

## SISTEMAS FINANCIEROS

# UEM: Determinantes de los tipos de interés hipotecarios en la eurozona

José Félix Izquierdo

La evolución de los tipos de interés hipotecarios europeos durante los últimos años muestra que se han visto influidos por la crisis económica mundial. La crisis financiera internacional se reflejó en un aumento de los tipos de interés del nuevo crédito en todas las carteras en Europa, y en especial en países periféricos. Las medidas que comenzaron a implantarse de forma coordinada a nivel europeo en el verano de 2012, como la política monetaria expansiva o la unión bancaria ayudaron a mitigar la fragmentación financiera. Sin embargo, la peor calidad crediticia de familias, resultante de la situación económica, contrapesó la tendencia y mantuvo los tipos de crédito elevados. Desde 2014 y sobre todo a lo largo de 2015, la recuperación económica y la gestión activa de la mora han ayudado a que la calidad crediticia pierda importancia en la formación de los tipos hipotecarios, que han empezado a disminuir. Las expectativas apuntan a que la tendencia descendente se mantenga en el futuro próximo, ayudada por las medidas ultraexpansivas de política monetaria (TLTRO's y QE) tomadas por el BCE desde la segunda parte de 2014 y por el avance hacia una Unión Bancaria más completa.

En esta nota sigue la metodología del artículo *“El impacto de la Unión Bancaria Europea sobre la evolución y coste del crédito”*<sup>1</sup> y del Documento de Trabajo nº 15 / 09, *“Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en la Eurozona”*<sup>2</sup>, aplicándola a los tipos hipotecarios y extendiéndola a ciertos países de la eurozona. La particularidad de los tipos hipotecarios en la UEM radica en la diversidad de mercados hipotecarios nacionales con factores de diversa índole (clase de fuente de fondeo de las entidades, diferencias culturales, regulaciones nacionales, historia inflacionaria, etc) que caracteriza la elección del tipo de interés. En la Eurozona hay dos clases predominantes de interés hipotecario: tipo de interés variable asociado a un índice determinado (Euribor), y un tipo de interés de periodo inicial fijo en el que predomina la revisión de medio plazo (de 1 a 5 años). Ambas elecciones tienen un fuerte arraigo en función de la clase de fondeo de las entidades financieras, por ejemplo, en Italia, Portugal e Irlanda se realiza fundamentalmente vía depósitos minoristas por lo que prevalece el tipo interés variable, frente a Alemania, Francia o Holanda, donde el fondeo se realiza mayoritariamente a través de covered bonds. España es una excepción en esta clasificación, ya que su mercado hipotecario se ha desarrollado con tipos de interés variables con fondeo a largo plazo, fundamentalmente a partir de covered bonds.

## El tipo de referencia del BCE es el componente guía de los tipos hipotecarios

El tipo de interés de referencia del BCE es elemento fundamental en la formación de los tipos de interés de crédito, con multiplicadores superiores a la unidad en todas las carteras.

1: Artículo publicado en el libro “Los retos de la financiación del sector empresarial” Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios  
2: [https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/04/15-09\\_WP\\_Tipo\\_interes\\_credito.pdf](https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/04/15-09_WP_Tipo_interes_credito.pdf)

## La prima de riesgo soberana, pero sobre todo el riesgo de crédito se revelan como elementos fundamentales para la formación actual de los tipos del crédito

Todos los países se muestran sensibles a la prima de riesgo soberana, aunque con distintas intensidades. Francia destaca como el país que tiene una estructura más equilibrada entre los multiplicadores de los tramos cortos y largo de la curva, y que tiene su fundamento en que su mercado hipotecario está dominado por los tipos de interés fijo y su fondeo en covered bonds. Por otro lado, el riesgo de crédito se ha revelado como un elemento fundamental en los tipos hipotecarios, con especial sensibilidad en Portugal e Italia, y en menor medida en España. De hecho, su contribución a la formación de los tipos hipotecarios en los últimos dos años se ha manifestado fundamental como soporte, al reducirse la prima de riesgo soberana y situarse los tipos cortos en prácticamente cero. En el anexo se puede apreciar cómo el peso de las hipotecas por un importe superior al 80% de la valoración de la vivienda también juega un papel fundamental en España.

## El cambio de foco a lo largo del tiempo en la estructura de los tipos hipotecarios

El análisis temporal ha mostrado que los elementos esenciales en la formación de los tipos han variado: antes de 2008 eran los tramos cortos de la curva (tipo refi BCE), mientras que actualmente el foco está en los tramos largos de la curva (riesgo soberano) y fundamentalmente en el riesgo de crédito.

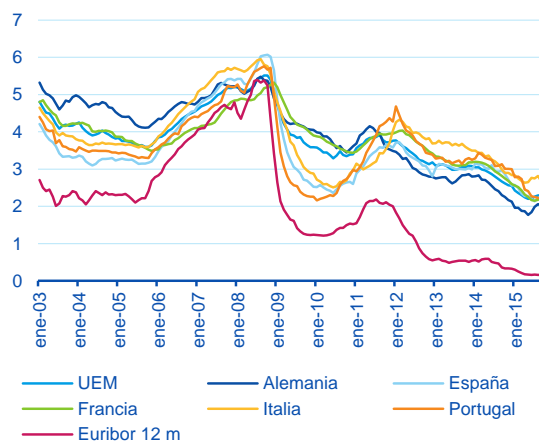
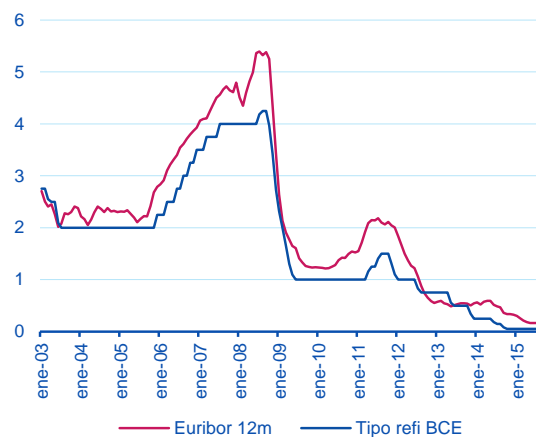
## Los determinantes de los tipos hipotecarios en la UEM

Desde una óptica teórica para formar los tipos de crédito intervienen distintos conceptos: a) el tipo de interés sin riesgo, asociado al coste oficial del dinero que ofrece la autoridad monetaria, b) el coste de financiación, asociado al coste marginal de la principal fuente de financiación, c) el riesgo país asociado al riesgo soberano, d) el coste del riesgo de crédito, e) el coste operacional, f) las comisiones y g) el margen. Un elemento adicional específico de los tipos hipotecarios, que puede estar influyendo en su formación, es el valor del colateral. Como no se dispone de series fiables que sintetizen todos estos factores, se han utilizado otras variables *proxí* que aproximen su comportamiento a partir de los tipos de referencia del BCE, de los plazos de la curva de tipos (Euribor 12 meses, deuda a largo de una unión monetaria teóricamente perfecta, deuda soberana a 10 años respectiva), la tasa de mora de las respectivas carteras de crédito como aproximación al riesgo de crédito, la relación préstamo valor (o Loan To Value -LTV-) y un término constante que recoge el resto de aspectos de la política comercial de las entidades financieras.

En el gráfico 1 puede observarse la evolución mensual de los tipos de interés hipotecarios en distintos países de la UEM (panel a), junto a sus referencias fundamentales (panel b), desde 2003 hasta septiembre 2015. Como puede apreciarse, la guía fundamental de la evolución de los tipos hipotecarios a lo largo del tiempo es el Euribor, que viene muy determinado por el tipo de referencia del BCE. Sin embargo, sus movimientos están más correlacionados en países como España, Italia y Portugal, que en Alemania y Francia, al menos hasta finales de 2011. En principio, esta alta correlación tiene que ver con la estructura de cómo se formalizan los contratos hipotecarios y se fijan los tipos de interés, y en los que detrás están factores heterogéneos<sup>3</sup> como la clase de fondeo de las entidades (depósitos minoristas o covered bonds), el marco legal, institucional y preferencias culturales (ley hipotecaria del país, aversión al riesgo de los hipotecados, frecuencia de cambio de vivienda) que definen la preferencia por los tipos de interés variables o fijos. En la eurozona prevalecen dos clases de tipos de interés. Por un lado, los tipos de interés de periodo fijo, en los que prevalece la revisión con referencia al medio plazo (de 1 a 5 años), que cubrían entre el 60 y el 80% de los créditos hipotecarios, vinculados fundamentalmente a países cuyas entidades se fondean tradicionalmente a medio y largo plazo mediante covered bonds: Alemania, Francia, Holanda y Bélgica. Y por otro lado, tenemos países con un claro predominio de los tipos de interés variables que los vinculan fundamentalmente a la evolución de los tipos de corto plazo (Euribor), con alrededor del 90% de las operaciones y donde la principal fuente de fondeo son los depósitos minoristas: Italia, Portugal e Irlanda. España, es una excepción en esta clasificación ya que su mercado hipotecario se ha desarrollado con tipos de interés variables y fondeo a largo plazo, fundamentalmente a partir de covered bonds. A partir de 2011 parece existir una cierta desconexión entre el Euribor y los tipos hipotecarios (o una ampliación del spread de crédito) en aquellos países que tradicionalmente estaban más vinculados, coincidente con la intensificación del riesgo soberano en los países periféricos y la agudización de la crisis económica. Sin embargo, desde 2014 la tendencia de los tipos hipotecarios ha sido a la baja, arrastrados por los bajos tipos de interés de referencia de corto y largo plazo y en el marco de la mejora de la actividad económica.

3: Véase para mayor detalle: "Some international trends in the regulation of mortgages markets: Implications for Spain" Working Paper 13/17. April 2013. <https://www.bbvarsearch.com/en/publicaciones/some-international-trends-in-the-regulation-of-mortgage-markets-implications-for-spain/>

Gráfico 1

**Tipos de interés de crédito para la adquisición de vivienda y sus referencias fundamentales****a) Tipos hipotecarios en la UEM****b) Tipos referencia BCE y Euribor 12m**

Fuente: BCE, BBVA Research

**Estimaciones de los determinantes de los tipos hipotecarios**

El análisis se ha llevado a cabo para los tipos hipotecarios en Francia, Italia, Portugal y España, en los que se ha podido utilizar la tasa de mora hipotecaria<sup>4</sup> como indicador del riesgo de crédito. No se ha podido completar para este conjunto de países una variable proxy del valor del colateral, no obstante, para el caso de España que se dispone de series, se ha realizado un análisis específico que se presenta en el anexo. Tal como hemos comentado anteriormente, tendríamos un país representante de tipos de interés inicial fijo, Francia, y tres países de tipos de interés variables.

La tabla 1 muestra las estimaciones de los multiplicadores de largo plazo a cada uno de los determinantes especificados y el lag (en meses) con que afecta en cada tipo hipotecario desde 2003 hasta agosto de 2015. Dentro de los determinantes tenemos los elementos comunes referentes a la curva de tipos (tipo oficial BCE, Euribor, tipo largo UEM<sup>5</sup>) y los elementos específicos ligados al riesgo país (tipo deuda del gobierno a 10 años) y a su riesgo de crédito aproximado por su tasa de mora. Los diferentes determinantes de los tipos los formamos con el tipo oficial del BCE al que se va agregando el spread sobre el tipo de referencia temporal más dilatada para terminar sobre el tipo de la deuda gubernamental a largo plazo.

Una primera característica detectada es que no se ha detectado término constante que sintetice los términos de política comercial de las entidades, salvo en Francia que incorpora más de medio punto porcentual (0,56) a sus tipos hipotecarios. Por tanto, los márgenes son muy reducidos en esta cartera. Los multiplicadores asociados al tipo de referencia del BCE son superiores a la unidad en España y Francia, igual a la unidad en Italia, e inferior en Portugal. Además, se puede observar que la sensibilidad al Euribor es muy alta en Francia (1,0), Portugal (0,9) y España (0,8), y bastante insensible en Italia (0,2). El término asociado a los tipos largos de una UEM teórica está presente en Francia (0,7) y España (0,4), pero no aparece en Italia<sup>6</sup> ni en Portugal. Todos los países son sensibles al riesgo país con multiplicadores que van desde el 0,2 de España y Portugal, pasando por el 0,3 de Italia y terminando con el 0,5 de Francia. Los tres

4: Para Francia e Italia se utiliza la tasa de mora de familias al no disponerse de la desagregación de saldos morosos de familias. No obstante, al ser la cartera hipotecaria mucho más relevante que la de consumo, la tasa de mora de familias es una buena proxy de la tasa hipotecaria.

5: Para mayor detalle ver Documento de Trabajo N° 15/09 "Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en la Eurozona"

[https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/04/15-09\\_WP\\_Tipo\\_interes\\_credito.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/04/15-09_WP_Tipo_interes_credito.pdf)

6: Aunque, para Italia si tiene efectos de corto plazo.

primeros tienen multiplicadores relativamente bajos, pero han experimentado importantes presiones sobre la prima de riesgo en el pasado reciente, a diferencia de Francia que apenas ha sufrido en su prima de riesgo pero que, como se aprecia, tiene los multiplicadores más altos a las referencias de tipos largos debido a su estructura de mercado hipotecario en el que domina los tipos de interés fijos. Y por último, la sensibilidad al riesgo de crédito también es heterogénea, desde Francia donde no se ha podido obtener una respuesta satisfactoria, pasando por España con una elasticidad de 0,2 por cada punto porcentual de mora hipotecaria, al 0,5 de Italia y al 0,8 de Portugal.

Tabla 1

**Multiplicadores a los determinantes de los tipos de hipotecarios**

| Multiplicadores de largo plazo | España |     | Francia |     | Italia |     | Portugal |     |
|--------------------------------|--------|-----|---------|-----|--------|-----|----------|-----|
|                                |        | Lag |         | Lag |        | Lag |          | Lag |
| Polít. Comercial               | --     | --  | 0,56    | --  | --     | --  | --       | --  |
| Tipo Oficial BCE               | 1,18   | 1   | 1,17    | 2   | 1,00   | 0   | 0,85     | 0   |
| Spread Euribor 12m             | 0,84   | 1   | 0,98    | 1   | 0,24   | 0   | 0,90     | 0   |
| Spread UEM                     | 0,38   | 1   | 0,72    | 1   | --     | --  | --       | --  |
| Spread Soberano                | 0,20   | 2   | 0,53    | 0   | 0,29   | 1   | 0,22     | 0   |
| Tasa de Mora Vivienda          | 0,20   | 0   | --      | --  | 0,47   | 1   | 0,81     | 1   |

Período estimación: enero 2003 a agosto 2015.

Fuente BBVA Research

Es decir, España es el país donde los tipos son menos sensibles a la calidad crediticia de la demanda con 20 puntos básicos (pb) por cada 100 pb de tasa de mora hipotecaria, mientras que Portugal, tiene los tipos más sensibles y traslada 81 pb por cada 100 pb de mora. Para que los precios reflejaran adecuadamente la calidad crediticia de la clientela y fueran suficientes para cubrir el riesgo de crédito del producto, sería necesario que esta elasticidad tuviera un valor alto.

Una característica adicional es que todos los impactos empiezan a trasladarse casi de forma contemporánea a los tipos hipotecarios al presentar todas las respuestas retardos como máximos de dos meses. Esto contrasta con lo obtenido con otras carteras de crédito, donde los precios reaccionan con más lentitud a los cambios del entorno.

## Contribuciones a la formación de los tipos hipotecarios desde 2014

Para evaluar el impacto de cada uno de los determinantes en la formación de los tipos de interés a lo largo del tiempo se pueden utilizar las estimaciones de la tabla 1 y calcular sus contribuciones. Como se ha comentado anteriormente, a lo largo de 2014 los tipos hipotecarios han empezado a mostrar un comportamiento a la baja en línea con la reducción de los tipos de referencia. Hasta entonces no se habían apreciado caídas en los tipos hipotecarios por la presión que el riesgo de crédito estaba ejerciendo.

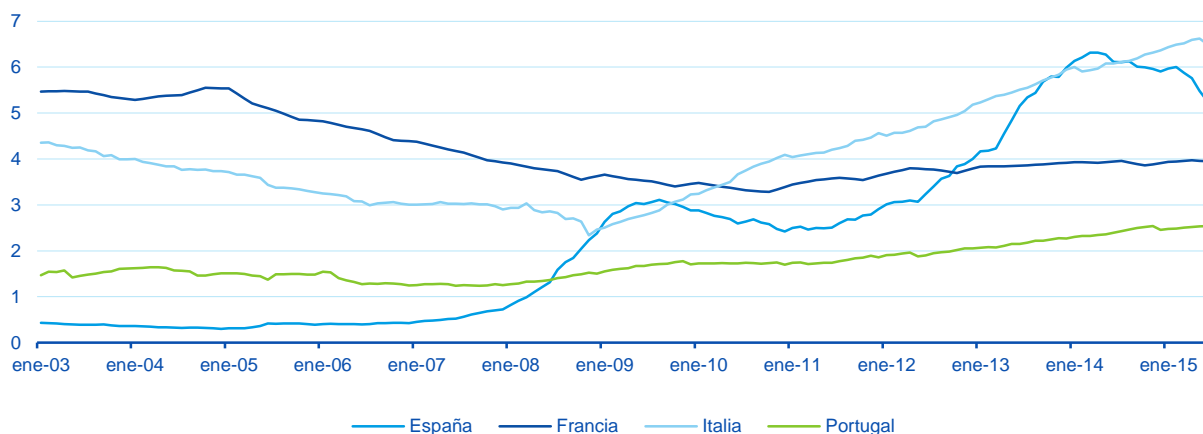
Sin embargo, el riesgo de crédito – medido por la tasa de mora- ha presentado evoluciones dispares en los países analizados (gráfico 2). Así, la mora hipotecaria se deterioró extraordinariamente en España, al pasar de unos niveles de apenas un 0,5% entre 2003 y 2007 hasta alcanzar un máximo de algo más del 6% a finales de 2013. A partir de entonces cambió de tendencia y empezó a reducirse desde inicios de 2014 y acelerándose la caída a mediados de 2015 para situarse en algo más del 5% en la actualidad. Francia ha experimentado una mejora de los niveles de mora desde el 5,5% de 2003 hasta alcanzar un mínimo de algo

más del 3% en 2010, para volver a deteriorarse moderadamente hasta el 4% en 2015. En Italia<sup>7</sup>, al igual que en Francia, la tasa de mora mejoró desde niveles algo inferiores a 4,5% en 2003, pero alcanzó el mínimo dos años antes, en 2008 con un 2,5%, para empezar a deteriorarse progresivamente desde entonces y superar el 6,5% en 2015. Portugal ha sido el país donde la tasa de mora ha experimentado menor deterioro, al estabilizarse alrededor del 1,5% en los primeros años del análisis, alcanzar un mínimo de 1,3% en 2007 y a partir de entonces subir muy moderadamente hasta el 2,5% de mediados de 2015.

Gráfico 2

### Riesgo de crédito a partir de la tasa de mora hipotecaria

#### Tasa de mora



En Francia e Italia tasa de mora familias

Fuente: BdE, BdF, Bdl, BdP, BBVA Research

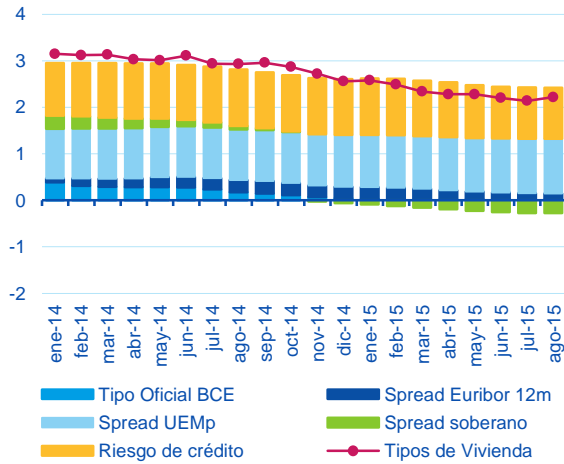
Tal como muestra el gráfico 3 en sus cuatro paneles, la tendencia a la baja desde 2014 de los tipos hipotecarios en los países analizados está explicada por los bajos y decrecientes tipos oficiales del BCE y por la reducción de la prima de riesgo soberana, que tiene una importante contribución negativa en Francia desde antes de 2014, y en España e Italia desde finales de 2014. En Portugal la prima de riesgo soberana todavía no ha entrado en negativo como en el resto de países, si bien su contribución es cada vez menor. Compensando estos movimientos se encuentran por un lado los tipos de largo plazo de la UEM en el caso de España y Francia, y por otro el riesgo de crédito, que se ha estabilizado en España y empieza a contribuir muy ligeramente a la baja, pero que sigue presionando claramente al alza en Italia y Portugal. En este último caso es fácil apreciar que durante 2014 y primeros meses de 2015 los tipos hipotecarios han estado por encima de sus fundamentales, pero se han vuelto a alinear a partir del segundo trimestre. Una evolución similar pero menos duradera y pronunciada se aprecia en España durante casi todo 2014.

7: Se ha corregido la tasa de mora de familias de cambios de bruscos de nivel en el numerador (dic-05 y ene-11) como del denominador (jun-10), éste último por cambio de definición.

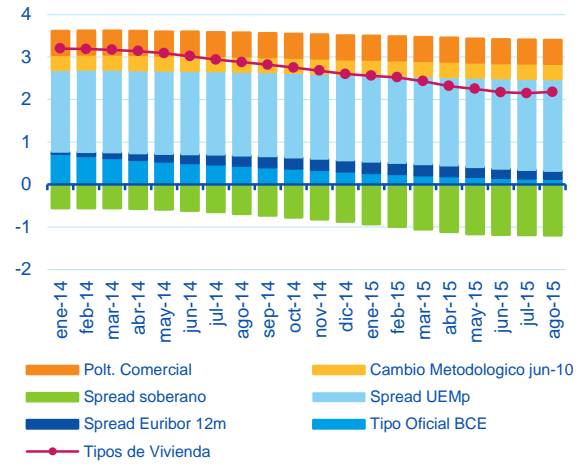
Gráfico 3

Contribuciones a la formación de los tipos de interés de crédito hipotecarios

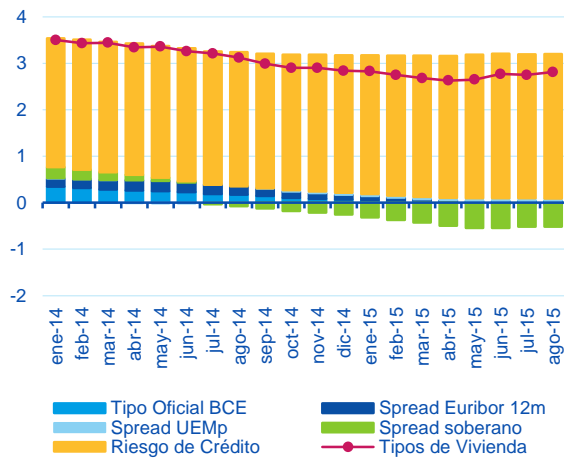
a) España



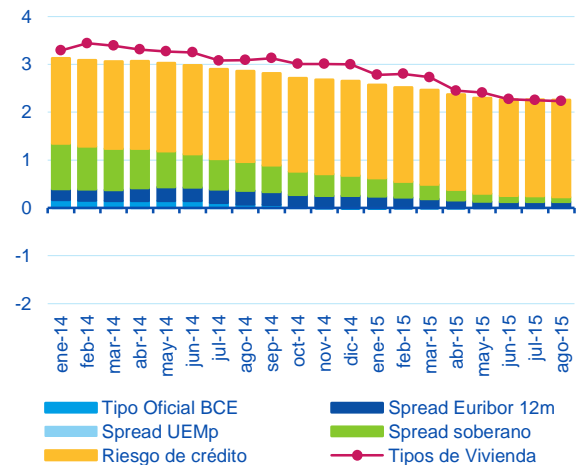
b) Francia



c) Italia



d) Portugal



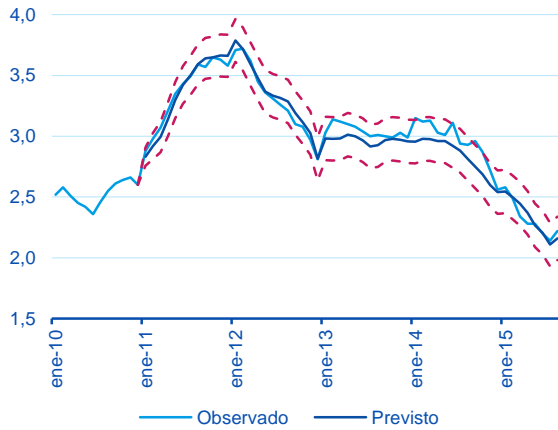
Fuente: BBVA Research

Una forma de ver la consistencia de los resultados obtenidos de la tabla 1 es situarnos un tiempo atrás y lanzar una proyección hasta el momento actual y observar su comportamiento respecto a las observaciones tomando las bandas de confianza a una distancia del 95% de confianza (+/- 1,96 desviaciones típicas). Se ha tomado diciembre de 2010 como origen de proyección, cuando tras la intervención a Grecia la prima de riesgo empezó a repuntar y los efectos de la crisis económica empezaron a presionar sobre el riesgo de crédito. El gráfico 4 en sus cuatro paneles presenta la evolución de las proyecciones para el tipo hipotecario de cada país. En todos los casos las observaciones se mantienen dentro de las bandas de confianza, tanto en los periodos de mayor incertidumbre derivada de la crisis de riesgo soberano (2012), como en los años sucesivos donde el deterioro de la actividad económica impulsó el riesgo de crédito presionando los tipos por el alza, y como en los últimos meses, con la relajación de las primas de riesgo, lo que muestra la consistencia general de las estimaciones. También es fácil advertir que las observaciones transitan por los límites superiores de confianza durante 2014 para España e incluso desde finales de 2013 en Portugal para volver a sus fundamentales en 2015, tal como hemos comentado previamente.

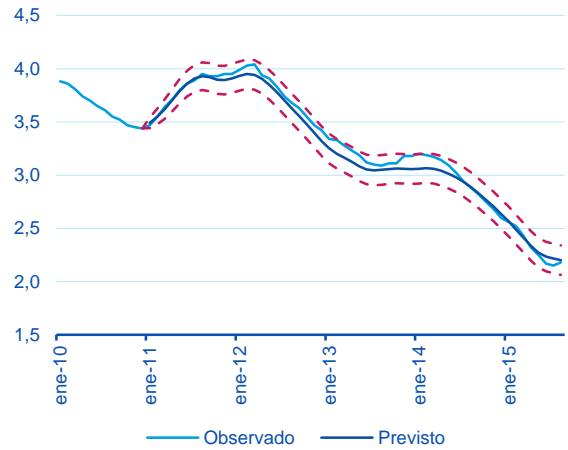
Gráfico 4

Proyecciones e intervalos de confianza de los tipos de crédito hipotecarios

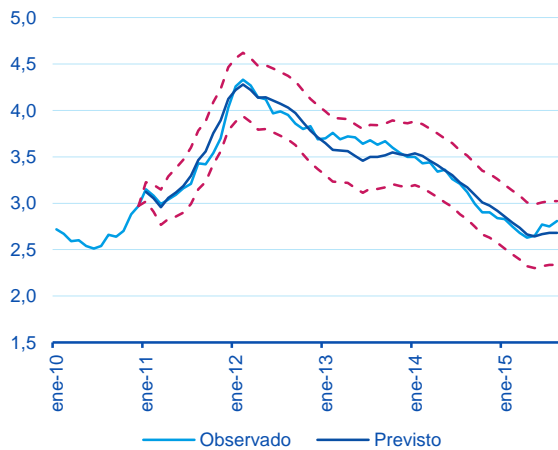
a) España



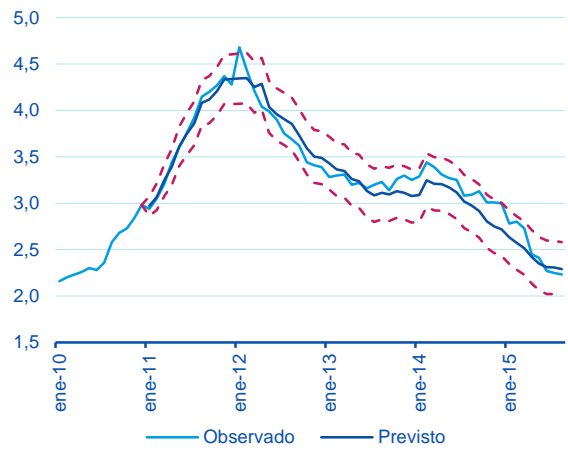
b) Francia



c) Italia



d) Portugal



Fuente: BBVA Research

### Cómo hemos cambiado

Un aspecto interesante es comprobar cómo las entidades de crédito han cambiado la formación de sus tipos hipotecarios, comparando en 2008 (el inicio de la crisis financiera) y en 2015 los elementos que son susceptibles de evolucionar: el tipo refi del BCE, el Euribor, el riesgo país o los tipos largos (en él fusionaremos las contribuciones de los tipos largos de la UEM y de los tipos largos de la deuda soberana del país), y el riesgo de crédito. El gráfico 5 en sus cuatro paneles presenta la estructura porcentual de los elementos fundamentales para la formación de los tipos hipotecarios en los países analizados. En 2008 la formación de los tipos hipotecarios estaba dominada por los tipos de referencia del BCE en todas las geografías, en un porcentaje que oscila entre algo más del 60% de Portugal y algo más del 80% en Francia y España, y un 70% para Italia. El Euribor representaba el 5% en Italia y el 14%-17% en España, Francia, y Portugal. El riesgo país no era un problema para ningún país, con contribuciones incluso ligeramente negativas. Sin embargo, el riesgo de crédito ya era relevante para Italia y Portugal con una contribución de alrededor el 20%.

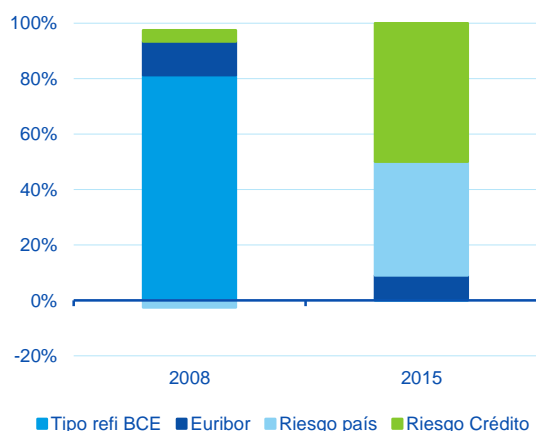


En 2015, el tipo refi del BCE y el Euribor han dejado de ser relevantes para todos los países excepto para Francia, mientras ha ganado presencia el riesgo país en España, Portugal y Francia. En este último país es normal que la referencia de los tipos largos sea importante dado que pertenece al grupo de países con tipos fijos iniciales y en su formación los tipos largos tienen mayor relevancia que en el resto de países estudiado. En Italia la reducción de la prima de riesgo soberana le ha permitido contrarrestar el progresivo aumento del riesgo de crédito, cuya contribución domina actualmente la formación de los tipos en este país. En Portugal su contribución es de alrededor del 90%, mientras en España es el 50%.

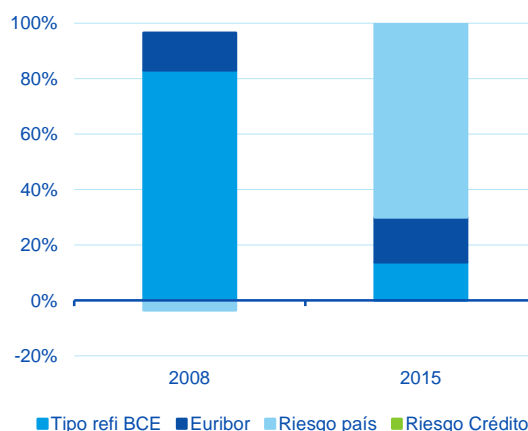
Gráfico 5

**Cambio en la estructura de los tipos de crédito hipotecarios**

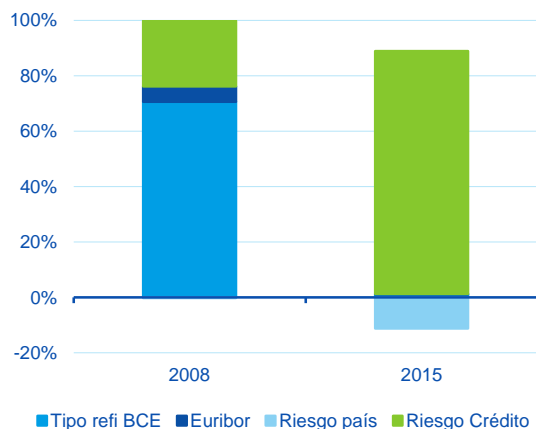
**a) España**



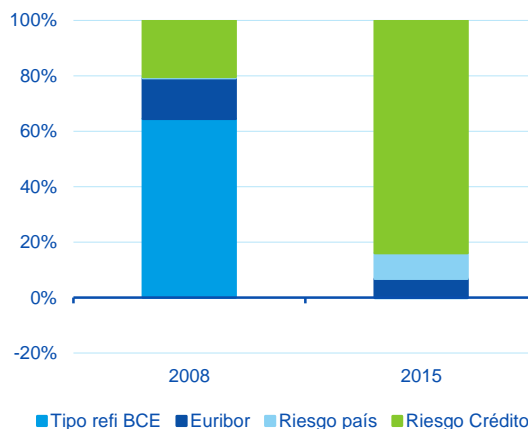
**b) Francia**



**c) Italia**



**d) Portugal**



Fuente: BBVA Research

## Conclusiones

En resumen, los tipos de crédito hipotecarios están formados a partir de los diferentes plazos de la curva de tipos (BCE, Euribor, deuda soberana) y por el riesgo de crédito. Los países más sensibles a los elementos comunes de la curva de tipos (BCE, Euribor y tipos largos UEM) son España y Francia. También tienen una fuerte influencia elementos específicos de país, como en el caso de Francia, Italia, Portugal y España que son sensibles a la prima de riesgo soberana, y Portugal, Italia y España al riesgo de crédito. Las estimaciones se han mostrado robustamente consistentes en el periodo crítico de 2010 a 2015. Y el análisis temporal ha mostrado que mientras que los elementos fundamentales en la formación de tipos en 2008 eran los tramos cortos de la curva (tipo refi BCE), actualmente el foco está en los tramos largos de la curva (riesgo soberano) y en el riesgo de crédito. Seguir avanzando en la unión bancaria será fundamental para seguir moderando el componente de riesgo soberano según se reduzca la fragmentación financiera europea, y continuar con la limpieza de los balances ayudará a mitigar la influencia del riesgo de crédito.

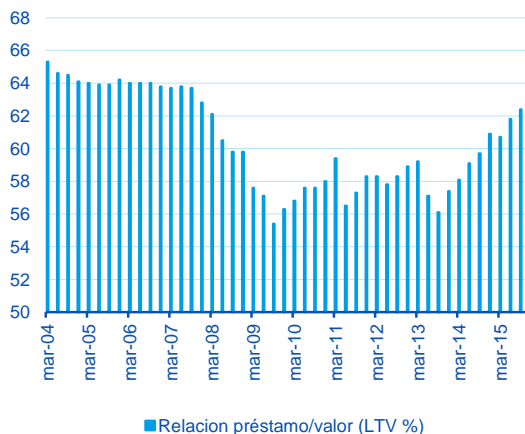
ANEXO

Para el caso de España disponemos de series históricas que pueden aproximar el valor del colateral, o más concretamente, la relación préstamo valor (o Loan To Value, LTV) de las nuevas operaciones hipotecarias proveniente del Colegio de Registradores de la Propiedad. El LTV es un indicador al que recurren las autoridades financieras para realizar política macroprudencial y de estabilidad financiera. Algunos países han recurrido a prohibir la concesión de hipotecas por encima de umbrales máximos de LTV para impedir la formación de nuevas burbujas hipotecarias (de crédito y/o de precios), pero calibrar eficientemente estos no es tarea fácil y puede generar efectos no deseados al generar ineficiencias y empujar la financiación a otros sectores no regulados (shadow banking). En otros países, fundamentalmente asociados a sistemas financieros más desarrollados, han optado por una regulación basada en los incentivos más que en prohibiciones, y por ejemplo se han implementado altos requerimientos de capital para los préstamos con altos LTV o restricciones a la titulización de préstamos con altos LTV, o adicionalmente como en España las provisiones dinámicas contracíclicas. También, el Colegio de Registradores de la Propiedad, ofrece una estadística interesante sobre el porcentaje de esas nuevas operaciones que se realizan con un LTV superior al 80%, pues son un indicador de la relajación/restricción del sistema financiero en la concesión de préstamos hipotecarios y es, sobre todo, un indicador subyacente de potencial morosidad futura.

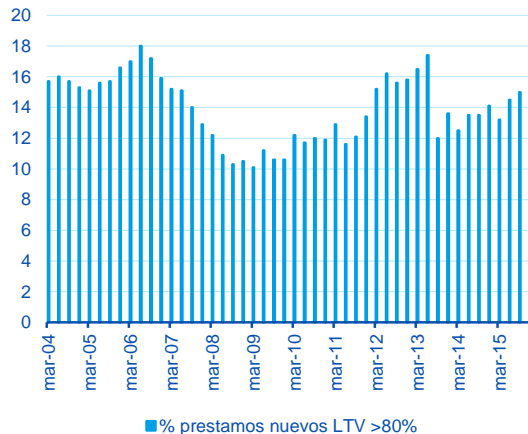
En el gráfico 6 (panel a), puede observarse que hasta mediados de 2007 (inicio de la crisis hipotecaria subprime en EE.UU.) el LTV de los préstamos hipotecarios concedidos estuvo alrededor del 64%, y a partir de entonces cayó hasta una media (2008-2015) de 58,6% presentando una evolución de dientes de sierra. Tocó mínimos a mediados de 2009 con el 55%, y actualmente se encuentra en una nueva fase de crecimiento iniciada a mediados de 2013, situándose en el 3º trimestre de 2015 en el 62,4%. Por su parte, el indicador de potencial riesgo de incumplimiento, LTV mayor al 80%, alcanzó su máximo a mediados de 2006 con un porcentaje del 18% de los préstamos concedidos, pero a partir de ahí empezó a descender hasta alcanzar un mínimo del 10% en 2009 tras la agudización de la crisis financiera. Desde entonces volvió lentamente a crecer hasta mediados de 2013, cuando se situó próximo al máximo histórico (17,4%) y abruptamente descendió al 12%. Después inició una fase de recuperación lenta e irregular; y actualmente se sitúa en el 15%.

Gráfico 6  
Relación préstamo/valor y préstamos con LTV >80%

a) Relación Préstamo Valor (LTV). En %



b) Porcentaje de préstamos con LTV >80%



Fuente: Colegio de Registradores de la Propiedad y BBVA Research

Las pruebas realizadas sobre el modelo de España presentado en la Tabla 1, han determinado que el LTV no es una variable con un alto poder explicativo en la formación de los tipos hipotecarios. Tampoco han resultado satisfactoria la inclusión de los precios de la vivienda como proxy del colateral. Sin embargo, la inclusión el indicador de proporción de préstamos con LTV superiores al 80% sí que se ha mostrado relevante, y vendría a señalar que las entidades financieras incorporan en los precios ofertados el impacto del riesgo potencial de entrada en mora y del peor tratamiento regulatorio de estos préstamos.

La Tabla 2 muestra comparativamente los multiplicadores de largo plazo para el caso de España sin y con la inclusión del indicador de préstamos con un LTV superior al 80%. Puede observarse que los tipos hipotecarios de las nuevas operaciones incorporan unos 4 puntos básicos (3,7 p.b.) por cada punto porcentual de préstamos concedidos con un LTV superior al 80%. Es decir, que si por término medio el 14% de los préstamos que se conceden en un mes tienen un LTV >80%, este conjunto de operaciones están aportando aproximadamente medio punto porcentual al tipo medio de las nuevas hipotecas.

Además, la incorporación del LTV >80% ha tenido influencia sobre el resto de parámetros, reduciendo el del tipo oficial y aproximándolo a la unidad (no se descarta esta hipótesis) el del Euribor, el del tipo largo teórico de la UEM de manera relevante (en un 50%) y en menor medida el del riesgo soberano (en un 30%). Además, se mueve ligeramente al alza el parámetro de riesgo de crédito. También ha tenido influencia en el parámetro de ajuste al equilibrio, tal que ahora converge más rápidamente (aproximadamente en 6 meses frente a los 9 meses anteriores).

Tabla 2

**Multiplicadores a los determinantes de los tipos de hipotecarios. Caso España**

| Multiplicadores de largo plazo | España |     | España |     |
|--------------------------------|--------|-----|--------|-----|
|                                |        | Lag |        | Lag |
| Pol. Comercial                 | --     | --  | --     | --  |
| Tipo Oficial BCE               | 1,18   | 1   | 1,05   | 1   |
| Spread Euribor 12m             | 0,84   | 1   | 0,74   | 1   |
| Spread UEM                     | 0,38   | 1   | 0,17   | 1   |
| Spread Soberano                | 0,20   | 2   | 0,14   | 2   |
| Tasa de Mora Vivienda          | 0,20   | 0   | 0,23   | 0   |
| LTV > 80%                      | --     |     | 0,04   | 0   |

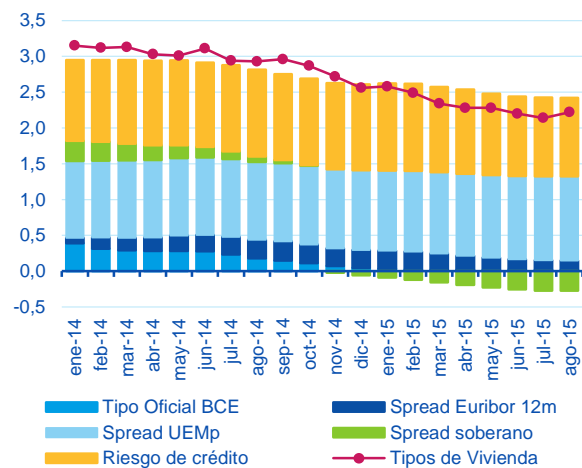
Periodo estimación: enero 2003 a agosto 2015  
Fuente BBVA Research

El gráfico 7 muestra la comparación de contribuciones entre ambos caso y nos presenta más claramente los efectos comentados de influencia en los parámetros en los últimos dos años. Es fácil advertir cómo la incorporación del LTV superior al 80% al modelo ha contribuido con aproximadamente medio punto porcentual en los últimos dos años a costa de reducir, fundamentalmente, el efecto del spread de largo plazo de la UEM y de la prima de riesgo soberana, cuyo impacto sobre los tipos de las hipotecas se estaba sobreestimando. De otro lado, el riesgo de crédito medido a partir de la tasa de mora hipotecaria ha ganado una influencia de aproximadamente el 15%.

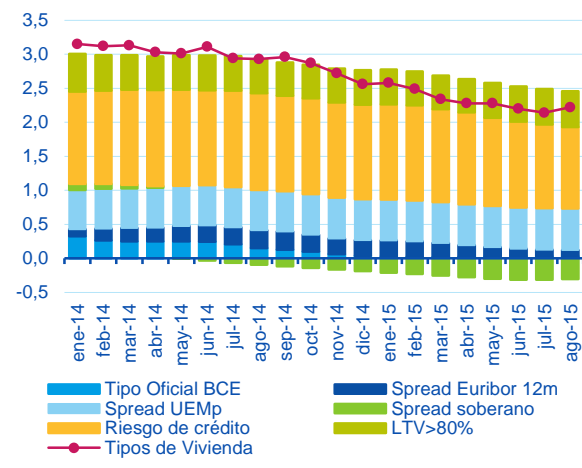
Gráfico 7

Contribuciones a la formación de los tipos de interés de crédito hipotecarios españoles

a) Sin LTV >80%



b) Con LTV >80%



Fuente: BBVA Research

En resumen, los tipos hipotecarios en España están guiados fundamentalmente por el tipo oficial del BCE, pero también tienen en cuenta los distintos tramos de la curva de tipos de mercado, el riesgo de crédito y los préstamos hipotecarios potencialmente con más riesgo, que además están sometidos a mayores restricciones regulatorias.

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.