pública”. En tercer lugar, el nivel de sobrecolateralización obligatoria es del 2%, a pesar de que los bancos turcos podrían asumir niveles de sobrecolateralización más elevados para asegurarse obtener mejores *ratings*.

En julio de 2011, Sekerbank fue pionero al lanzar el primer *covered bond* fuera de Turquía, haciendo uso de la legislación en materia de *covered bonds* garantizados por activos para estructurar pagarés respaldados por préstamos no asegurados a PYMES. Esta iniciativa obtuvo un gran apoyo del sector de la banca de desarrollo. La emisión de *covered bonds* por parte de bancos turcos se ha desarrollado en los últimos años. Aparte de estas emisiones, el mercado no ha presenciado ninguna otra emisión fuera de Turquía hasta la fecha. No obstante el futuro puede ser prometedor, tal como planteamos más adelante.

PERSPECTIVAS PARA EL FUTURO

Puede que haya algunos factores a favor y en contra del mercado turco de *covered bonds* y de la economía global (y Europea), que determinarían el éxito de los *covered bonds* turcos en los mercados internacionales. A este respecto, parece que los mercados internacionales de *covered bonds* sintieron el impacto de las crisis de la deuda soberana. Mientras que una parte considerable de los *covered bonds* mantuvo sus calificaciones “AAA”, las agencias de *rating* asignaban calificaciones más bajas a otros programas que antes habían obtenido un “AAA”. Este hecho, junto con que Fitch y Moody’s elevaron la calificación de Turquía al grado de inversión en 2012 y 2013, respectivamente, y la situaron por debajo de los *spreads* soberanos en mercados consolidados debido a los niveles negativos de emisión neta, provocó que creciera el interés de los inversores por la oferta proveniente de nuevos mercados, como el turco⁷. En paralelo al ambiente internacional más relajado, la evolución del mercado nacional, incluida la promulgación de la legislación hipotecaria; el aumento de las tasas de urbanización y de vivienda en propiedad; la inflación en caída y los tipos de interés hipotecarios en niveles de un solo dígito, han impulsado la demanda y, consecuentemente, la financiación hipotecaria. Considerando la expansión del mercado hipotecario, es probable que el mercado de *covered bonds* se desarrolle más pronto que tarde, ya que los costes de refinanciación serán menores en comparación con las alternativas tradicionales no garantizadas. De forma similar, los bancos favorecerían las opciones de financiación a largo plazo como son los *covered bonds*, que encajarían con el perfil de largo plazo de sus carteras hipotecarias. La elevada calidad de los *covered bonds* de Turquía servirá de apoyo al desarrollo de un mercado sólido a escala nacional e internacional. Por otro lado, a través de sus programas de compra de activos, los *covered bonds* constituyen una importante parte del paquete de estímulo económico del Banco Central Europeo. Los efectos de unos volúmenes continuamente elevados de compras en el mercado secundario debido al nuevo programa de compra del BCE (CBPP3)⁸ sobre el volumen neto ofertado de *covered bonds* se reanudaría; lo cual, a cambio, crearía estímulos para el desarrollo de mercados de *covered bonds* en nuevas jurisdicciones.

⁶ Disponible en: https://www.moodys.com/research/Moodys-Turkish-mortgage-covered-bonds-resistant-to-most-macro-risks--PR_311754 (Consulta: 1.1.15)

⁷ Disponible en: <http://www.ftsglobalmarkets.com/news/turkish-mortgage-covered-bonds-resistant-to-most-macro-risks.html> (Consulta: 3.1.2015)

⁸ Ver también, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1_Annex_2.pdf?0ba2a520b8a2b7ad8ff6bfb99333ba25 (Consulta: 1.19.2015)

En resumen: la evolución del mercado inmobiliario nacional, así como las condiciones favorables en los mercados internacionales de *covered bonds*, junto con un sistema jurídico fuerte que es comparable a los sistemas consolidados de nuestros colegas europeos, apuntan hacia una evolución positiva del mercado en Turquía. Por tanto, es posible que los inversores internacionales le dediquen más tiempo a valorar las oportunidades en el mercado turco de *covered bonds*.