

PERSPECTIVAS PARA EL MERCADO HIPOTECARIO EN ESPAÑA A 2020

LUZ AL FINAL DEL TÚNEL

JULIO, 2016



Índice

Introducción: vislumbramos luz al final del túnel.....	1
1. Evolución prevista de los volúmenes.....	3
1.1. Mercado inmobiliario: volumen de transacciones inmobiliarias.....	4
1.2. Mercado hipotecario: volumen de hipotecas	7
1.3. Enfoques econométricos	8
1.4. Evolución del “stock”.....	9
1.5. Riesgos a nuestra estimación central.....	10
2. Rentabilidad del negocio hipotecario.....	11
3. Amenazas para el sector	13
3.1. Empeoramiento del escenario macroeconómico.....	14
3.2. Desintermediación en la originación de hipotecas	16
3.3. Endurecimiento del entorno legal, regulatorio y supervisorio	17
3.4. Incentivos de gestión	19
4. Implicaciones a futuro.....	21
Conclusiones	23

Introducción: vislumbramos luz al final del túnel



El mercado hipotecario español ha sufrido mucho desde el comienzo de la crisis. La nueva originación se ha reducido en un 82% desde 2005 (en número de hipotecas). Esto se ha traducido en una reducción de los stocks de un 22% (2005-2015), que aún se encuentran por debajo de los volúmenes observados en 2008. Además, tanto el importe medio como el plazo medio por hipoteca se han reducido, pasando de ~150 mil y 28 años en 2007 a ~100 mil y 23 años en 2015. En este contexto, persiste el pesimismo y las dudas a corto y medio plazo acerca de la velocidad y magnitud de la recuperación del negocio y su rentabilidad. Sin embargo, nuestros análisis nos llevan a concluir que ya se vislumbra la luz al final del túnel.

El presente informe pretende arrojar luz sobre las perspectivas para el mercado y su rentabilidad. Identificamos además las posibles amenazas que pueden reducir el atractivo del negocio hipotecario, así como sobre las palancas que tiene la banca para mitigar los riesgos. Todo ello, fundamentalmente, desde la perspectiva de los bancos. Hemos estructurado el informe en cuatro secciones:

1. Evolución prevista de los volúmenes (sección 1)
2. Rentabilidad marginal de las nuevas originaciones de hipotecas (sección 2)
3. Amenazas para el sector (sección 3)
4. Recomendaciones para los bancos (sección 4)

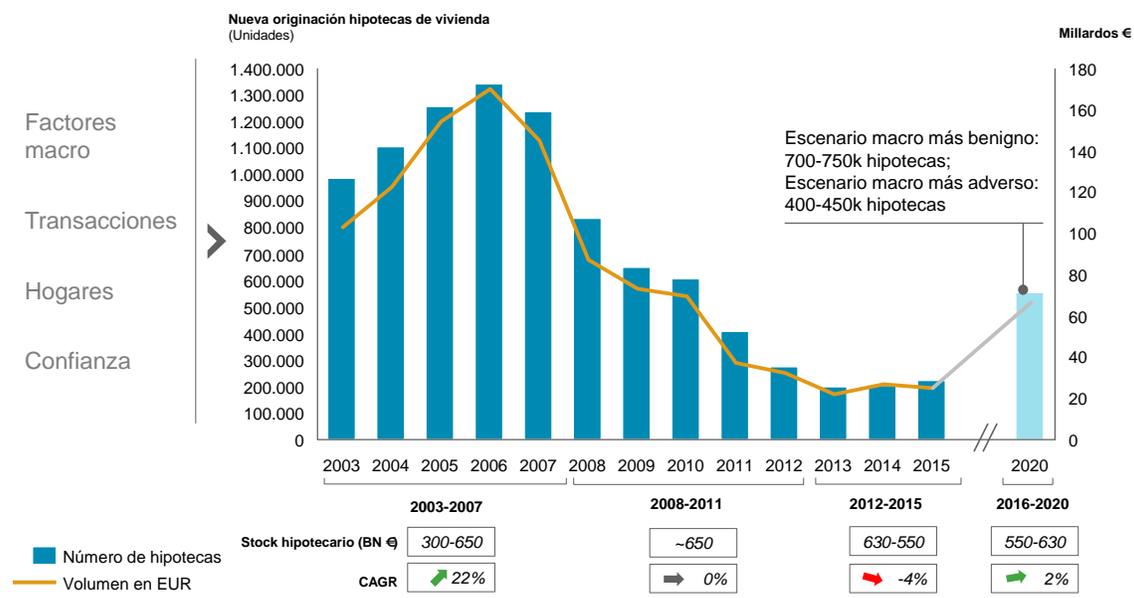
El presente documento se ha elaborado conjuntamente entre la Asociación Hipotecaria Española (AHE) y Oliver Wyman. Para ello, nos hemos apoyado en la experiencia de ambas entidades, y sobre todo, en los trabajos realizados por Oliver Wyman en los últimos meses. Dichos estudios, han cubierto diversos temas relacionados con el mundo de la hipoteca (p.ej. hipotecas, experiencia de cliente, gestión de redes, tasaciones, servicios externalizados, etc). El trabajo ha incluido tanto análisis cuantitativos de mercado y de rentabilidad, como análisis cualitativos que han incluido un gran número de entrevistas a todas las partes involucradas en el mercado (más de cincuenta a bancos, plataformas inmobiliarias y de servicing, tasadoras, gestorías, etc.). Hemos revisado, además, todas las fuentes públicas de información disponibles (p.ej. Banco de España, INE, cuentas anuales, estudios de terceros) y llevado a cabo encuestas ad-hoc en del sector. Todo ello nos ha permitido formarnos una visión comprehensiva del sector hipotecario que tratamos de plasmar en este informe.

1. Evolución prevista de los volúmenes

La evolución del mercado hipotecario en España desde comienzos de siglo ha vivido varias etapas muy diferentes entre sí. Tras un período de explosión durante los años del boom inmobiliario (2005-2007), el mercado se colapsó, llegando a reducirse el número de nueva originación de hipotecas para vivienda un ~82%, hasta las ~200 mil en 2014, con la consiguiente reducción del stock de un ~22% (en total) desde el comienzo de la crisis y hasta los ~550 mil millones.

No obstante, creemos que los niveles de los últimos ejercicios son anormalmente bajos y ya empezamos a ver síntomas de recuperación de los volúmenes de nueva originación. En este sentido, aunque no creemos que en un futuro cercano se vayan a alcanzar los niveles anormalmente altos de 2005-2007, sí creemos que queda mucho recorrido de mejora. En concreto, nuestra estimación central es que en los próximos 3-5 años alcanzaremos una nueva originación de 550 mil hipotecas de vivienda al año, en línea con nuestra estimación del punto de equilibrio para un mercado y una sociedad como la española.

Figura 1 – Evolución de las nuevas originaciones (#, eje izq.) e importe de las nuevas originaciones de vivienda (BN €, eje dcho.)

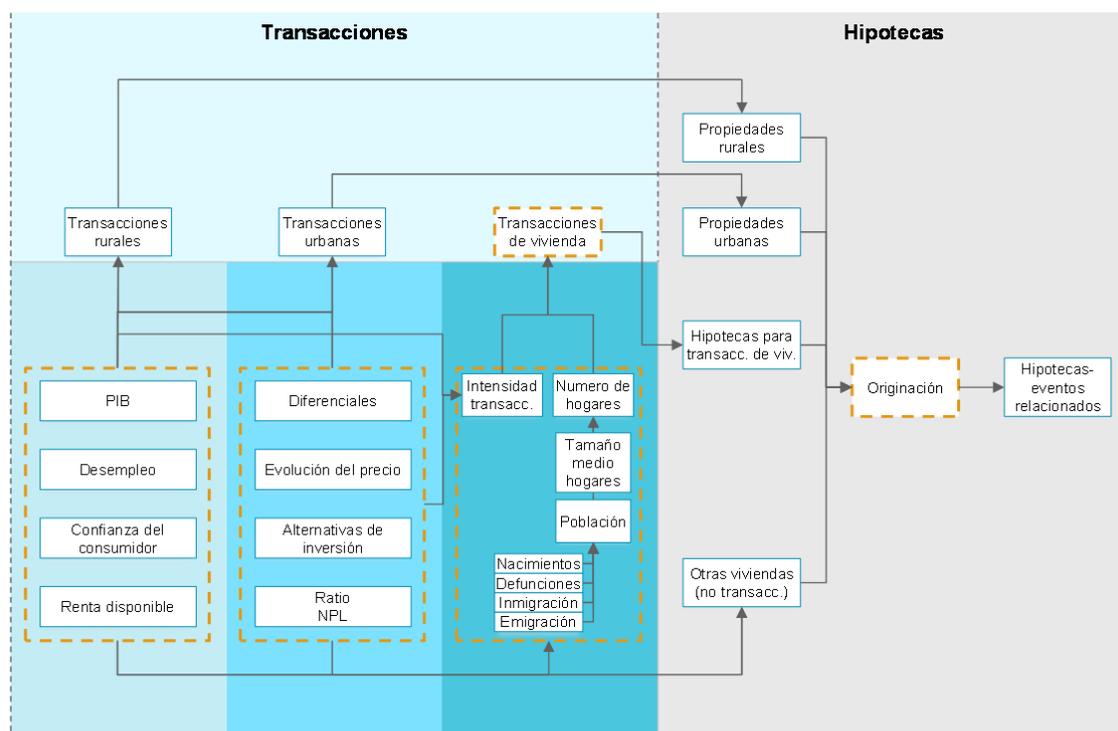


Dicha estimación es fruto de diversos análisis complementarios, cuyos resultados tienden a converger en este rango. En el resto de esta sección resumimos nuestras conclusiones relativas al mercado inmobiliario y su traslación en hipotecas, ponemos los resultados en contexto y enumeramos los principales riesgos que puedan afectar a nuestra estimación central.

1.1. Mercado inmobiliario: volumen de transacciones inmobiliarias

El primer enfoque que consideramos parte del mercado inmobiliario. Para poder estimar el volumen de hipotecas, debemos analizar los 'drivers' que influyen en cada tipo de transacción (Figura 2). Dada su relevancia y la mayor accesibilidad de datos, en esta sección damos unas pinceladas de la metodología que hemos seguido de cara a estimar las transacciones de vivienda – para el resto de segmentos, el enfoque es comparable aunque el detalle difiere.

Figura 2 – Principales 'drivers' de la demanda de hipotecas



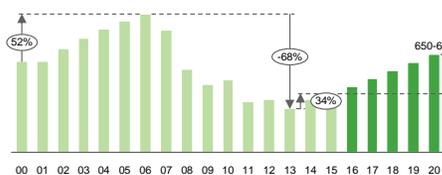
Analizado en más detalle en el presente documento

Fuente: Oliver Wyman

De cara a establecer una estimación, podemos descomponer el número de transacciones de vivienda en sus dos principales 'drivers': número de hogares y rotación por hogar (número de transacciones por hogar en un periodo) tal y como se ilustra en la Figura 3. En la misma vemos cómo se ha comportado históricamente cada uno de ellos. Así, la evolución histórica del número de hogares ha mostrado un crecimiento sostenido en torno al 2-3% p.a. Parte de dicho crecimiento se ha debido al crecimiento de la población y al saldo migratorio; mientras que otra parte se debe a la evolución del modelo de familia, que ha cambiado hacia más hogares con menos miembros. Dicha tendencia se observa en el resto de Europa donde el número medio de personas por hogar es 2,4 y también en algunas regiones de España, p.ej. País Vasco, donde la media es de 2,4 frente a las 2,57 de media nacional. La proyección futura del número de hogares según el INE se situará en 2,4 personas por hogar en 2020, aún por encima de la media europea y del nivel en que se encuentran algunas regiones de España hoy. Esto supondría un crecimiento del número de hogares del ~0,7% anual.

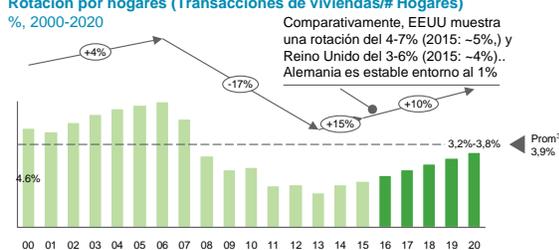
Figura 3 – Descripción del número de transacciones de vivienda (000s, 2000-2020)

Número de transacciones de viviendas en España (Excluyendo extranjeros no residentes)¹
en 000s, 2000-2020

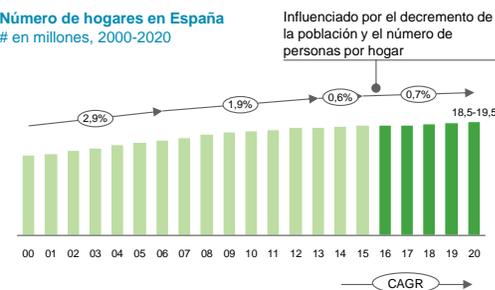


	CAGR			
	'98-'06	'06-'13	'13-'15	'15-'20E
Transacciones de viviendas excl. Extranjeros	+7,2%	-15,2%	+15,6%	+11,0%
Liquidez de transacciones de hogares	+4,1%	-16,7%	+15,4%	+10,0%
Stock de Hogares en España	+2,9%	+1,9%	+0,2%	+0,9%

Rotación por hogares (Transacciones de viviendas/# Hogares)
%, 2000-2020



Número de hogares en España
en millones, 2000-2020



Fuente: Banco de España, Tasadora, INE, MoF; Modelo Oliver Wyman del mercado de tasaciones

1. Las predicciones del número total de hogares están basadas en proyecciones de Oliver Wyman del número de personas por hogar; 2. CP: corto plazo. LP: Largo plazo; 3. Media entre 2000-2014

Por otro lado, en la misma figura se puede observar que la rotación por hogar es fuertemente cíclica. Esto es muy relevante pues se puede ver que en el corto plazo, el número de transacciones no viene determinado por el número de hogares (stock) ni por la formación de hogares (flujo), sino por factores de corte macroeconómico y financiero. En resumen, podemos observar cómo ahora nos encontramos en las menores tasas de transaccionalidad desde que es posible calcular la serie. Estos niveles son también inferiores a otros países con propensión a la compra comparable a la española como UK o US (que se sitúan en el ~4% y ~5% frente al ~2% actual de España). Asumiendo una recuperación más moderada que la ya observada en esos países, nos encontraríamos con una transaccionalidad en 2020 aún bien por debajo de la media a largo plazo de la serie española.

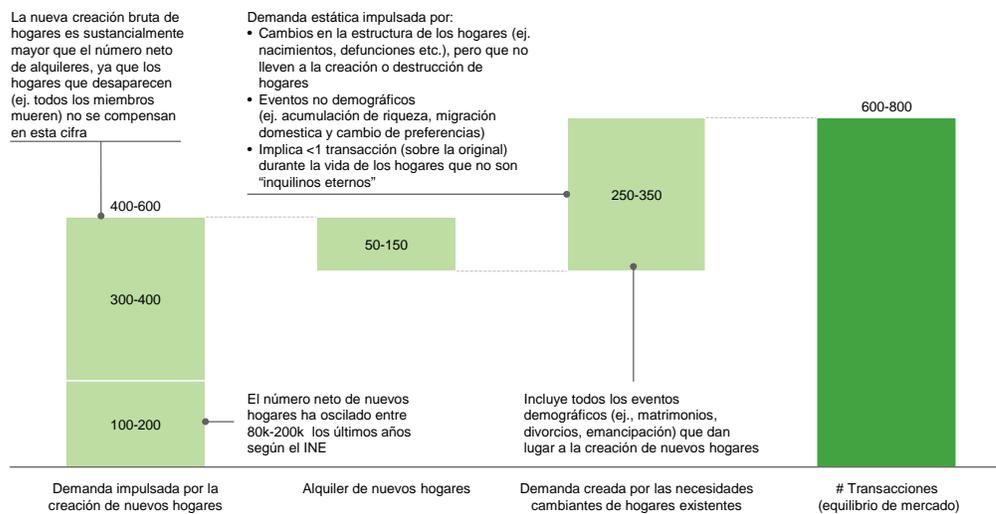
Podemos además complementar el enfoque descrito arriba con otro más estructural y de largo plazo que trata de responder a la pregunta de cuál debería ser el número de transacciones de vivienda en una sociedad como la española. Así, según nos muestra la Figura 4, dicho equilibrio a largo plazo debería encontrarse en el rango de 600-800 mil transacciones al año. Dicha estimación es el resultado de la creación *bruta* de nuevos hogares de unos 400-600 mil al año, que se puede esperar durante la próxima década. Esto es consistente con una creación *net*a de hogares de 100-200 mil al año, algo por encima de los 80-200 mil de los últimos años, y en línea con la evolución esperada del número de hogares (como explicábamos arriba). Pero aún muy por debajo del número observado durante la primera década del siglo (~400 mil al año). Asumiendo que todo hogar necesita una vivienda (y haciendo abstracción del periodo en que la adquiere), la creación *bruta* de hogares determinaría el número de transacciones¹ si la propensión a la compra fuera del 100%. Como existen hogares que nunca llegan a comprar a lo largo de su vida, reducimos este número por los hogares que siempre alquilarán. Sin embargo, muchos hogares llevarán a cabo varias transacciones a lo largo de su vida – sea porque cambian sus

¹ No así el stock de vivienda ni la necesidad de nueva construcción que vienen determinadas por el lado de las viviendas y no de las familias.

condiciones o necesidades (nacimiento de hijos, abandono del hogar por los hijos, muerte de un cónyuge, divorcio, traslado, mejora o empeoramiento de renta, etc.) o porque compran varios hogares (p.ej. vivienda principal y vacacional). Aunque la información es limitada en este punto, algunas encuestas llevadas a cabo en España y otros países sugerirían que esta demanda de reposición debería generar 200-300 mil transacciones al año en un país como España. La suma de todos estos factores nos lleva al rango anteriormente mencionado de 600-800 mil transacciones al año.

Además, las transacciones en España han estado por debajo del equilibrio de mercado desde que comenzó la crisis, por lo que es de esperar que se haya creado una 'demanda embalsada' que estimamos en más de 300 mil potenciales transacciones.

Figura 4 – Demanda de vivienda

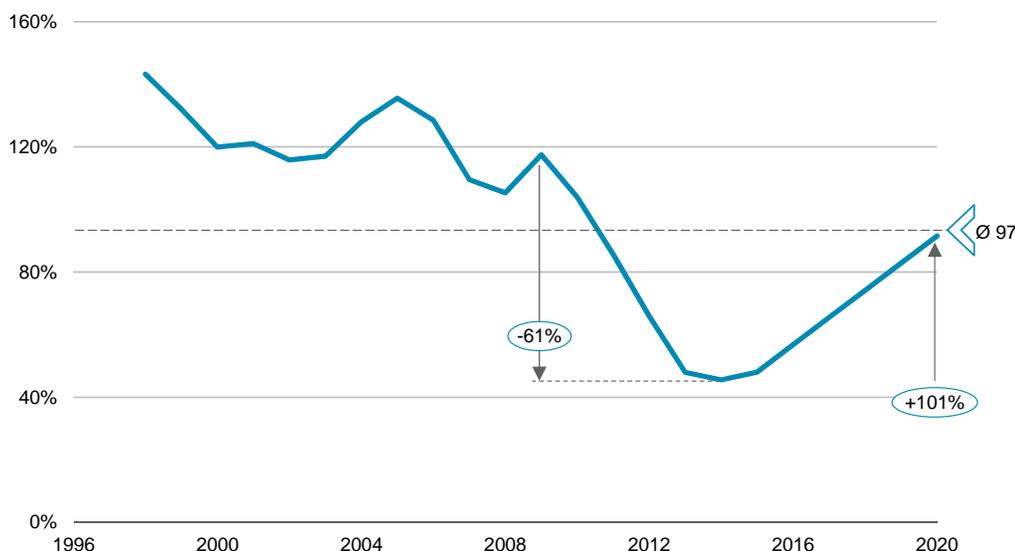


Fuente: INE; análisis de Oliver Wyman

1.2. Mercado hipotecario: volumen de hipotecas

Sin embargo, la demanda de vivienda no se traduce automáticamente en concesión de hipotecas. De hecho, podemos observar cómo la intensidad hipotecaria (originación hipotecaria por transacción de vivienda) varía en el tiempo.

Figura 5 – Intensidad transacciones a hipotecas (%) 1998-2020



Fuente: Banco de España, INE, Ministerio de Fomento, Oliver Wyman

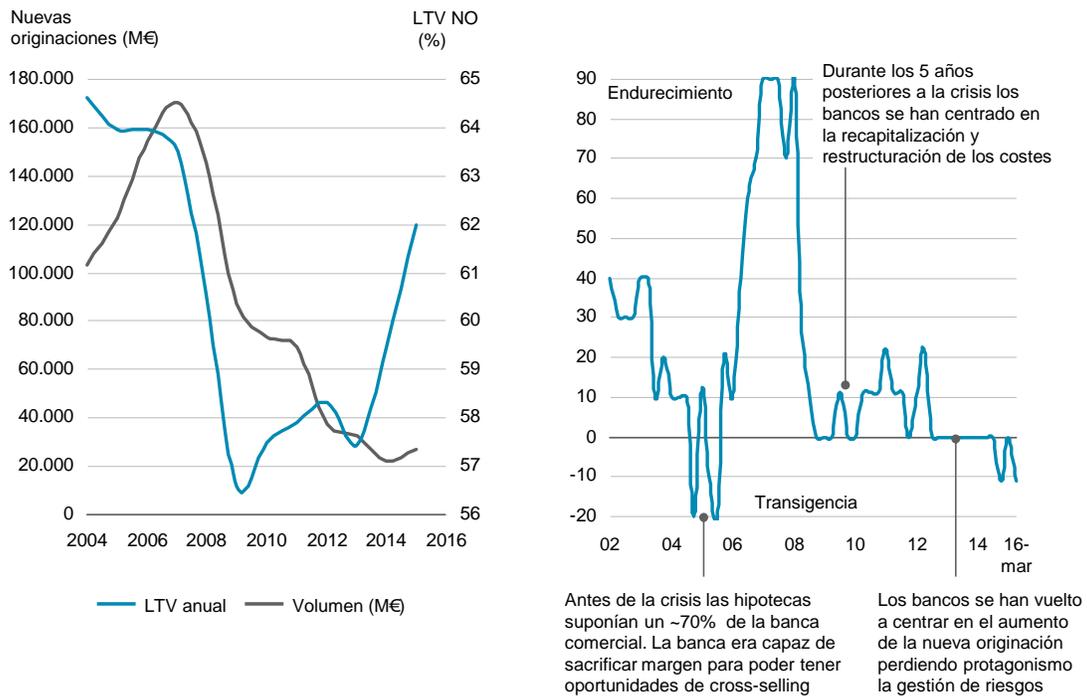
Más allá de las dificultades relacionadas con la consistencia de series de distinto origen, los factores que explican la variación de dicha intensidad son de orden macroeconómico, financiero y bancario. Dada la evolución prevista de cada uno de estos factores, nuestra expectativa es que la intensidad hipotecaria vuelva a incrementarse desde los niveles anormalmente bajos de los últimos años hasta situarse en el c. 90%, aún por debajo de los niveles de cualquier año anterior al comienzo de la crisis.

Sustentamos nuestra opinión en una revisión de los cuatro grandes 'drivers' que explican la traducción de transacciones. En cada uno de ellos esperamos a día de hoy una mejora:

- Factores macro: tras una de las peores crisis financiera e inmobiliaria, España ha iniciado nuevamente la senda de la recuperación. El consenso prevé una mejoría de la economía, crecimiento sostenido del PIB y reducción del desempleo. Con respecto al desempleo, hemos tomado como referencia en 2020 un nivel del 17%, lo que aún sugeriría recorrido de mejora hasta alcanzar los niveles pre-crisis.
- Tipos de interés: la mayoría de las hipotecas en nuestro país son a tipo variable y están referenciadas al Euribor. Y aunque el Euribor se encuentra en mínimos históricos, no es previsible una subida a corto plazo en la zona euro. Además, el porcentaje de hipotecas con revisión anual desde el primer año se ha reducido significativamente, con lo que la sensibilidad del volumen de concesión a los tipos es menor. Por otro lado, se observa también una bajada de los diferenciales, fruto de la dinámica competitiva y del mayor apetito de los bancos.

- **Oferta crediticia:** la recuperación económica, las expectativas moderadamente positivas y la necesidad de los bancos de generar resultados, están llevando a la industria a tener un apetito de riesgo menos conservador para un porcentaje de sus operaciones y a comenzar a relajar sus criterios de admisión, como ilustra la Figura 6

Figura 6 – Oferta crediticia



Fuente: Encuesta sobre préstamos hipotecarios bancarios, Banco de España, Oliver Wyman

- **Demanda crediticia:** la mejora de las condiciones económicas ha hecho que mejore la confianza de los futuros hipotecados. Además, las perspectivas de mejora de la renta disponible son de un 18% para 2020, lo que, unido a la mejora y mayor seguridad en el empleo, augura un aumento de la demanda crediticia.

Todo lo anterior nos lleva a concluir que en los próximos años el volumen de concesión de nuevas hipotecas para vivienda puede llegar a alcanzar el entorno de 550 mil nuevas hipotecas al año.

1.3. Enfoques econométricos

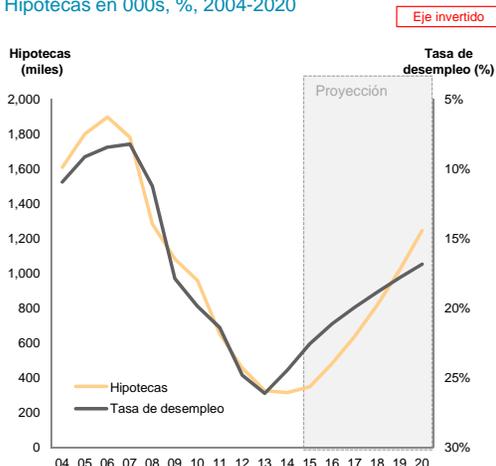
Podemos complementar los enfoques descritos más arriba con análisis econométricos. Aunque hemos considerado varias especificaciones, a continuación comentamos la más sencilla e intuitiva: explicar la nueva originación en función del desempleo.

La Figura 7 muestra las series de desempleo (escala invertida) y nueva concesión hipotecaria (en este caso, nueva originación total de hipotecas) y la correlación que se observa es muy elevada. Además, de la correlación, esta especificación viene soportada por una intuición económica fuerte: la tasa de desempleo es una métrica que sintetiza tanto factores macroeconómicos cuantitativos (crecimiento PIB, renta disponible, etc.) como factores cualitativos (sentimiento y confianza de las familias).

Podemos considerar especificaciones alternativas que generarían estimaciones distintas. En efecto, el rango que obtenemos comparando una docena de especificaciones plausibles sería de entre 400 y 700 mil nuevas hipotecas al año.

Figura 7 – Origenación de hipotecas vs Tasa de desempleo

Origenación de hipotecas (todos los cliente, todos los activos) (LHS) vs Ratio de desempleo – FMI (RHS)
Hipotecas en 000s, %, 2004-2020



Fuente: FMI, Oliver Wyman

Perspectivas

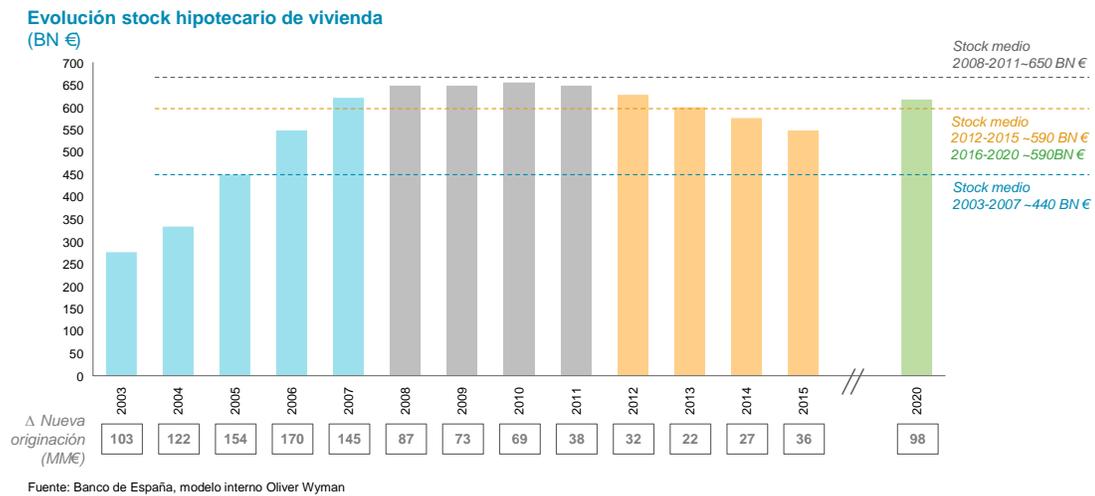
- El desempleo es un buen indicador de la origenación de hipotecas, ya que está correlacionado con los principales factores que afectan a la origenación:
 - Factores macroeconómicos: PIB y crédito disponible
 - Sentimiento y confianza del consumidor
- Las predicciones macro son positivas y auguran una disminución del desempleo. Se espera una caída en los próximos años (2020: ~17%) y aún estaría en niveles elevados y por encima de los niveles pre-crisis, sugiriendo más margen de recorrido
- Los cambios en nivel de desempleo también influyen directamente en la seguridad financiera percibida por los trabajadores ya empleados
- Sin embargo, se debe tener en cuenta el progresivo deterioro de la calidad del empleo:
 - Aunque la temporalidad se mantiene en la línea con la historia de los últimos años (actualmente un 92% de los empleos creados vs. 91% en 2010 vs. 92% en 2003)...
 - ...los empleos a tiempo parcial han aumentado de un 13% en 2010 a un 16% en 2015 (stock)

Las variables que solemos incluir en los modelos son variación del PIB, tipos de interés, inflación, desempleo, población, deuda del gobierno a un año y renta disponible. Y para nuestra estimación de la demanda hipotecaria a futuro, partimos del cuadro macroeconómico previsto por el FMI y el BdE. No obstante, durante el primer trimestre de 2016 se ha observado una desaceleración de las estimaciones previstas, posiblemente por la inestabilidad política y que podría suponer un potencial retraso del crecimiento previsto en el modelo utilizado.

1.4. Evolución del “stock”

Una vez estudiados y analizados los ‘drivers’ que propician las nuevas originaciones, finalmente cruzamos estos resultados con otras variables para corroborar los resultados. De materializarse este escenario, el stock debería estabilizarse en 2016-2017 y experimentar un suave incremento en los años posteriores. Asimismo, la tasa de mora seguiría reduciéndose paulatinamente desde el pico de 2013 (c.17%) hasta c. 5% en 2020.

Figura 8 – Evolución del stock hipotecario de la vivienda



El endeudamiento resultante (stock hipotecario frente a PIB) representaría un ~49% en 2020, en niveles inferiores a los de 2014 cuando llegaba a representar un 54% del PIB.

1.5. Riesgos a nuestra estimación central

La estimación central descrita en las páginas anteriores está sujeta a ciertos riesgos que podrían provocar desviaciones respecto de la misma. Los riesgos que pueden tener un mayor impacto son:

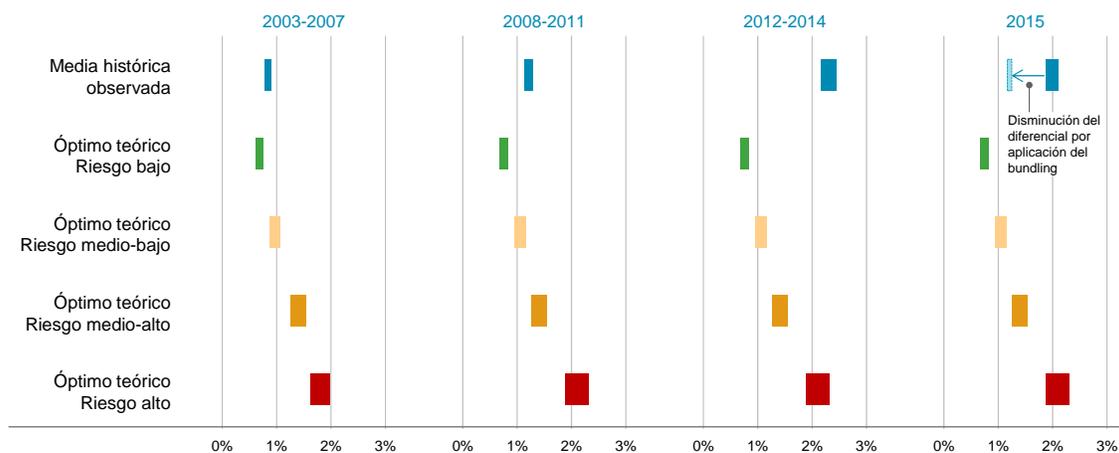
1. Cambios en el escenario macroeconómico: cambios en el crecimiento del PIB, empeoramiento del desempleo y subidas rápidas de tipos de interés podrían hacer que el crecimiento de originaciones de hipotecas se ralentizase a niveles muy moderados. Aunque vemos extremadamente improbable que se llegue a reducir la originación hipotecaria desde sus actuales niveles, sí sería posible que no se llegue a los rangos esperados o que se llegue más tarde de lo previsto.
2. Deterioro de la calidad del empleo: ligado al escenario macro, nos encontramos con un posible deterioro en la calidad o remuneración del empleo. Aunque la población potencialmente solvente no se ha reducido materialmente desde el comienzo de la crisis, el porcentaje de contratos a tiempo parcial en España ha aumentado, desde el 13% en 2010 a un 16% en 2016.
3. Cambios en la 'cultura de propiedad' que existe en España: un cambio fundamental y drástico en el patrón de comportamiento (de compra frente a alquiler) tendría un impacto significativo. Históricamente España es uno de los países con una mayor propensión a la compra. Sin embargo, en los últimos años, el número de españoles que vive de alquiler ha aumentado hasta el ~15% frente a los ~10% que lo hacían en 2001. Además, el ratio español sigue siendo bajo en comparación con el resto de Europa, si bien es verdad que la estructura de propiedad difiere en los distintos países. Por lo tanto, si la tendencia española siguiese al alza, la demanda de hipotecas por vivienda podría reducirse considerablemente.
4. Riesgo en la calidad crediticia: un aumento del volumen de nuevas hipotecas podría conllevar un aumento del riesgo a medida que los bancos puedan flexibilizar los criterios de admisión. Por otro lado, el entorno de tipos bajos hace que muchas más personas puedan soportar una hipoteca pero queden expuestos a subidas de tipos. No obstante, de darse este riesgo es más probable que se traduzca en un incremento de la morosidad – y no tanto en una reducción de los volúmenes en el futuro cercano.

2. Rentabilidad del negocio hipotecario

La rentabilidad marginal de las hipotecas de nueva originación es atractiva en estos momentos. A modo general, observamos que el RoE incremental de una nueva hipoteca se sitúa cómodamente por encima del coste de capital. Sin embargo, hemos observado una disparidad grande, tanto entre entidades como entre distintos perfiles de riesgo dentro de cada entidad. Así, en algunos casos, donde la disciplina de precios se ha mantenido, el RoE marginal llega a superar el 30%; mientras que en otros casos, donde ha primado el volumen, o donde el modelo de negocio es distinto, se sitúa en el 10-15%.

Además, si comparamos los niveles actuales con los de la última década, observamos también que, aunque la rentabilidad ya ha comenzado a comprimirse desde los máximos de 2012-2014, nos encontramos aún en una buena situación relativa, motivada fundamentalmente por el aumento del diferencial en los últimos años.

Figura 9 – Evolución del diferencial de la hipoteca media y diferencial teórico para una rentabilidad del capital del 10%



Nota: para el cálculo del diferencial se ha partido del TEDR (Tipo Efectivo Definición Restringida) de nuevas originaciones para crédito vivienda. Asumiendo una hipoteca media de 104.000 euros; Coste de financiación neutro una vez calculado el diferencial; Costes operativos de 0,40% (incluyendo originación y servicing); APR del 35% y requerimiento de capital del 10%; PD 1%-4%; LGD 10%-40%

Fuente: Banco de España, Oliver Wyman

Hemos diferenciado en cuatro niveles los diferentes perfiles de riesgo de los clientes, siendo los de riesgo más bajo aquellos hogares más asentados, con rentas altas y capacidad y generación de ahorro que normalmente solicitan una hipoteca para reposición de vivienda o compra de segunda vivienda, frente a los de riesgo más alto, que suelen tener una menor capacidad de pago y se dirigen a comprar su primera vivienda con escasos ahorros y menor nivel de endeudamiento respecto a sus ingresos

Como se puede apreciar en la Figura 9, hemos calculado el diferencial teórico requerido por distintos perfiles de crédito. En la época pre-crisis, el diferencial medio histórico observado se encontraba por debajo del requerido para llegar a cubrir los diferenciales de perfiles de riesgos altos. Sin embargo, en los últimos años se puede observar como el diferencial ha ido incrementándose permitiendo cubrir casi todo el espectro de riesgos. La situación también es mejor en términos relativos si comparamos con otros segmentos de negocio (p.ej. financiación a PYMEs) donde la “guerra del activo” ya ha hecho desplomarse las rentabilidades considerablemente.

No obstante, hay matices. De un lado, los diferenciales observados no incluyen el efecto de las bonificaciones que la mayoría de entidades ofrecen a sus clientes por vinculación. Nuestra estimación es que si ajustáramos los diferenciales contratados y reflejamos los realmente aplicados, el diferencial puede reducirse en 50-70bps. De ser así, la rentabilidad se vería muy mermada y alcanzaría justo a cubrir el coste del capital.

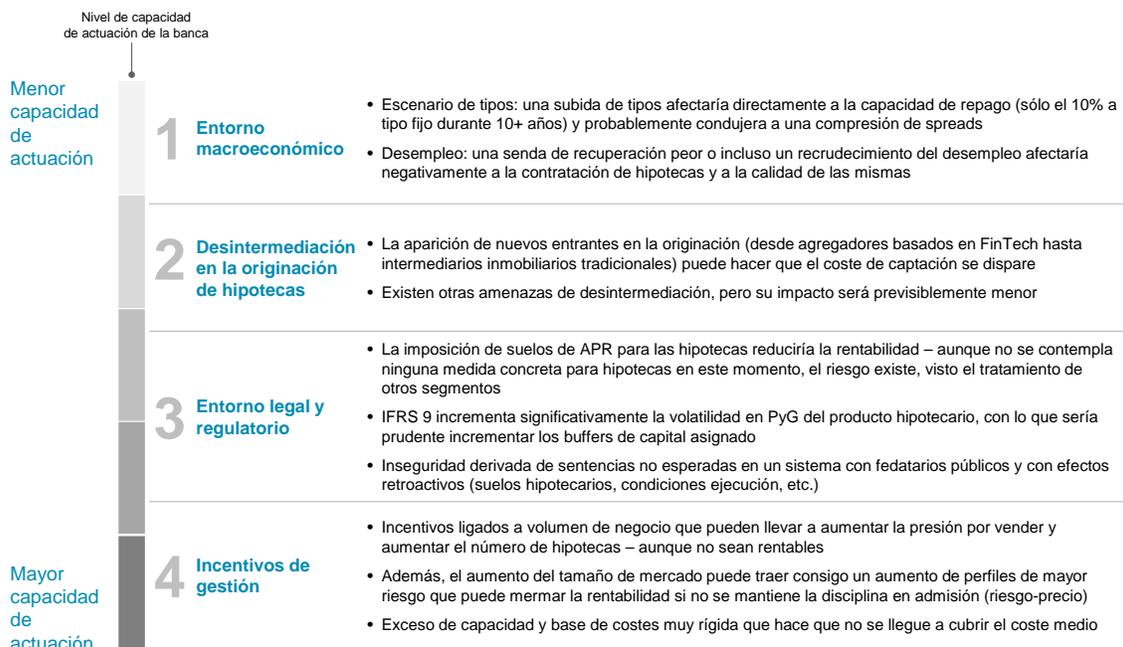
De otro lado, y mirando a futuro, no podemos descartar un potencial aumento del coste de crédito. En tanto en cuanto esperamos un aumento de volumen de negocio, cabe considerar que las entidades tiendan a ofrecer financiación a segmentos de mayor riesgo. Servir a dichos segmentos de manera solvente requeriría un precio diferente, y es probable que la dinámica propia de las instituciones no facilite mantener la disciplina de precios requerida.

3. Amenazas para el sector

Frente a nuestras estimaciones de volumen alcista y la atractiva rentabilidad hoy, existen múltiples amenazas que afectan a la salud del mercado y que trataremos de explicar en la presente sección.

La figura 10 recoge las principales amenazas de menor a mayor capacidad de actuación por parte de las entidades financieras.

Figura 10 – Factores que amenazan la rentabilidad de la hipoteca

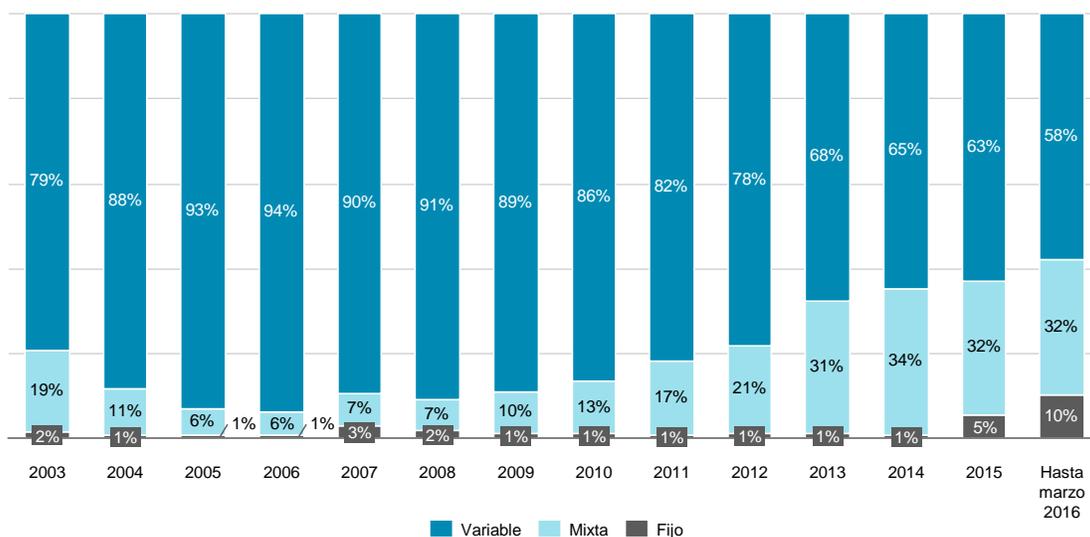


Fuente: Oliver Wyman

3.1. Empeoramiento del escenario macroeconómico

Uno de los factores más influyentes para el mercado hipotecario es el escenario macroeconómico. Una subida de tipos antes de que haya mejorado sustancialmente la situación de la economía española afectaría adversamente a la capacidad de pago de los clientes hipotecarios. En España, aunque la contratación de préstamos a tipo fijo o mixto ha aumentado hasta el 60% en este último año, la mayor parte del stock hipotecario vivo sigue referenciado a un índice variable, normalmente el Euribor.²

Figura 11 – Evolución del tipo de las hipotecas



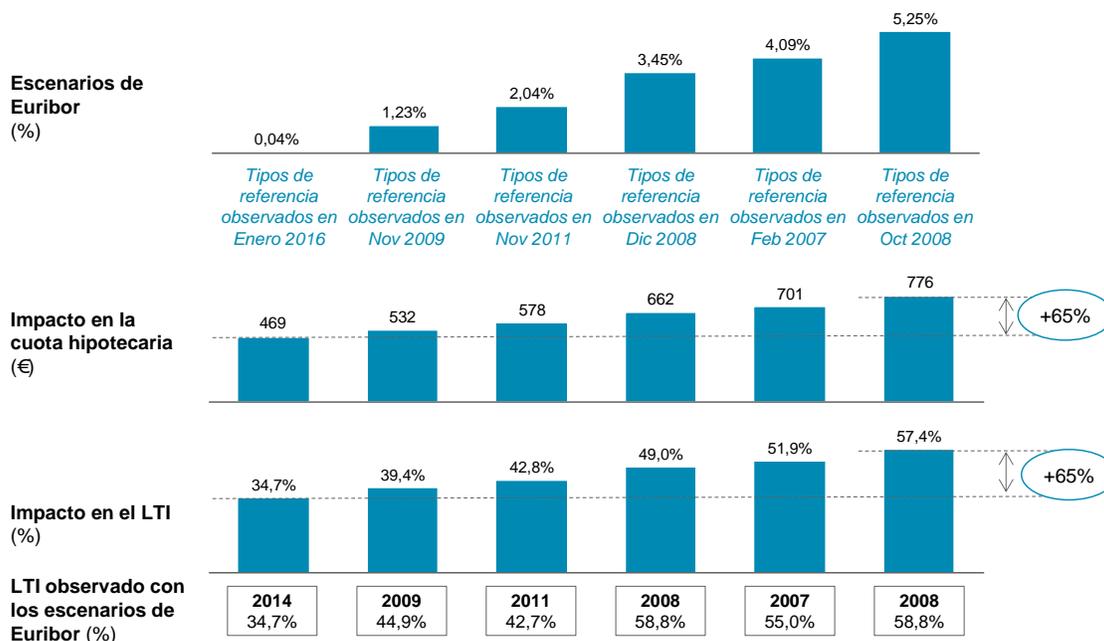
Fuente: Serie tabla 19.18 Banco de España tomando como variable las hipotecas revisado anualmente, análisis de Oliver Wyman

En resumen, y como se puede observar en la Figura 12, un escenario de subida de tipos, que los situara en los niveles de 2008, haría aumentar la cuota mensual de una hipoteca típica en un 65%. Esto implicaría que los LTIs³ de las hipotecas recientes se disparasen hasta el 55-60%, aumentando así el riesgo de impago de los hipotecados.

² Según convención, se entiende por hipoteca variable aquella que es revisada anualmente, y como tipo fijo aquella que tenga un plazo fijo superior a 1 año.

³ Por sus siglas en inglés, Loan to Income; porcentaje que representa la cuota hipotecaria sobre su salario

Figura 12 – Impacto en la cuota hipotecaria y LTI ante escenarios de subida de tipos



Fuente: Banco de España, Oliver Wyman

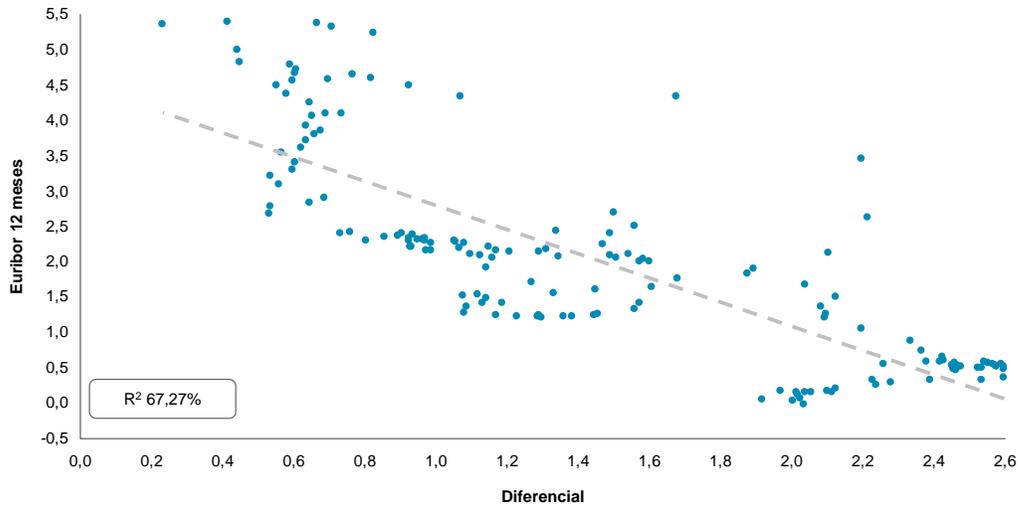
Cálculos asumiendo una hipoteca media de 104.000 euros, con un diferencial de 1,87%, a un plazo de 23 años y asumiendo un salario neto mensual de 1351,59 € calculado desde el LTI (34,7%) de diciembre 2014 del BdE

Adicionalmente, como se puede observar en la Figura 13, existe una correlación entre tipos de interés más elevados y diferenciales más estrechos. De mantenerse la relación, una subida de tipos conllevaría diferenciales más apretados y rentabilidades menores.

La preocupación por estas sensibilidades está bien presente en la mente de los supervisores. En este sentido, cabe destacar la recomendación realizada por FCA (Financial Conduct Authority) en el mercado británico, donde los test de stress han incluido el potencial aumento de los LTIs frente a una subida de tipos.

Por otro lado, si bien la tasa de desempleo está recuperándose y las estimaciones a futuro son positivas (se espera una caída en los próximos años llegando a un ~17% en 2020), un recrudecimiento de la situación podría impactar negativamente a la demanda de hipotecas. Como hemos indicado anteriormente, el desempleo es un buen indicador de la originación de hipotecas ya que recoge tanto el impacto del resto de variables macro (p.ej. PIB, crédito disponible) como el sentimiento y confianza de los consumidores.

Figura 13 – Relación diferencial observado (nueva originación) y Euribor - (Enero 2003 – Febrero 2016)



1. El diferencial observado es igual a la TEDR histórica observada menos la referencia (Euribor 12 meses)
 Fuente: Banco de España, Oliver Wyman

3.2. Desintermediación en la originación de hipotecas

Existe el riesgo de que nuevos entrantes en la cadena de valor capturen parte de la rentabilidad hasta ahora reservada a los bancos. Podemos pensar en que son necesarias cinco materias primas o factores de producción para conceder una hipoteca. En la Figura 14 las recogemos y resumimos la probabilidad de que nuevos entrantes capturen parte del valor.

Figura 14 – Factores de producción necesarios

	Probabilidad de amenaza	Comentarios
Distribución		<ul style="list-style-type: none"> En otros países como UK, la desintermediación bancaria en la parte de originación llega a ser del 70% Los servicios se centran en captación del cliente y su asesoramiento
Servicing		<ul style="list-style-type: none"> Los bancos externalizan proactivamente las actividades de servicing como parte de su optimización de procesos y eficiencia La externalización se ha centrado históricamente en las actividades de post-firma. Se espera que la tendencia a la fase pre-firma
Riesgo		<ul style="list-style-type: none"> En general los bancos cuentan con una ventaja de información, pero algunas Fintech se centran en nichos de cliente y tienen modelos de aprendizaje avanzado de estimación del riesgo
Fondeo (deuda)		<ul style="list-style-type: none"> Las entidades bancarias son las que mejor posicionadas están en cuanto a facilidad y precio de financiación En general son los más competitivos. Los bancos disponen de facilidades para conseguir financiación del BCE a tipos muy inferiores y a depósitos
Capital		<ul style="list-style-type: none"> Los bancos son los únicos que pueden apalancarse a tan elevado nivel (0,10-0,35% asumiendo un 35% de APR y un 10% de requerimientos de capital)

Riesgo alto Riesgo bajo

Fuente: Oliver Wyman

Como se observa, la mayor amenaza se encuentra en la distribución. En España, el volumen originado o prescrito por no-bancos es todavía muy reducido. Sin embargo, en otros países, como el ejemplo de UK, se observa cómo los brokers inmobiliarios y comparadores han comido terreno a las entidades financieras, canalizando el 70% de la originación hipotecaria. Dicho escenario no sería impensable en España.

Figura 15 – Desintermediación en la originación de hipotecas



Por un lado, los comparadores online crean perfiles de riesgo generales, que venden a los bancos para que puedan entender mejor la demanda y contacten a potenciales clientes. Visto que el coste no es soportado por el consumidor, cada vez son más los usuarios que acceden a estos proveedores para comparar ofertas de manera eficiente.

Por otro lado, los brokers inmobiliarios y grandes empresas de servicing ocupan un lugar privilegiado en la cadena de valor: el punto de compra. Además, tras la reorganización del sector, han crecido en volumen y profesionalización. En este sentido, es llamativo también que la preocupación de hace sólo dos o tres años sobre quién financiaría a sus compradores se ha tornado ahora en la oportunidad de referir clientes a los bancos – a cambio de compartir el valor.

3.3. Endurecimiento del entorno legal, regulatorio y supervisorio

En los últimos años hemos asistido a un endurecimiento del entorno legal, regulatorio y supervisorio para la industria financiera. Aunque muchos de los cambios ya se han materializado, no parece que el proceso haya llegado a su fin. Destacamos en esta sección solamente cuatro posibles áreas de incertidumbre futura.

En primer lugar, sigue existiendo presión sobre las necesidades de capital requeridas por cada exposición. En este sentido, en los últimos meses se ha materializado la introducción de floors de APRs a activos considerados tradicionalmente como seguros. Aunque no somos conscientes de ninguna iniciativa que pretenda lo mismo con el producto hipotecario,

no es descartable que ocurra. Además, el supervisor sí ha expresado su interés en armonizar las metodologías internas avanzadas entre bancos y jurisdicciones nacionales (TRIM). Una materialización de cualquiera de estas amenazas incrementaría los APRs y, por lo tanto, los requerimientos de capital.

Por otro lado, la introducción de IFRS9 y la nueva circular de provisiones bancarias suponen incrementar la volatilidad en la cuenta de resultados de las entidades. En efecto, bajo IFRS9, las dotaciones deberán producirse antes (indicio de deterioro) y más rápido (provisión por toda la vida). Ambos elementos combinados suponen acercarnos a hacer un mark-to-model de los libros de crédito. Dada la duración del libro hipotecario, la volatilidad por PyG puede ser significativa. De incrementarse la volatilidad como esperamos, la mayoría de gestores y accionistas podrían querer optar por contar con un colchón de capital mayor, con lo que la rentabilidad sobre el mismo disminuiría.

Además, Bruselas urge a reformar la ley hipotecaria en la nueva legislatura. En este sentido, España tiene la obligación de transponer la nueva Directiva Europea en materia hipotecaria de marzo de 2016, que establece un nuevo nivel de protección para los clientes de la banca, y cuyo objetivo primordial es avanzar en la consecución de un mercado único de créditos hipotecarios, aumentando la protección de los consumidores y, a la vez, promoviendo la concesión responsable del crédito por parte de las entidades financieras.

Finalmente, el mercado hipotecario está sometido desde hace años a una intensa actividad judicial en relación al funcionamiento de determinadas cláusulas que, aunque cuentan con un desarrollo normativo, están siendo objeto de una variada cascada de sentencias judiciales. Éstas, más allá de cuestionar su legitimidad en los contratos afectados, están generando un halo de inseguridad jurídica en las carteras hipotecarias con un efecto negativo en su desarrollo. La intensa judicialización de las relaciones contractuales puede ser una amenaza de futuro. De ser creciente la tendencia, se generaría una muy negativa imagen de la legitimidad jurídica de los contratos ante los clientes e inversores bancarios, lo que pondría en riesgo la responsabilidad financiadora de las entidades al dificultar que las garantías contractuales tomadas sean eficientes y efectivas.

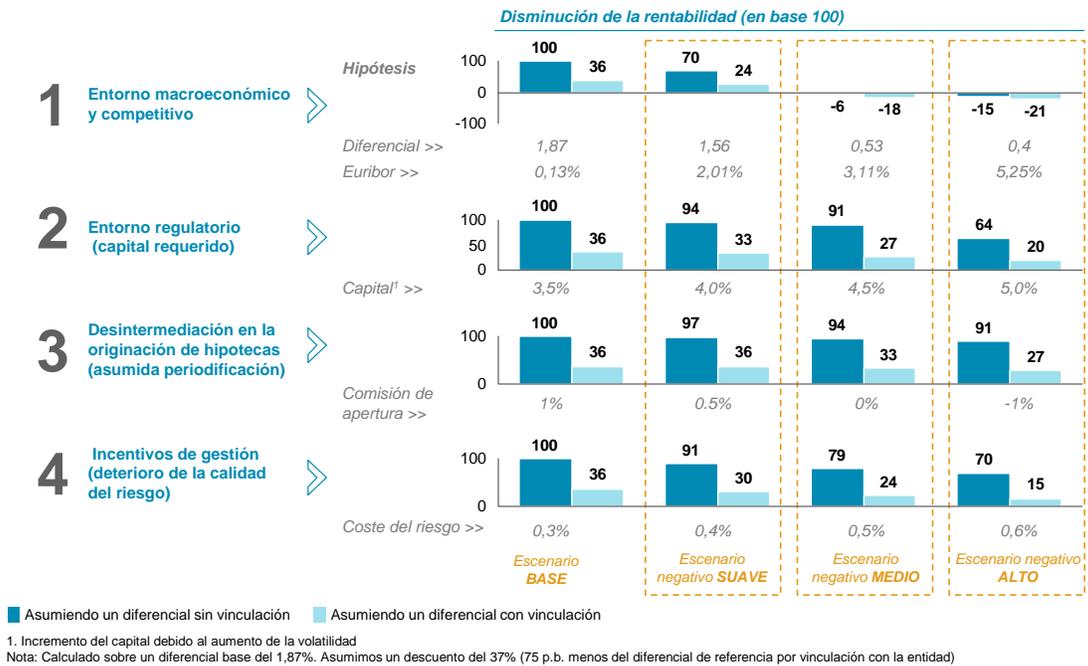
3.4. Incentivos de gestión

Hemos observado tres juegos de incentivos presentes en la práctica totalidad de los bancos, que generan presión sobre los márgenes:

- Incentivos a lograr volumen, a veces de manera indirecta. En nuestro análisis de los incentivos de las redes comerciales, hemos observado cómo en general, los gestores se ven premiados por generar mayor volumen. En algunas ocasiones es explícito (p.ej. objetivo de volumen originado o gestionado), en otras menos obvio (p.ej. objetivo de margen neto, en Euros, que será tanto mayor cuanto mayor sea el volumen, aunque el margen sea muy ajustado) y en otras muy sutil (p.ej. las condiciones del director de oficina son tanto mejores cuanto mayor sea la “categoría” de su oficina – y dicha categoría tiene en cuenta el volumen de negocio).
- Incentivos en el corto plazo, frente a un periodo de emergencia de pérdidas de varios años. Del mismo modo, resulta evidente que las pérdidas de crédito en una hipoteca aparecen unos años después de la originación. Aunque la mayoría de entidades penalizan la entrada en mora, ninguna cuenta con un mecanismo de “claw-back”. Esto genera que la organización siga teniendo el incentivo a originar, aunque la calidad crediticia o el precio no lo aconsejen. En general, observamos controles y división de responsabilidades, pero ninguna de las entidades parece estar completamente a salvo de esta “miopía” en la toma de decisiones.
- Incentivos a originar hipotecas a coste bien por debajo del medio. Finalmente, la rigidez de la base de costes puede hacer que el incentivo sea a originar hipotecas que cubran el coste marginal, pero que estén lejos de cubrir el coste medio. Alcanzar un volumen muy elevado podría hacer converger a ambos, pero en un escenario como el actual, de demanda aún limitada, ese incentivo a originar más, destruye la rentabilidad de la industria. Aunque en el caso de las hipotecas las rentabilidades siguen siendo atractivas, en otros segmentos ya estamos observando el impacto de este fenómeno.

En la Figura 16, cuantificamos el impacto que tendrían algunas de estas amenazas de materializarse. Como se observa, el impacto en la rentabilidad de mayores necesidades de capital podría ser relevante. Además, aquellas que se traducen en compresión de spreads pueden convertir el producto en deficitario si no son atajadas.

Figura 16 – Impacto en rentabilidad de las cuatro amenazas



4. Implicaciones a futuro

La industria puede reaccionar frente a (la mayoría de) las amenazas identificadas en la sección anterior. En esta sección damos unas pinceladas sobre cuáles serían las acciones a acometer.

Figura 17 – Principales palancas de rentabilidad



Fuente: Oliver Wyman

Experiencia de cliente

Las entidades financieras deberán mejorar la experiencia de cliente y evolucionar el diseño de algunos productos. Así, la banca deberá aplicar las lecciones aprendidas de las empresas *Fintech* en experiencia de cliente y proceso eficiente. No hay razón para pensar que la banca española no sea capaz de responder efectivamente en este sentido, pero el camino requiere un cambio cultural y organizativo significativo, así como el desarrollo de herramientas hasta ahora poco familiares.

Diferenciación de riesgo y precio

Con el fin de satisfacer la potencial demanda y crecer de la forma más rentable posible en el escenario actual, será necesario diferenciar los clientes según su perfil de riesgo, de una manera más precisa. Ello implicará tres grandes bloques de actividad:

- Optimizar las herramientas analíticas que les permitan profundizar en la diferenciación de riesgos (incorporando nuevos algoritmos y fuentes de información).
- Establecer un rango de precios más amplio para reconocer la diferencia entre perfiles de riesgo y nivel de vinculación con la entidad – en tiempo real.
- Llevar a cabo un estudio riguroso y minucioso de cálculo de la rentabilidad de la hipoteca, a día de hoy desconocido para la mayoría de las entidades. Es decir, deberán realizar un ejercicio de estimación del riesgo de crédito, de asignación de costes, de precios de transferencia de liquidez y establecer el nivel de capital necesario para soportar dicho negocio

Disciplina y rigor en el seguimiento

Las entidades financieras deberán desarrollar un seguimiento preciso, automático y riguroso de las condiciones del *bundling* para generar las rentabilidades contratadas.

Además, deberán mejorar el seguimiento de riesgos. Y en este sentido será importante anticipar las implicaciones financieras de decisiones de gestión aparentemente inocentes.

Reducción de costes

Si bien el sistema financiero ya ha hecho un gran esfuerzo en este sentido, el entorno de bajos tipos de interés, la estrecha rentabilidad de la banca y la presión regulatoria, hace que sea necesario seguir avanzando por esta senda. Es imprescindible incrementar la eficiencia, automatizar los procesos (y externalizar aquellos que no sean *core*) y variabilizar la base de costes para evitar ser rehén de los costes “hundidos”.

Alineación de incentivos

Los bancos deberán optimizar la alineación de los incentivos de gestión a la captación de hipotecas rentables (tanto en el corto plazo como en el largo plazo), cambiando los actuales incentivos por volumen por otros que midan mejor la rentabilidad (por ejemplo “Economic Value Added”). Además, deberán dotar a las sucursales de herramientas capaces de medir en todo momento la rentabilidad de los productos y clientes para que tengan una mejor y mayor visibilidad.

Diálogo con supervisor y regulador

Por último, se deberá profundizar en la relación con supervisor y regulador, aplicando sin ambages la nueva normativa relativa a imputar adecuadamente el coste de los productos y evitar el dumping. Además será importante continuar trabajando estrechamente con las autoridades para establecer las necesidades de capital para el producto, en España.

Conclusiones

Tras haber pasado una de las peores crisis inmobiliarias de la historia, el mercado hipotecario español comienza a ver la luz al final del túnel. Con unas estimaciones alcistas de mercado y una rentabilidad atractiva, parece que se dan las condiciones necesarias para que el sector se recupere.

Ahora bien, el camino no está exento de riesgos y amenazas, y en este sentido existen ciertos factores que pueden amenazar la rentabilidad de la hipoteca: peor evolución de la macro que lo esperado (especialmente el empleo); y subida de tipos acelerada; regulación que afecte (incluso indirectamente) al capital requerido; desintermediación en la originación de hipotecas; e incentivos de gestión desalineados.

Ante esta situación, la industria tiene en su mano evitar algunas de dichas amenazas. Existen una serie de palancas que la banca puede accionar para proteger la evolución y rentabilidad de la hipoteca: mejorar la experiencia de cliente y evolucionar el diseño de algunos productos; continuar mejorando la diferenciación de riesgo y precio; incrementar la disciplina y rigor en el seguimiento; proseguir en la reducción de costes; progresar en la alineación incentivos; y profundizar en la relación con supervisores y reguladores. Está en manos de la banca aprovechar la actual coyuntura de mercado para salir reforzados en una situación en la que es más crítico que nunca fortalecer y asegurar los negocios rentables.

Datos de contacto

Oliver Wyman



Dieter Staib
Socio

Responsable de la Práctica
de Banca Minorista en Iberia

Paseo de la Castellana 216,
Pl. 13 • 28046 Madrid
+34 91 531 79 00
dieter.staib@oliverwyman.com



Asociación Hipotecaria Española (AHE)



D. Santos González
Presidente

Núñez de Balboa, 90
28006 Madrid
+34 91 577 55 89



Vicente Vázquez Bouza
Socio

Responsable de la Práctica
de Corporate Finance en Iberia

Paseo de la Castellana 216,
Pl. 13 • 28046 Madrid
+34 91 432 84 80
vicente.vazquezbouza@oliverwyman.com



Dª Lorena Mullor
Gerente

Núñez de Balboa, 90
28006 Madrid
+34 91 577 55 89
lorena.mullor@ahe.es

Salvedades, asunciones y limitaciones del presente informe

Copyright © 2016 Oliver Wyman y Asociación Hipotecaria Española. Todos los derechos reservados. Este informe no podrá ser reproducido o redistribuido, total o parcialmente, sin el consentimiento por escrito de Oliver Wyman y Asociación Hipotecaria Española. Oliver Wyman y Asociación Hipotecaria Española no asumen ninguna responsabilidad por los actos de terceros en este sentido.

Las opiniones presentadas en este estudio pertenecen al autor/es del mismo y no necesariamente representan las opiniones de otros Partners de Oliver Wyman o de Asociación Hipotecaria Española.

Este informe no sustituye al asesoramiento profesional personalizado sobre la forma en que una determinada entidad financiera debe ejecutar su estrategia. El presente informe no constituye asesoramiento de inversiones y no debe tomarse como base para dicho asesoramiento ni como medio de sustituir la consulta a asesores profesionales contables, fiscales, legales o financieros. Oliver Wyman y Asociación Hipotecaria Española han aplicado todos los medios para utilizar información y análisis fiables, actualizados y exhaustivos, pero toda la información se facilita sin garantía de ningún tipo, expresa o tácita. Oliver Wyman y Asociación Hipotecaria Española se exime de toda obligación de actualizar la información o conclusiones contenidas en este informe. Oliver Wyman y Asociación Hipotecaria Española no asumen ninguna responsabilidad por los daños resultantes de los actos u omisiones derivados de la información recogida en este informe o en cualesquiera otros informes o fuentes de información mencionados en el presente informe, ni por los daños consecuenciales, especiales u otros similares, incluso si se comunica la posibilidad de que se produzcan. Este informe no podrá ser vendido sin el consentimiento por escrito de Oliver Wyman y Asociación Hipotecaria Española.