



Economicwatch

28 de septiembre 2007

Servicio de Estudios BBVA
Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Rubio arubio@grupobbva.com

Diferencias entre los mercados hipotecarios EE.UU. vs. España

- Las estructuras de los mercados hipotecarios español y estadounidense presentan importantes diferencias. De hecho, en España no existe crédito subprime tal y como se define en Estados Unidos: productos muy arriesgados, con tipos de interés crecientes o a muy largo plazo son marginales en España.
- La estructura de los originadores hipotecarios también es muy diferente. Mientras que en EE.UU. existen multitud de pequeños originadores locales o brokers, que una vez conceden las hipotecas las titulizan o venden para que la gestione otro agente, en España las instituciones financieras de tipo banca universal son los principales agentes del mercado.
- La sofisticación del mecanismo de titulización de hipotecas en EE.UU. otorga incentivos a conceder hipotecas arriesgadas, pues aún los segmentos de emisión mas arriesgados tienen fácil colocación en los mercados. Aunque en los últimos años se han desarrollado en España los procedimientos de titulización, quien administra la hipoteca sigue siendo quien la origina, y la estructura de las operaciones de titulización no reduce el incentivo a monitorizar el riesgo por parte de los originadores ya que éstos suelen conservar la primera pérdida, a diferencia de lo que ocurre en EE.UU. Por tanto, no existen incentivos a conceder hipotecas arriesgadas.
- El sistema legal estadounidense otorga menos seguridad al prestamista, dado que no existe un Registro de la Propiedad con eficacia jurídica, el crédito no da derecho a ejecutar la propiedad cualquiera que sea su dueño y el sistema procesal de ejecuciones puede variar de un estado a otro.

1. Introducción

El mercado inmobiliario español, al igual que el estadounidense, ha atravesado un periodo de fuerte expansión en los últimos años, que se ha reflejado en un incremento en los precios de los inmuebles y en la elevación de los ratios de endeudamiento. Sin embargo, las diferentes características del mercado español y del estadounidense llevan a descartar un ajuste del sector de características similares al de la economía americana, y que éste tenga un impacto grave sobre el sistema financiero. Esta nota tiene como objetivo identificar estas diferencias.

2. ¿Qué es el mercado subprime?

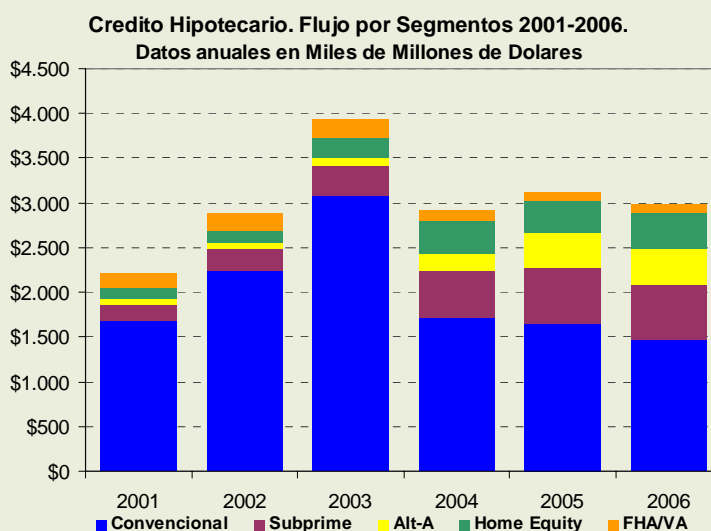
Dentro de los préstamos de baja calidad o “no prime”, que representaban en 2006 el 37% del mercado hipotecario americano, existen diversas tipologías arriesgadas en el mercado estadounidense:

Hipotecas Subprime: Prestamos con garantía hipotecaria que se realizan a un prestatario considerado subprime; es decir, a un prestatario con un historial crediticio no muy bueno que ha tenido créditos morosos o impagados en el pasado. Son clientes con un “credit score” inferior a 620. Suponen el 20% del mercado hipotecario.

Hipotecas Alt-A: Standard & Poor’s las define como primeras hipotecas que tradicionalmente se dan a clientes considerados prime (con un “credit score” por encima de 620) pero que, o bien se realizan con un LTV superior al 85%, o bien con documentación no completa, o sobre una vivienda alquilada o vacacional, de tal forma que no entra en la consideración de vivienda o condiciones estándares. Suponen el 14% del mercado hipotecario.

FHA (Federal Housing Administration): Créditos a tipo variable o fijo que se aseguran por el US Department of Housing and Urban Development para la compra de viviendas sociales (aquellas que tienen un precio bajo o que están en ciertas zonas, etc..).

VA: Créditos a tipo fijo garantizados por US Department of Veterans Affairs para la compra de viviendas por parte de Veteranos de Guerra. Junto con los créditos FHA, suponen el 3% del mercado hipotecario.



Fuente: Inside Mortgage Finance

Este tipo de préstamos arriesgados no existen en el mercado hipotecario español. De hecho, las condiciones para la concesión de crédito en España no han sido tan laxas como en EE.UU., e incluso se están endureciendo en los créditos para compra de vivienda en el pasado más reciente. En la tabla siguiente se comparan algunas características extremas que se han registrado en los préstamos subprime concedidos en Estados Unidos con el mercado hipotecario español, que en el resto de la nota se desarrollan con más detalle.

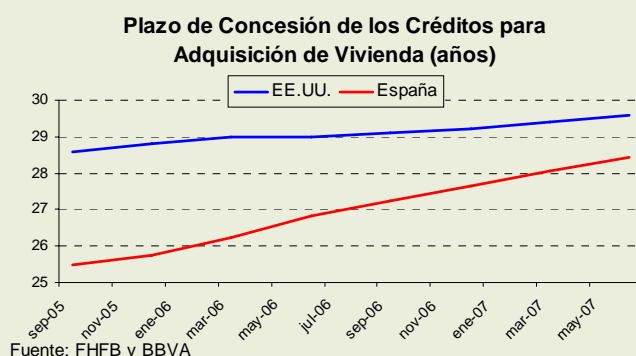
Tipo	Característica	EEUU	España	Observaciones mercado español
Producto	Tipo de Interés Promocional Incremental (Teaser Rate)	Sí	No	Los productos con tipos reducidos en un primer momento y que se incrementen después (hipoteca creciente) o con periodo de carencia son marginales en España.
Producto	LTV >85%	Sí	Sí	Tradicionalmente, el LTV máximo es 80%, pero se suele permitir su incremento cuando el perfil de cliente/garantía permitan obtener un buen scoring
Producto	Financiamiento de Segunda Hipoteca para la misma Vivienda (10,5% de las viviendas en EE.UU.)	Sí	Sí	En España son marginales, sólo se conceden cuando ya hay una hipoteca de otra entidad, y para asegurar riesgo de impago. Generalmente se suele optar por ampliar las primeras hipotecas si el cliente tiene dificultades para pagar
Producto	Otros usos del crédito diferentes a la Adquisición de vivienda (consumo, reformas...)	Sí	Sí	Poca presencia, por los altos costes de formalización de hipoteca. En BBVA, las ampliaciones de hipotecas inferiores a 50.000 euros para esas finalidades son sólo un 0,8% de los saldos
Producto	Se conceden hipotecas a clientes sin experiencia crediticia	Sí	Sí	En España no se exigen créditos previos para conceder una hipoteca, pero sí generalmente que no haya registros en los bureaus de crédito
Producto	Ingresos del cliente variables	Sí	Sí	Se permiten los ingresos variables, pero siempre que sean recurrentes y estén adecuadamente documentados (declaraciones IRPF...)
Producto	Documentación escasa. Sin verificación de los Ingresos del Cliente	Sí	No	Comprobación documental de Ingresos
Originador	Adquisición en el Mercado Secundario	Sí	No	Quien administra la hipoteca es quien la origina, por lo que no tiene incentivos a conceder hipotecas arriesgadas. Además, al titular siempre se retiene parte del riesgo. En EE.UU., la figura del broker que origina la hipoteca pero la tituliza o vende para su gestión a otro agente es importante. En España los agentes más asimilables a esta figura serían los Agentes de la Propiedad Inmobiliaria, pero son las entidades financieras las que conceden las hipotecas.
Originador	Originadores sujetos a regulación débil	Sí	No	En EE.UU. un 50% de los préstamos subprime los dan entidades que no están reguladas federalmente sino estatalmente y que tienen una regulación débil. En España todas las entidades financieras están sujetas a regulación por el Banco de España, incluyendo a los Establecimientos Financieros de Crédito, que están inscritos en un registro oficial

3. Diferencias por Tipo de Producto

Las características de las hipotecas en España no son equiparables a las de EE.UU. por lo que no existe crédito subprime como tal en nuestro país. Además, aunque es probable que en el período más reciente el crédito de peor calidad haya mostrado tasas de crecimiento acusadas, aún es poco relevante sobre el total.

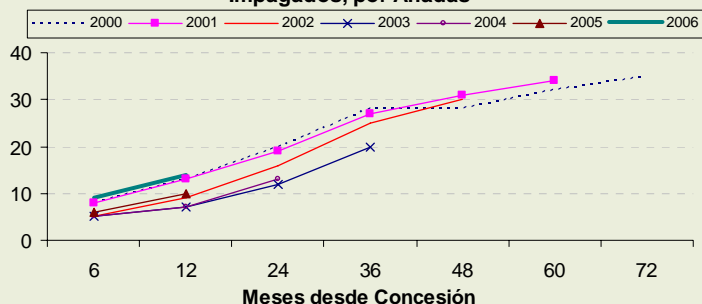
Productos muy arriesgados como las hipotecas cuyo tipo de interés se incrementa durante la vida del préstamo (que suponen un 26% del total de hipotecas en EE.UU.), el Home Equity (movilizar el activo vivienda para finalidades de consumo) o las piggy-back mortgages (pedir dos o más hipotecas al mismo tiempo y con diferentes condiciones sobre la misma propiedad, un 40% del mercado estadounidense), no están tan extendidos en España, por los altos costes administrativos que conllevan.

Aunque tanto los LTV como los plazos de las hipotecas españolas han ido aumentando desde niveles muy inferiores a los existentes en EE.UU., ambos indicadores están en cotas inferiores a las estadounidenses. Así, los **LTV** de las hipotecas estadounidenses (alrededor del 78% en 2006) son en media superiores a los de las españolas (que rondan el 68%), lo cual implica un mayor riesgo. Lo mismo puede decirse de los **plazos** de concesión, superiores en EE.UU. que en España.



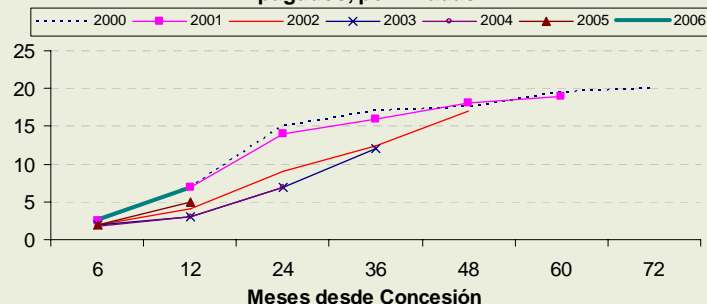
De hecho, las tasas de mora españolas por productos son muy inferiores a las estadounidenses. Si bien es cierto que el cambio de ciclo económico y los mayores tipos de interés podrían producir un repunte sobre las tasas de mora españolas, hasta el momento éste no se aprecia. Por contra, en EE.UU. se ha producido un deterioro muy acusado. La morosidad total de las hipotecas subprime concedidas en 2006 supera la de los años previos. Las concesiones de hipoteca subprime de 2006 tienen una probabilidad de pérdida un 50% por encima de las concedidas en 2000, dada la peor calidad del colateral.

EE.UU.: Porcentaje de Préstamos Subprime Impagados, por Añadas



Fuente: Standard & Poor's 2007

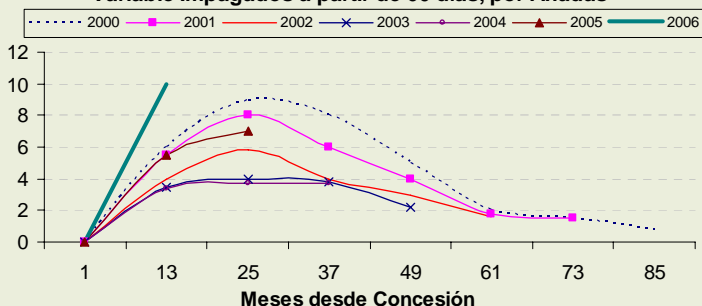
EE.UU.: Porcentaje de Préstamos Subprime Impagados, por Añadas



Fuente: Standard & Poor's 2007

Especialmente acusado ha sido el incremento de la mora en los préstamos subprime a tipo variable y en los primeros cuatro meses de la concesión, lo que es indicativo del empeoramiento de la calidad crediticia de las carteras en EE.UU.

EE.UU.: Porcentaje de Préstamos Subprime a Tipo Variable Impagados a partir de 60 días, por Añadas



Fuente: Merrill Lynch e Intex

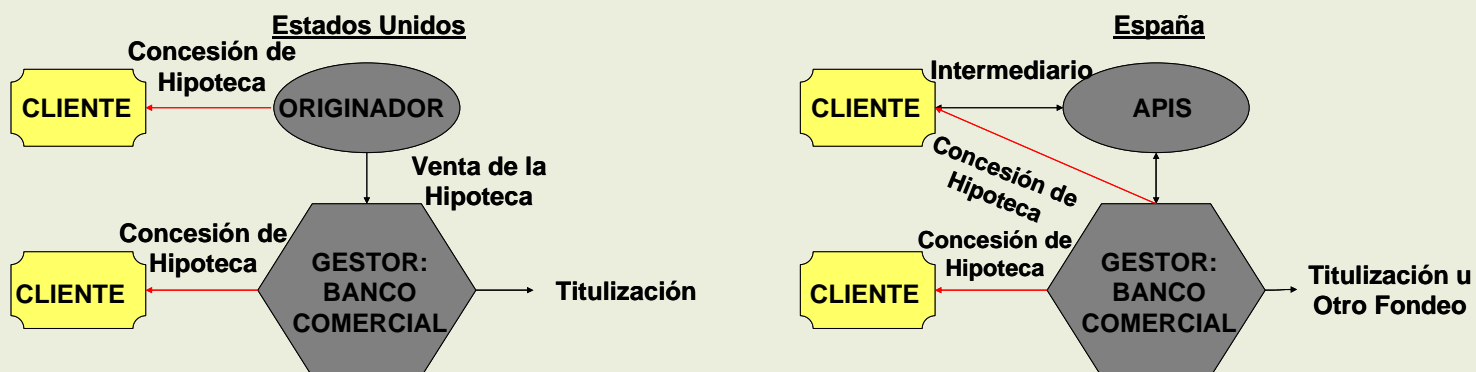
EE.UU.: Porcentaje de Préstamos Impagados a partir de 60 días, en los cuatro primeros meses tras la concesión



Fuente: Credit Suisse y LoanPerformance

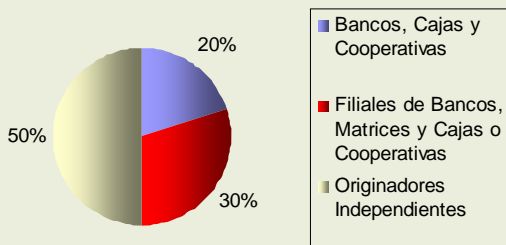
4. Diferencias por Tipo de Originadores

Por otra parte, la **estructura de los originadores** hipotecarios también es muy diferente en EE.UU. y en España. En EE.UU. existen multitud de pequeños originadores locales o brokers, que una vez conceden las hipotecas las titilizan o venden para que la gestione otro agente. Sin embargo, en España quien administra la hipoteca es quien la origina, por lo que hay menos incentivos a conceder hipotecas arriesgadas. Una figura que podría asimilarse en alguna medida a la del broker estadounidense en España sería la de los Agentes de la Propiedad Inmobiliaria (APIs). Sin embargo, éstos no son entidades financieras y, por tanto, no pueden conceder ellos mismos las hipotecas.



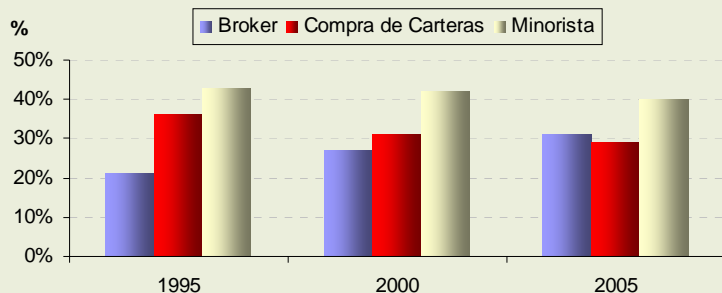
El **sistema de supervisión** de las entidades originadoras es heterogéneo y, en general, más laxo en EE.UU. que en España. Del total de créditos subprime concedidos, sólo un 20% corresponden a entidades sujetas a una estricta supervisión federal (bancos, cajas y cooperativas). Del resto, un 30% los conceden originadores supervisados federalmente (filiales de bancos, matrices y cajas o cooperativas), pero de forma laxa, y el 50% restante los otorgan empresas supervisadas sólo estatalmente (originadores independientes). Sin embargo, en España todas las entidades financieras están sujetas a una estricta supervisión por el Banco de España.

EE.UU.: Créditos Subprime, por Originador, 2005



Fuente: E. Gramlich "Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust"

EE.UU.: Originaciones de Hipotecas por Fuente



Fuente: Inside Mortgage Finance

A diferencia de EE.UU., donde los monoliners (empresas especializadas en un único producto, como hipotecas o tarjetas de crédito) tienen un gran protagonismo, en España los originadores son entidades de crédito. De hecho, la banca española es de tipo universal, por lo que el abanico de productos y clientes es muy amplio.

Otra diferencia con las entidades estadounidenses, es la notoria **diversificación** de la banca en España. La banca española responde al modelo de Banca Universal, de forma que las fuentes de obtención de beneficios están más diversificadas, contribuyendo a una mayor estabilidad de sus resultados. De hecho, el crédito hipotecario ha ido perdiendo peso en las carteras crediticias bancarias en los últimos años. A julio de 2007 suponía un 39% del crédito gestionado por las entidades bancarias españolas, pues ya tocó techo en los niveles del 42% que rondaba a finales de 2005. Además, la diversificación también es geográfica, pues las entidades de mayor tamaño tienen una gran presencia en otros mercados, particularmente en emergentes, que se han visto menos afectados por las turbulencias financieras.

Además, las entidades que se podría considerar que ofertan los productos más similares al subprime, los **Establecimientos Financieros de Crédito**, aún tienen un peso reducido en el mercado español.

Grupos	TOTAL Crédito Inmobiliario	
	Miles de EUR	
	2007.Marzo	% Incrto.
UNION DE CREDITOS INMOBILIARIOS	4.445.146	5,00%
SANTANDER CONSUMER FINANCE	2.414.610	20,68%
ING REAL STATE	1.440.108	158,95%
UNION CRÉDITO FI.MOB.E IN.CREDIFIMO	1.240.586	40,48%
CITIFIN	1.195.763	-19,53%
DB Credit	856.047	21,59%
GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK	672.522	48,66%
ING LEASE	209.887	29,98%
GRUPO FINANZIA	146.296	59,26%
FINANCIERA CARRION	39.763	29,98%
TOTAL	12.796.792	19,47%

Fuente: ASNEF

Del total crédito vivienda 2,2%

Adicionalmente, dentro de los Establecimientos Financieros de Crédito existen diferencias entre empresas en cuanto al perfil de riesgos de clientes y productos, por lo que no toda su operativa puede considerarse arriesgada. Estas entidades están inscritas en el Registro Oficial del Banco de España, por lo que están sujetas a su supervisión como el resto de entidades financieras. Además, aunque no tienen autorización para dedicarse a la captación de depósitos, sí suelen tener el respaldo de bancos

tradicionales o grandes compañías. Las entidades no inscritas, y por tanto no financieras, suelen dedicarse a la mera intermediación entre clientes y entidades financieras, aunque en raras ocasiones ofrecen financiación de inversores privados.

Por otra parte, el **sistema legal** estadounidense otorga menos seguridad al prestamista, dado que no existe un Registro de la Propiedad con eficacia jurídica, el crédito no da derecho a ejecutar la propiedad cualquiera que sea su dueño (en el caso de que un tercero haya comprado una vivienda hipotecada sin saberlo) y el sistema procesal de ejecuciones puede variar de un estado a otro.

5. Diferencias por Tipo de Titulizaciones

También en la manera de **obtener los fondos** son diferentes los mercados estadounidense y español. En EE.UU. conviven dos modelos de mercado hipotecario, según cómo se obtengan los fondos que van a ser prestados:

- Tradicional: Entidades de depósito que se fondean a corto plazo mediante depósitos de sus clientes o mediante el mercado interbancario.
- Venta de carteras: Fannie Mae y Freddie Mac compran las hipotecas y las titulizan para venderlas a inversores. Para que una hipoteca sea comprada tiene que ser 'jumbo', es decir cumplir ciertos requisitos de importe, colateral y rating. Sin embargo, en los últimos tiempos los propios bancos están titulizando las hipotecas que no pueden ser calificadas 'jumbo', obteniendo rating aceptables para sus préstamos titulizados.

Entidad	Porcentaje
Creditos Vivos Entidades Financieras	35%
Bancos Comerciales	25%
Savings & Loans	8%
Compañías Seguros	2%
Creditos Vivos Agencias Federales	4%
Bonos Hipotecarios (MBS)	49%
Crédito y Bonos pertenecientes a Individuos y Otros	11%

Fuente: Reserva Federal

Entidad	Porcentaje
Creditos Vivos Entidades Financieras	95%
Bancos	37%
Cajas	53%
Cooperativas de Crédito	5%
Establecimientos Financieros de Crédito	1%
Titulizaciones fuera de balance	5%

Fuente: Banco de España

Mientras que en EE.UU. los MBS (Mortgage Backed Securities)¹ suponen cerca de la mitad de las nuevas operaciones hipotecarias, en España apenas llegan al 17%. El sistema español está más diversificado, pues las cédulas hipotecarias (que exigen unos préstamos con alta calidad crediticia), los depósitos, la deuda senior y el interbancario juegan papeles importantes en la financiación de las hipotecas.

Estructura por Tramos:

La dilatada trayectoria de EE.UU. en el mercado de titulizaciones ha llevado a su mecanismo titulizador haya alcanzado un grado de sofisticación importante. En general, tanto en EE.UU. como en España, la agrupación de préstamos de diferentes calidades crediticias en un mismo bono, separándolos en *tranches* según su calidad crediticia, permite obtener buenos rating para las emisiones.

En EE.UU., la mayoría de las hipotecas subprime se titulizan como MBS. Los activos titulizados se separan en tramos o *tranches* diferenciados:

- Clase A: Tramos con rating AAA, que suponen el 80% del total. Tienen una gran demanda, incluyendo a entidades como Fannie Mae o Freddie Mac.
- Clase M o *Mezzanine*: Tramos con rating AA (10%), A (5%) o BBB+ e inferiores (5%). Sus inversores suelen adquirirlos para re-titulizarlos como CDOs.
- Clases inferiores a la M: Suelen ser un importe mínimo, que conserva el originador o es vendido a hedge funds o bancos de inversión.

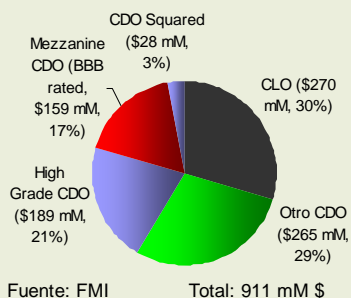
Según J.P. Morgan, en EE.UU. se emitieron en 2006 unos 244 miles de millones de dólares de CDOs respaldados por ABSs, de los que 98 millones (un 40%) correspondió a *mezzanine* ABS CDOs. A su vez, los tramos A- y BBB- *mezzanine* de los CDOs,

¹ Frecuentemente, en esta categoría se incluyen los ABS (Asset Backed Securities) respaldados por *home equity* (préstamos hipotecarios para financiar consumo u otros fines).

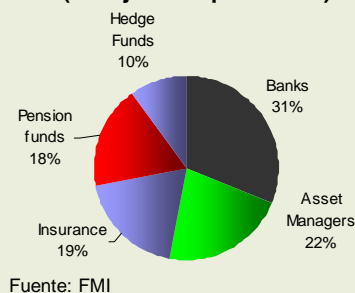
que suponen un 5-10% del total, suelen re-titulizarse en nuevos CDOs. De esta manera, en EE.UU. existe demanda para los tramos con peor calidad crediticia, de forma que los originadores se pueden desprender también de los tramos de primera pérdida. Por tanto, hay incentivos a vender hipotecas arriesgadas con tipos más altos que los habituales, pues podrán colocarse en el mercado en forma de titulizaciones y el originador no conservará el riesgo.

Por otra parte, en caso de reducción de la liquidez o menor demanda en el mercado de CDOs la financiación de las hipotecas se vería seriamente comprometida, dado que los originadores no cuentan con mecanismos alternativos de financiación.

EE.UU.: Saldo Vivo CDOs (mM \$)

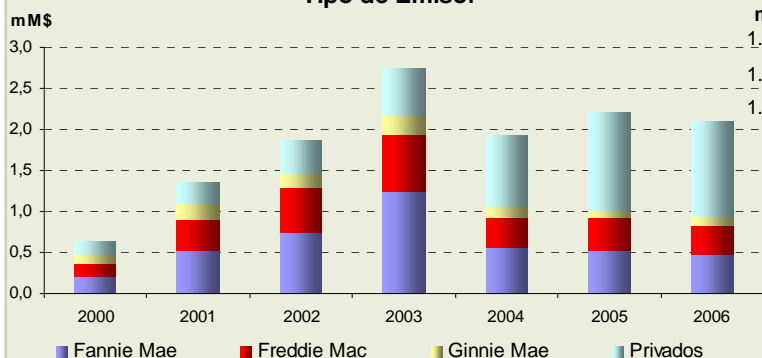


Tenedores de CDOs: Partes más Arriesgadas (No Ajustado por Deltas)

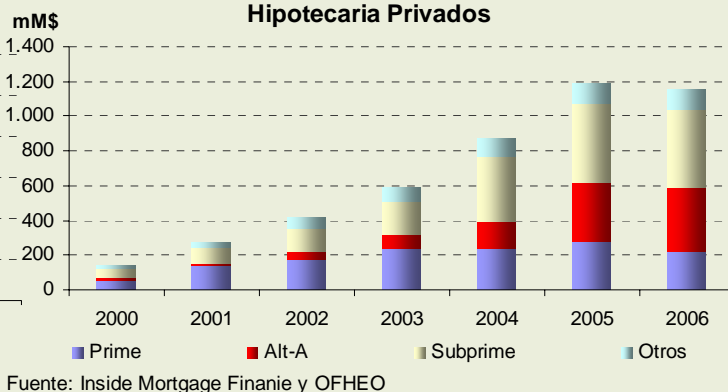


Los principales tituladores, las entidades estatales Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae, exigen unos requisitos de calidad crediticia a las hipotecas a titular y por problemas contables tienen impuestas restricciones al aumento de sus carteras. Por ello, ha ido aumentando la proporción de titulaciones que proviene de entidades privadas. Esto estaría relacionado con que en los últimos años el peso de los préstamos de peor calidad crediticia se haya incrementado.

Emisión de Bonos con Garantía Hipotecaria, por Tipo de Emisor



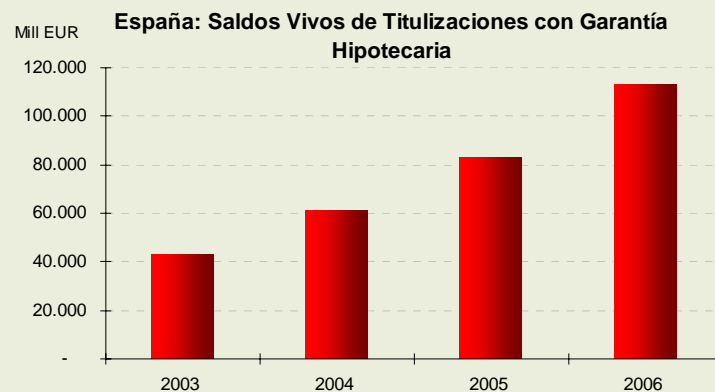
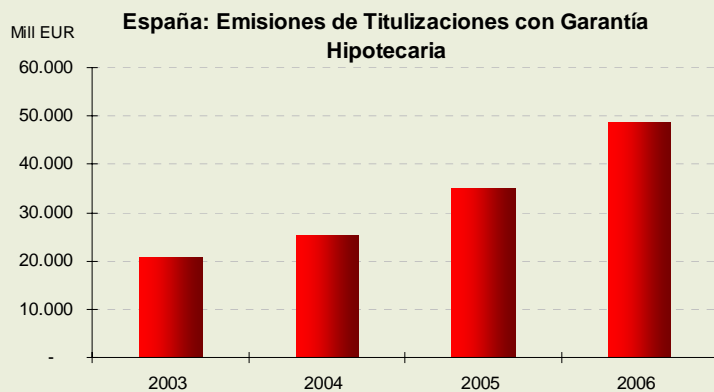
EE.UU. Emisiones de Bonos con Garantía Hipotecaria Privados



Sin embargo, en **España** el mecanismo titulador se ha ido desarrollando a menor ritmo y no está tan avanzado como en EE.UU. Las titulaciones también se dividen en diferentes tramos:

- Clase A: Tramos con rating AAA, que suponen alrededor de un 95% del total. Tienen un mayor peso que en EE.UU., ya que la mora hipotecaria es menor en nuestro país y no se comercializa crédito subprime como se conoce en el mercado estadounidense.
- Clase M o *Mezzanine*: Tramos con rating inferiores a AAA, por un 5% del total. En los últimos años ha aumentado la importancia de los tramos más subordinados, para los que existe demanda, pero aún se está muy lejos de los niveles estadounidenses.

La estricta supervisión financiera sólo permite que los préstamos titulizados salgan de balance cuando la entidad no retenga ni riesgo ni beneficios. Generalmente, el banco debe conservar la porción de primera pérdida (0,6-1,5% del total) para asegurarse un buen rating en su emisión, por los elevados precios que habría que pagar por titularlo y por la menor demanda que tendrían. Por tanto, no se pueden desconsolidar del balance los préstamos, aunque sí se libera parte del capital regulatorio y de las provisiones genéricas. Es por esto que el originador de la hipoteca española se sigue quedando con el riesgo, al conservar el tramo de primera pérdida, y esto hace que no tenga incentivos a otorgar hipotecas demasiado arriesgadas.



Fuente: BdE, Memoria Supervisión 2006

Fuente: BdE, Memoria Supervisión 2006

Mecanismos para mejorar el rating:

Para mejorar el rating de la emisión, en **EE.UU.** se utilizan diversos mecanismos que protegen a los tramos de mejor calidad:

- Seguros explícitos: protegen de un flujo de caja menor del esperado, y generalmente proceden de compañías especializadas.
- Subordinación: Las pérdidas del colateral se aplican primero a los tramos peores, por lo que los mejores tramos obtienen rating AAA.
- Sobre-colateralización: Se busca un exceso de hipotecas colateral sobre el valor del bono.
- Exceso de margen (*spread*): La diferencia de rendimientos entre el obtenido por las hipotecas y el cupón del bono se retiene cada mes para aumentar la sobre-colateralización, en primer lugar la de los tramos mejores.

También en **España** existen mecanismos para mejorar la calidad de los bonos:

- Seguros explícitos: No son habituales.
- Subordinación: También se utiliza. Además, el tramo de primera pérdida queda como un fondo de reserva de la titulización, sin formar parte del bono, y absorbe las pérdidas de toda la estructura.
- Sobre-colateralización: No existe, pues se emite al valor de la cartera. Al quedar el tramo de primera pérdida asociado es este tramo el que absorbe las pérdidas.
- Exceso de margen: Sí se utiliza, utilizándose los beneficios primero para los mejores tramos del vehículo. En algunas emisiones, es la entidad originadora de los créditos la que retiene estos excesos de rendimiento.
- Swap de tipos de interés: Se contratan con una contraparte para protegerse frente a fluctuaciones en el tipo de interés.

Por tanto, dado que estos mecanismos están más desarrollados en EE.UU. que en España, el empaquetar préstamos de baja calidad crediticia en estructuras con ratings razonables es más difícil en nuestro país. De nuevo, esto implica que los originadores no tienen incentivos a colocar hipotecas arriesgadas, que serían más difíciles de colocar en el mercado de las titulaciones.