

INTEGRACIÓN EUROPEA Y SISTEMAS DE FINANCIACIÓN A LA VIVIENDA

López Penabad, M. C.

Maside Sanfiz, J. M.

Universidad de Santiago de Compostela

RESUMEN

Este trabajo analiza el nivel de integración existente entre los mercados de financiación a la vivienda en los países de la Unión Europea. Se desarrolla en varios apartados en los que se va analizando la estructura de tenencia de viviendas, la intervención gubernamental en los mercados hipotecarios, las características de los contratos e instrumentos de financiación, el nivel de deuda hipotecaria y el colateral o garantía, a través de los cuales se van identificando los principales obstáculos y logros en el proceso de integración de los mercados hipotecarios.

PALABRAS CLAVE: Mercado Hipotecario, Convergencia, Estructura de Tenencia de Vivienda, Deuda Hipotecaria, Bonos de Titulización Hipotecaria.

ABSTRACT

This study analyses the integration level within the European Union housing financial markets. The paper develops across several sections devoted to housing tenure structure, policy intervention in housing markets, characteristics of mortgage contracts and financial instruments, and mortgage debt and collateral. This analysis allows us to identify the principal barriers to integration and to value de advances reached in the integration mortgage market process.

KEYWORDS: Mortgage Market, Convergence, Housing Tenure Structure, Mortgage Debt, Mortgage Backed Securities.

1. INTRODUCCIÓN

La preocupación de la Unión Europea (UE) por temas relacionados con el sector residencial deriva de su objetivo de integración política y económica para sus Estados miembros. La política de vivienda no es reconocida como una responsabilidad específica de la UE y, por tanto, no es objeto de una formulación común, permaneciendo en manos de los gobiernos nacionales que delegan una parte a nivel regional o municipal. Sin embargo, la actividad de la UE en otros campos tiene impactos importantes sobre la misma.

En los últimos tiempos la actuación de la UE en relación con la vivienda proviene de su preocupación por la atención a minorías desfavorecidas, la búsqueda de la cohesión social y económica, el incremento en la calidad de vida urbana, la atención al medio ambiente, etc. En este sentido, la UE ha ido desarrollando en poco tiempo directrices para los Estados miembros en numerosas áreas; por ejemplo en ciertas políticas para agricultura, competitividad, infraestructura y medio ambiente, que afectan a la cadena de provisión de vivienda en múltiples formas.

El proceso de constitución de la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha tenido numerosas implicaciones sobre los mercados y políticas de vivienda nacionales derivadas, en última instancia, de la integración económica y monetaria y, más directamente, de actuaciones específicas desarrolladas por los distintos Estados miembros en cuanto al establecimiento de criterios y plazos para alcanzar los objetivos planteados por la misma¹.

En este planteamiento no podemos pasar por alto las implicaciones en sentido inverso, es decir, los efectos que los sistemas de vivienda provocan sobre las economías de los distintos países y, por tanto, sobre la convergencia económica.

Los mercados de vivienda ocupan un lugar destacado en la economía y, además, son muy volátiles, pudiendo transmitir movimientos significativos a variables macroeconómicas y a los mercados financieros de muy diferentes maneras. De esta forma, pueden generar movimientos importantes en el consumo y la demanda agregada, la distribución de la riqueza, mercado de trabajo, crear y transmitir presiones en el nivel de precios² y desestabilizar los mercados financieros, a través de ciclos de subidas y bajadas del crédito hipotecario³.

Realizando una breve descripción del sector residencial en la UE, por el lado de la oferta, el peso relativo del sector de la construcción en la economía varía considerablemente entre los diferentes países⁴. Hay que destacar la contribución de este sector al crecimiento económico de finales de los años noventa, aunque en fechas recientes ésta ha pasado a ser negativa para el conjunto de la UE (García-Montalvo, 2003).

Por el lado de la demanda, la proporción de inversión residencial sobre el PIB en 2001 supera a la media de la UE en países como Irlanda, España, Alemania, Holanda, Portugal o Austria⁵, quedando el resto por debajo.

En cuanto a los precios reales de la vivienda, el Banco Central Europeo (2003) señala que éstos han crecido a largo plazo en todos los países de la UE, excepto Suecia⁶. No obstante, observa una gran variabilidad en los mismos, ya que en la mayor parte de los países se han producido en los últimos 20 años periodos de rápido crecimiento o declive de los precios reales de la vivienda⁷. Los países con mayor volatilidad son Finlandia, Suecia, Dinamarca y el Reino Unido (RU)⁸.

Los ciclos de subida y bajada de los mercados residenciales dependen en gran medida de la evolución y decisiones tomadas en el sector financiero⁹. Por ello, una vez descrito el entorno del sector de la vivienda en el ámbito de la UE nos centramos en el objetivo de este trabajo que es analizar el nivel de integración de los sistemas de financiación a la vivienda.

En el contexto de la UE, un aspecto relevante de la definición de la integración financiera es el relacionado con los límites aplicables. En la medida en que la integración financiera tiene por objeto la realización de un mercado único de servicios financieros, su ámbito geográfico debería ser, en última instancia, la totalidad de la UE. Ello es particularmente importante en una UE más amplia, en la que recientemente han entrado a formar parte diez nuevos Estados miembros. Al mismo tiempo, cabe reconocer que el rasgo quizás más definitorio de cualquier sistema financiero, de hecho el elemento de conexión que justifica el uso de la palabra “sistema” para referirse a la totalidad del sector financiero, es la moneda que lo sostiene. En nuestro trabajo analizamos la aproximación entre los mercados de financiación a la vivienda en la UE anterior al primero de mayo de 2004, la Europa de los quince.

El tema de la integración financiera fue examinado por la Comunidad Europea a través de un informe de la House of Lords Select Committee de 1985, en el cual puso de manifiesto que la armonización y reconocimiento mutuo de las instituciones financieras e instrumentos hipotecarios y de ahorro era mínimo, señalando la posibilidad de que los sistemas de financiación a la vivienda permaneciesen y continuasen desarrollándose de formas muy dispares.

Esta preocupación inicial por la armonización de la financiación a la vivienda quedó posteriormente recogida en una cuestión más amplia de regulación bancaria. En 1988, el *Cecchini-Report* (Comisión of the European Communities, 1988) ofreció evidencia de la fragmentación sustancial de los mercados de servicios financieros europeos, ya que encontró diferencias en precio sustanciales, señalando los beneficios potenciales para los consumidores derivados de una mayor integración. Para hacer realidad algunos de estos beneficios se implementó la Segunda Directiva Bancaria en 1993 y se estableció formalmente un mercado bancario europeo único.

Una vez que la UE ha completado técnicamente el mercado único parece relevante replantear la cuestión de la convergencia de los sistemas de financiación a la vivienda y analizar si existen muestras de que estos sistemas operan de forma similar. En este sentido, la Comisión Europea, en Febrero 2002, recalcó la necesidad de que la UE avance en el logro del mercado único de servicios financieros, señalando el crédito hipotecario como una de las áreas en donde se hace más necesaria una mejora.

Son varios los estudios que analizan los beneficios derivados de una mayor integración. La European Financial Services Round Table publicó en 2002 un informe en el que se analizan los beneficios derivados de una mayor integración en los mercados financieros al por menor de la UE, destacando aspectos como: ventajas sustanciales para los consumidores, un mayor crecimiento y el incremento de la importancia global del Euro (Heinemann y Jopp, 2002). Por su parte, Low, Sebag-Montefiore y Dübel (2003) destacan una serie de beneficios potenciales derivados de una mayor integración de los mercados hipotecarios de la UE. Entre otros, un incremento en la oferta de productos, en la eficiencia en costes debido al aprovechamiento de economías de escala y una mejora del efecto diversificación sobre las carteras de préstamos y activos.

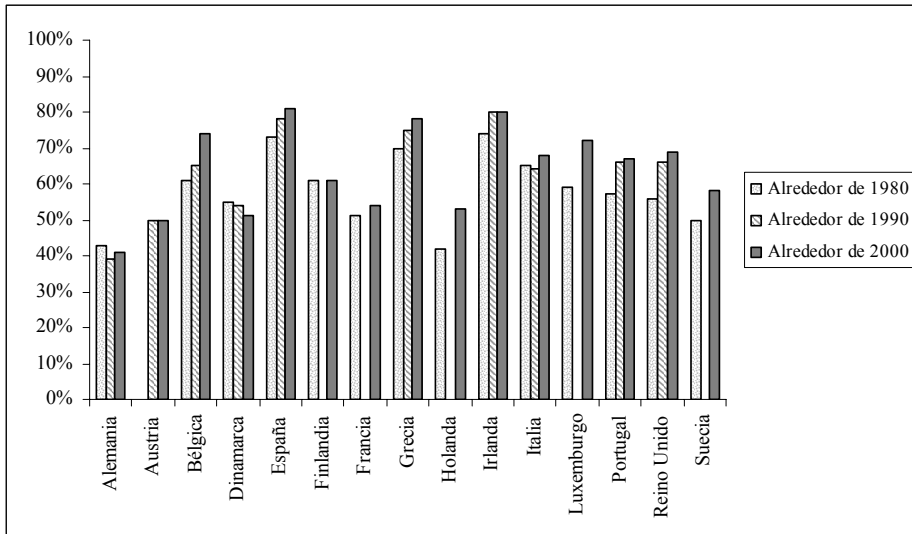
En este trabajo nos planteamos determinar el nivel de integración de los sistemas de financiación a la vivienda en Europa y, para ello, realizamos un análisis de aquellos aspectos del sistema de financiación y factores condicionantes del mismo en los que se pueden apreciar muestras de cambio y, por tanto, evidencia a favor de la convergencia en los sistemas de financiación hipotecaria en la UE. Así, en el apartado siguiente examinamos la evolución de los niveles de ocupación en propiedad y en régimen de alquiler en los distintos países de la UE. A continuación se analizan los aspectos financieros de la adquisición de viviendas: estructura institucional e intervención gubernamental en los mercados financieros, características fundamentales de los préstamos hipotecarios, fuentes de financiación utilizadas por los prestamistas, evolución de los tipos de interés y volumen de deuda hipotecarios y garantías hipotecarias. Por último, finalizamos el trabajo con la exposición de las principales conclusiones.

2. ESTRUCTURA DE TENENCIA DE VIVIENDA EN LA UE

Examinamos, en primer lugar, los niveles de ocupación en propiedad de la vivienda en los distintos países de la UE. En el Gráfico 1 se observan básicamente dos grupos extremos: por un lado, Alemania, Holanda, Austria, Dinamarca y Francia con tasas de ocupación en propiedad relativamente bajas y, por otro, los países del sur de Europa e Irlanda, con proporciones muy altas.

Además, en general, en los países de la UE en las últimas décadas se ha experimentado un incremento en la tasa de ocupación en propiedad. Pocas son las excepciones, Austria y Finlandia, que mantienen su nivel de ocupación en propiedad constante, y Alemania y Dinamarca en los que disminuye ligeramente.

Figura 1. Ocupación en Propiedad



FUENTE: Federación Hipotecaria Europea y elaboración propia.

Como contrapartida, el porcentaje de viviendas en régimen de alquiler en la mayoría de los países de la UE ha ido disminuyendo en los últimos 20 años. Destaca el importante descenso del alquiler en Italia, 20 puntos porcentuales sobre el total de viviendas, Luxemburgo, 13 puntos, y España¹⁰, Holanda y Portugal, 11 puntos. Según el Banco Central Europeo (2003) este proceso se debe a un descenso en la oferta de vivienda en alquiler, derivada de los regímenes reguladores de la misma y el favorable tratamiento fiscal de la ocupación en propiedad frente al alquiler.

Dentro de este segmento también encontramos diferencias significativas con respecto a la importancia relativa del alquiler privado o social (Tabla 1). Países como Holanda, Francia, RU, Suecia, Luxemburgo y Dinamarca presentan amplios sectores de alquiler social, mientras que, en el otro extremo, Alemania, por ejemplo, presenta un sector de alquiler privado que supone el 43% del total. Estas diferencias tienen su origen, en gran parte, en las intervenciones y ayudas públicas aplicadas históricamente a estos sectores; en Alemania las ayudas estuvieron dirigidas hacia la inversión siendo neutrales con respecto al régimen de ocupación, mientras que en el RU y Holanda favorecieron claramente el régimen de alquiler social. La intervención del sector público a través de la propiedad directa o el control indirecto del stock de viviendas ha tenido una menor importancia en los países del sur de la UE, lo que ha derivado en menores tasas de ocupación en régimen de alquiler y, en particular, de alquiler social.

A pesar de las diferencias en cuanto a la importancia de las dos categorías de ocupación en alquiler entre los distintos países puede observarse una tendencia común, la disminución en la tasa de ocupación de alquiler social.

En los últimos años en los mercados de alquiler se ha producido un proceso de desregulación¹¹ limitado generalmente a segmentos específicos tales como las viviendas de nueva construcción o aquellas más caras, permaneciendo una parte significativa de estos mercados bajo un estricto régimen de control. Los países de la UE han revisado sus políticas del mercado de alquiler, permitiendo un uso más amplio de contratos a corto plazo y de cláusulas de revisión y liberalizando los contratos nuevos con condiciones diversas. No obstante, los alquileres de los inquilinos con derechos adquiridos no suelen ser ajustados a las condiciones actuales del mercado de vivienda y los contratos a corto plazo tampoco suelen ser utilizados.

Tabla 1. Ocupación en Alquiler.

		<i>Alrededor de 1990</i>	<i>1998</i>
ALEMANIA	Alquiler social y otros	29%	17%
	Alquiler privado	43%	42%
AUSTRIA	Alquiler social y otros	29%	15%
	Alquiler privado	21%	35%
BÉLGICA	Alquiler social y otros		6%
	Alquiler privado		29%
DINAMARCA	Alquiler social y otros	30%	21%
	Alquiler privado	18%	26%
ESPAÑA	Alquiler social y otros	6%	6%
	Alquiler privado	16%	16%
FINLANDIA	Alquiler social y otros	16%	3%
	Alquiler privado	13%	29%
FRANCIA	Alquiler social y otros	26%	21%
	Alquiler privado	20%	17%
GRECIA	Alquiler social y otros		0%
	Alquiler privado		25%
HOLANDA	Alquiler social y otros	40%	36%
	Alquiler privado	15%	14%
IRLANDA	Alquiler social y otros	11%	13%
	Alquiler privado	8%	8%
ITALIA	Alquiler social y otros	12%	0%
	Alquiler privado	21%	22%
LUXEMBURGO	Alquiler social y otros		26%
	Alquiler privado		2%
PORTUGAL	Alquiler social y otros		3%
	Alquiler privado		30%
REINO UNIDO	Alquiler social y otros	26%	23%
	Alquiler privado	7%	9%
SUECIA	Alquiler social y otros	36%	22%
	Alquiler privado	21%	20%

Fuente: Oxley y Smith (1996) y Federación Hipotecaria Europea.

Por otra parte, aunque en los últimos años el precio del alquiler ha crecido más lentamente que los precios de la vivienda en la mayoría de los países de la UE¹², en muchos casos resulta más barato y fácil para las unidades familiares comprar que alquilar, debido fundamentalmente a la caída en los tipos de interés y a la reducción de las restricciones crediticias, lo que ha contribuido todavía más al descenso que se ha producido en el régimen de alquiler (Banco Central Europeo, 2003).

En cuanto a las expectativas de cambios en estos niveles de ocupación, es de esperar que en la mayoría de los países el nivel de ocupación en propiedad haya llegado a su máximo y se mantenga, aunque en algún caso pueda disminuir ligeramente¹³. Como contrapartida, se espera un cierto incremento en la tasa de ocupación en alquiler privado en algunos países de la UE, debido principalmente a factores como la creciente incertidumbre en el empleo y la consiguiente necesidad de movilidad laboral, la mayor duración de la educación superior, la creciente inestabilidad familiar, el incremento en el precio nominal de la vivienda, las modificaciones legislativas o las medidas fiscales de apoyo a la oferta de vivienda en alquiler tomadas en algunos países para contrarrestar los incentivos a la ocupación en propiedad.

3. EL MERCADO HIPOTECARIO EN LOS PAÍSES DE LA UE

La evolución del mercado residencial está estrechamente relacionada con los sistemas financieros ya que las transacciones en el primero suelen llevar aparejadas operaciones en los segundos¹⁴.

En este apartado profundizamos en los aspectos financieros de la adquisición de viviendas. Para ello lo estructuramos en cuatro subapartados en los que analizamos la estructura institucional y la intervención gubernamental en los mercados de crédito hipotecario, las características de los contratos e instrumentos de financiación hipotecaria, la importancia de la deuda hipotecaria y las garantías hipotecarias. En cada uno de ellos tratamos de evidenciar aquellos aspectos en los que se ha producido cierto avance en el proceso de integración hipotecaria, al tiempo que destacamos los principales obstáculos para dicha integración.

3.1. ESTRUCTURA INSTITUCIONAL E INTERVENCIÓN GUBERNAMENTAL EN LOS MERCADOS HIPOTECARIOS DE LA UE

Desde la década de los noventa del siglo pasado se ha venido produciendo en todos los países europeos una desregulación del sistema financiero, que en ocasiones ha supuesto una integración de la financiación a la vivienda en el mercado general. La liberalización de los mercados de capitales y la eliminación de las restricciones existentes para algunas instituciones en cuanto a la financiación dirigida al sector residencial han incrementado la competencia, introduciendo una mayor flexibilidad en los productos hipotecarios.

La liberalización financiera eliminó los límites superiores en los tipos de interés, las barreras a la entrada de instituciones y capitales en los mercados de financiación a la vivienda y relajó los controles cuantitativos del crédito y las restricciones contractuales¹⁵. Al mismo tiempo parte de las causas de las restricciones crediticias han ido mejorando con el incremento

de la renta per cápita, la reducción de los tipos de interés y la disminución de rentabilidad de inversiones alternativas, lo que ha permitido a los sistemas financieros aportar los flujos necesarios a los mercados residenciales.

Hemos de destacar que a pesar de la liberalización financiera, los distintos tipos de instituciones que intermedian en este mercado están sometidas a regulaciones muy dispares y en ocasiones, se ven expuestas a una intervención directa de los Estados e incluso a limitaciones de tipo operativo.

En general, las instituciones hipotecarias públicas han ido reduciendo su actividad, produciéndose en muchos países cierta tendencia hacia la privatización, por ejemplo, mediante el cambio en la propiedad de algunas instituciones. En países como Francia, Alemania y, particularmente, Austria, existe un subsistema especial de financiación a la vivienda vinculado a la asistencia -o garantía- del gobierno; en otros como el RU o España se tiende a utilizar un sistema de financiación abierto, no específico para vivienda y dominado por la banca al por menor.

En cuanto a las políticas fiscales y los subsidios a la vivienda han tendido tradicionalmente a favorecer la tenencia en propiedad más que la destinada al alquiler. Se han producido importantes reformas de estas políticas durante la pasada década, muchos países que han utilizado subsidios en los tipos de interés para fomentar la inversión en vivienda han reducido su extensión, bien escalonándolos o limitándolos a destinos particulares de inversión -rehabilitación, zonas de regeneración urbana o vivienda de alquiler social- o han restringido o eliminado las exenciones fiscales. Algunos países han limitado y vinculado las exenciones fiscales, la deducción de intereses o garantías estatales a los préstamos a la vivienda ocupada en propiedad, especialmente para las unidades familiares de renta baja.

El tratamiento fiscal y los subsidios más favorables del régimen de tenencia en propiedad sobre el alquiler deberían ser reconsiderados, sobre todo en aquellos países con porcentajes muy bajos de viviendas en régimen de alquiler, de manera que no obstaculicen la necesaria flexibilidad del mercado de trabajo en la UEM.

El Banco Central Europeo (2003) ha realizado un cálculo del coste total del gasto público en políticas de financiación a la vivienda, donde incluye aspectos como las políticas de apoyo para la vivienda pública y las deducciones fiscales y de tipos de interés. La tendencia es a un estancamiento del gasto y, en países como España, Finlandia o Suecia que, por este orden, ocupaban los primeros lugares en gasto público en políticas de financiación a la vivienda sobre PIB en el año 90, se observa un decrecimiento.

Como hemos señalado anteriormente, la intervención gubernamental en los mercados hipotecarios europeos todavía ejerce un papel fundamental en las características del sector residencial y distorsiona de forma significativa el funcionamiento del mercado hipotecario. Low *et al.* (2003) clasifican la intervención del gobierno en los mercados hipotecarios de los distintos países de la UE según su participación en la financiación de los prestamistas, al proporcionar ventajas a unos mecanismos de financiación sobre otros, y de los préstamos, tanto en forma de garantías como a través de beneficios fiscales o subsidios. En Alemania, Francia y Portugal la intervención gubernamental es alta debido a

la intervención directa en el mercado hipotecario. En otros países como España, RU e Italia la intervención directa del gobierno es relativamente baja. En España, por ejemplo, la intervención directa del gobierno es baja, pero la intervención indirecta a través de normativa es alta comparada con el resto de países de la UE.

3.2. CARACTERÍSTICAS DE LOS CONTRATOS HIPOTECARIOS E INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN

El proceso de liberalización del mercado hipotecario ha incrementado de manera importante la variedad en los contratos hipotecarios disponibles en el mercado. No se ha producido una convergencia hacia un contrato “tipo” que unifique las condiciones y, por tanto, los efectos entre las unidades familiares de cambios en las variables fundamentales que condicionan la actividad hipotecaria. Es más, pese al proceso de integración señalado en el apartado anterior, los mercados hipotecarios continúan reflejando diferencias en la regulación fruto de períodos anteriores.

En el Anexo se muestran las características fundamentales de los préstamos hipotecarios disponibles en los países de la UE¹⁶. Podemos observar una gran diversidad que sin embargo, ha ido disminuyendo en los últimos años. En algunos países la legislación existente prohibió la utilización de ciertos tipos de préstamos hipotecarios que constituían la base de los sistemas de financiación de otros. Por ejemplo, aquéllos que favorecieron la utilización de préstamos a tipo de interés fijo a menudo limitaron la utilización de hipotecas a tipo variable y la vinculación a contratos de seguro -entre ellos el *endowment*¹⁷-, regulándolos de forma diferente o incluso no autorizándolos.

En cuanto al desembolso inicial, las diferencias son importantes. Los desembolsos iniciales bajos parecen estar asociados a los bancos hipotecarios y a préstamos con vencimientos a largo plazo; por el contrario, los mayores desembolsos se asocian con vencimientos más cortos y con la banca al por menor. En los sistemas más desregulados, como por ejemplo en el RU, los desembolsos iniciales son bajos y la vinculación a contratos de seguros se ha convertido en un aspecto muy importante del mercado hipotecario.

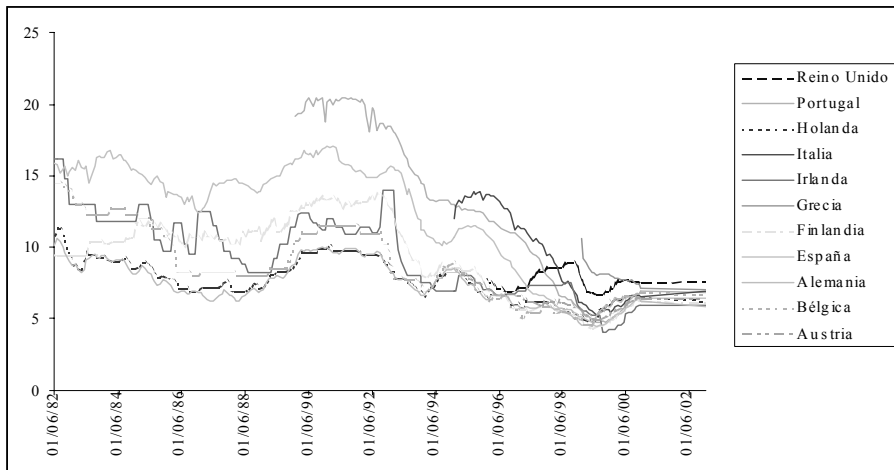
La limitada evidencia disponible sugiere que las ratios préstamo/valor del activo han crecido en la mayoría de los países en los últimos años, posiblemente como resultado de la mayor disponibilidad de productos hipotecarios, lo que permite a las unidades familiares un mejor acoplamiento de su renta a los mismos, facilitando su acceso al crédito hipotecario. No obstante, la mayoría de los países de la UE tienen vigente algún mecanismo que hace costoso tanto para el prestatario como para el prestamista acordar ratios por encima del 75-80%¹⁸.

La duración media de los contratos de préstamo hipotecario se ha ido ampliando en la mayoría de los países. En cuanto a las restricciones legales y reguladoras sobre las comisiones por devolución anticipada difieren sustancialmente entre países.

Respecto a los tipos de interés hipotecarios, resulta complicado realizar una comparación entre los países de la UE debido a las diferentes modalidades y combinaciones entre ellas autorizadas, constatándose grandes diferencias en el porcentaje de contratos a tipo

de interés fijo, variable o mixto utilizados en cada país. El Gráfico 2 muestra la evolución de los niveles nominales¹⁹ de tipos de interés hipotecarios en los distintos países de la UE. Como se puede observar éstos aumentaron a finales de la década de los 80 alcanzando un máximo en 1990, momento a partir del cual se inició un descenso generalizado acompañado de una convergencia en los niveles. Durante el año 2000 se experimentó un ligero repunte, controlado en los siguientes años e incluso con ligeros descensos. Esta evolución ha sido consecuencia de los criterios aprobados en Maastricht y posteriormente de la política monetaria única.

Figura 2. Tipos de interés nominales hipotecarios en la UE



Fuente: European Central Bank (2003).

El acceso al mercado de crédito hipotecario ha estado tradicionalmente restringido a aquellos demandantes cuyas características económicas, ingresos y estabilidad laboral, les permitían superar los requisitos exigidos por las entidades financieras. La Tabla 2 muestra la disponibilidad de hipotecas en los distintos países por tipo de prestatario y objetivo hipotecario, recogiendo aquellas situaciones o escenarios con un mayor nivel de riesgo. Se puede observar que el RU ofrece prácticamente disponibilidad total para aquellos productos hipotecarios con alto riesgo, a diferencia de lo que ocurre en otros países donde todavía persisten lagunas importantes.

Según Low *et al.* (2003) existen indicios de que los vacíos en determinados productos se van a ir cubriendo progresivamente en un horizonte entre 5 y 10 años, lo que llevaría a una expansión del mercado y a un aumento de las ventajas para el consumidor. Por ejemplo, se incrementará la oferta de préstamos de alto riesgo, también es de esperar que comiencen a estar ampliamente disponibles productos similares pero con períodos de carencia. El incremento en la utilización de instrumentos de los mercados de capitales como financiación del negocio hipotecario llevará a incrementar la oferta de productos a tipos fijos a largo plazo. La eliminación de los subsidios al alquiler y la deducción de intereses en algunos países puede también llevar a una mayor variedad de productos disponibles.

Tabla 2. Tipos de prestatarios y objetivos hipotecarios

	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda	Portugal	España	RU
Prestatario								
Familia joven < 30	■	▣	■	▣	▣	■	■	■
Familia mayor > 50	■	▣	▣	▣	■	▣	▣	■
Patrimonio escaso	□	■	▣	□	▣	▣	▣	■
Certificación propia de ingresos	□	□	□	□	▣	□	▣	▣
Insolvencia previa	▣	□	□	□	□	□	□	▣
Morosidad	▣	▣	□	▣	▣	□	▣	■
Autónomo	■	▣	■	■	▣	■	■	■
Apoyo gubernamental	▣	■	▣	▣	▣	■	▣	▣
Objetivo								
Segunda hipoteca	■	▣	■	■	■	■	■	■
Viviendas para ocio en el extranjero	■	■	▣	■	▣	□	□	■
Alquiler	■	■	■	■	■	■	■	■
Hipotecas reversibles	■	□	▣	■	■	□	▣	■
Propiedad compartida	■	▣	▣	▣	▣	■	□	■
Clave ■ Disponibilidad total ▣ Disponibilidad limitada □ No disponibilidad								

Fuente: Low *et al.* (2003).

Además de la convergencia formal de los productos hipotecarios, es importante que los clientes y las instituciones financieras en cada país disfruten de oportunidades similares y sean capaces de beneficiarse de cualquier ventaja comparativa, de forma que puedan obtener financiación para vivienda en condiciones similares para niveles de riesgo semejantes. Este aspecto se ha visto especialmente potenciado por la introducción del Euro, que facilita la comparación de las distintas ofertas, y por la aprobación, por las autoridades de la UEM, del Código de Conducta Voluntario²⁰, que todavía no es aplicado en la práctica común, fundamentalmente por las dificultades con las que se encuentran las distintas instituciones como consecuencia de las diferencias legales en el mercado de la propiedad.

La diversidad de prestamistas existentes en los mercados hipotecarios de la UE ofrece a su vez una gran variedad de productos hipotecarios, cuyas características dependen en gran medida de las fuentes de financiación utilizadas y del marco regulador propio de cada país. Por ejemplo, en muchos países los bancos hipotecarios ofrecen préstamos a tipos fijos, debido a que su financiación proviene básicamente de la emisión de bonos hipotecarios (Dinamarca, Alemania). En los mercados que se financian principalmente vía depósitos, en general, las estructuras de reembolso y los tipos de interés son más flexibles (España, RU). Por ejemplo las *Building Societies*²¹ ofrecen principalmente productos a tipos variables o préstamos a tipos fijos a corto plazo, ya que los depósitos son su principal fuente de financiación.

En general, los instrumentos de financiación de los préstamos hipotecarios más frecuentemente empleados son los depósitos bancarios y los préstamos obtenidos de otras instituciones financieras y, aunque de forma más limitada, el recurso al mercado de capitales a través de la emisión de bonos hipotecarios²² y bonos de titulización²³ (Tabla 3).

Tabla 3. Métodos de financiación de préstamos hipotecarios por países (2001)

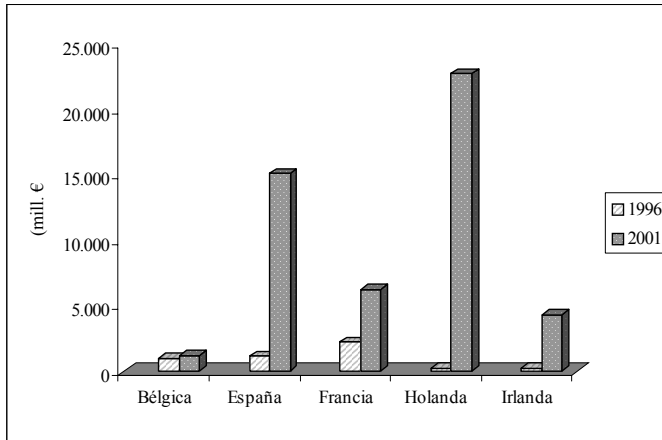
	<i>Saldo vivo préstamos hipotecarios residenciales</i> (bn €)	<i>Recursos propios</i>	<i>Financiación especializada</i>		<i>Instrumentos de financiación generales</i>	
			<i>Bonos hipotecarios</i>	<i>Bonos de titulización</i>	<i>Depósitos al por menor</i>	<i>Otros</i>
Alemania	1.054	4 - 8 %	26 %	0 %	70 %	
España	197		4,67 %	5,10 %	82 - 86 %	
Grecia	16				casi 100 %	
Holanda	339	4 - 8 %	0,3 %	6,7%	75-71 % (estimado)	14 % (estimado)
Irlanda	38	n. d.	0 %	11 %		
Italia	124			7 mill. €		
Portugal	57	11,6 %	n. d.	n. d.	44 %	9,8 %
RU	945	no		4 %	75 %	25 %
Suecia	123		53 %	2%	12 - 33 %	

Fuente: Federación Hipotecaria Europea (2002).

La creciente demanda de préstamos hipotecarios registrada en Europa junto al escaso crecimiento de los depósitos despertó el interés por los mercados de capitales como fuente de financiación. La refinanciación de los fondos prestados es uno de los mayores retos en la actualidad, lo que ha llevado a los distintos países a aprobar un conjunto de regulaciones para tratar de potenciar y mejorar el atractivo tanto de las emisiones de bonos hipotecarios como de bonos de titulización.

Diferentes países de la UE han introducido leyes para facilitar la titulización de los préstamos hipotecarios, sin embargo esta técnica no se ha convertido, por el momento, en un instrumento predominante para la financiación de los préstamos hipotecarios en Europa. Solamente seis países habían utilizado este tipo de instrumentos financieros en 2001, destacando Holanda, España, Francia y RU²⁴, aumentado considerablemente su volumen en los últimos años como se puede observar en el Gráfico 3.

Figura 3. Saldo vivo de MBS en la UE.

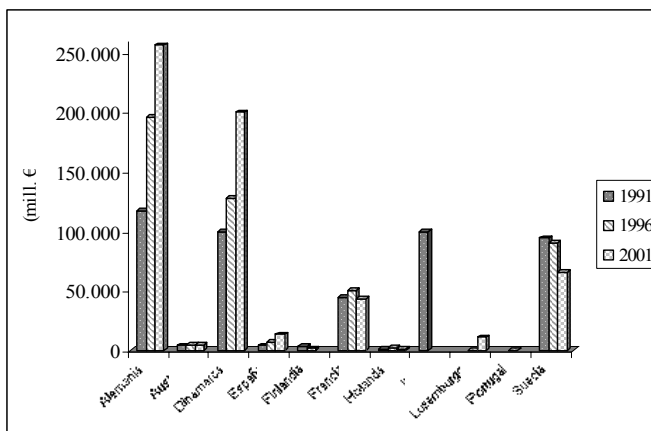


Fuente: Federación Hipotecaria Europea (2002).

En cuanto a las emisiones de bonos hipotecarios hay que señalar su importancia, a finales de 2001 representaban el 16% de la financiación de los préstamos hipotecarios existentes en Europa. Tres países concentran el 84% de todo el mercado de bonos hipotecarios, Alemania con los *Hypotheken Pfandbrief* representa el 41% (255.873 millones de Euros), seguida de Dinamarca con el 32% y Suecia el 11%, el resto del mercado de bonos se reparte entre los países que aparecen recogidos en el Gráfico 4²⁵.

Es de esperar que se potencien los mercados de bonos hipotecarios en Europa ya que varios países, como Francia, Luxemburgo y Finlandia, han tomado medidas para impulsar este instrumento de financiación. Low *et al.* (2003) afirman que las emisiones de MBS y bonos hipotecarios seguirán aumentando por la necesidad de diversificar las fuentes de financiación, la reducción del volumen de depósitos, los altos costes de fuentes de financiación alternativas y la transferencia del riesgo a terceros- por ejemplo a los inversores- que suponen estos instrumentos financieros.

Figura 4. Saldo Vivo de Bonos Hipotecarios en la UE.



Fuente: Federación Hipotecaria Europea (2002).

El incremento generalizado en el recurso a los mercados de capitales como fuente de financiación contribuirá a homogeneizar las características de los productos que configuran la oferta hipotecaria, y en esta tarea colaborará especialmente la titulización hipotecaria, con la consiguiente emisión de MBS. La extensión del proceso de titulización necesita de una importante estandarización en la oferta de productos, criterios de aseguramiento y otros temas, que además de dinamizar el mercado secundario hipotecario aportando financiación, potenciará el proceso de homogeneización de instrumentos y de tratamiento de la información.

Existe una restricción al crecimiento en estos mercados que es su falta de liquidez (particularmente los mercados de MBS) originando costes de financiación relativamente altos con respecto a la financiación vía depósitos. Muchos prestamistas confían en que se produzcan beneficios derivados de incrementar la liquidez en estos mercados mediante la armonización de los estándares en la UE o el desarrollo de un mercado de bonos hipotecarios europeo²⁶.

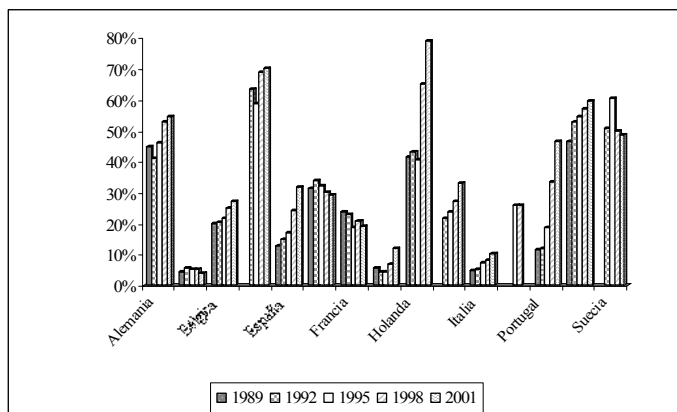
3.3. DEUDA HIPOTECARIA

Una cuestión importante relacionada con la estructura de tenencia de vivienda es si el aumento en la variedad de instituciones financieras, y por tanto en la disponibilidad de fondos, llevará a modificaciones en los niveles de ocupación en propiedad. En este sentido, observamos que en 10 de los 15 países de la UE el recurso al crédito hipotecario residencial ha aumentado en los últimos años por encima del incremento experimentado en su PIB (Gráfico 5).

En general se han incrementado extraordinariamente los flujos de financiación dirigidos al sector de vivienda²⁷. El peso que esta deuda hipotecaria tiene sobre el PIB supone una proporción elevada en todos los países, lo que acentúa la relevancia de este mercado dentro de las economías europeas, especialmente en los casos en que esta proporción supera o se aproxima al 50 por ciento, como en Dinamarca, Alemania, Holanda, Portugal, RU y Suecia.

Los flujos de capital que el sistema financiero destina al sector residencial deberían ser superiores en aquellos mercados con altas tasas de ocupación en propiedad. Resulta sorprendente que una parte importante de los países con mayor ocupación en propiedad sean, también, los que tienen menor peso del endeudamiento hipotecario sobre su PIB, como en el caso de España, Grecia, Irlanda, Italia y Luxemburgo, lo que pone de manifiesto diferencias relevantes en las características de los sistemas de financiación y de los mercados de vivienda.

Figura 5. Evolución del saldo vivo de préstamo hipotecario sobre el PIB



* Saldo vivo de préstamo comercial y residencial.

Fuente: Federación Hipotecaria Europea.

La evidencia empírica no permite generalizar que aumentos en la competencia entre las instituciones financieras deriven en incrementos en los niveles de ocupación en propiedad existentes y es que en este punto los aspectos culturales son determinantes. En los países de la cuenca Mediterránea e Irlanda, el elevado porcentaje de ocupación en propiedad se explica principalmente por factores de tipo social y cultural: herencias, donaciones, confianza en la inversión inmobiliaria, etc.

Alemania, por ejemplo, es el país analizado con menor proporción de ocupación en propiedad, sin embargo tiene el mayor mercado europeo de financiación a la vivienda y una de las ratios deuda hipotecaria sobre PIB más altas. Taltavull (2003, p. 62) indica que esta incoherencia aparente puede ser debida a que el sector residencial en propiedad está siendo desarrollado fuera de sus fronteras y se financia en el mercado nacional, o bien a la dificultad al acceso a la propiedad en el país como consecuencia de la revalorización residencial.

En el otro extremo estarían España o Irlanda, con altas tasas de ocupación en propiedad y bajas ratios deuda hipotecaria sobre PIB. Una explicación de este fenómeno sería, por un lado, el menor esfuerzo en términos de endeudamiento que han de realizar las familias ya que dada su mayor tenencia en propiedad utilizan el valor de la vivienda que poseen para reducir el endeudamiento hipotecario de la nueva unidad y, por otro, la llegada de capitales al sector residencial como alternativa de inversión.

3.4. GARANTÍA HIPOTECARIA

Otro de los factores relevantes para la consecución de la convergencia en el ámbito de las operaciones hipotecarias, es el sistema legal que regula la ejecución de los contratos.

En los regímenes más tradicionales, donde predominan los circuitos especiales de financiación a la vivienda, el problema de la morosidad y la ejecución legal de los contratos ha llevado principalmente a rechazar aquellas solicitudes de crédito con niveles de riesgo próximos al límite admitido. En estos países, en un entorno económico que propicie la aparición frecuente de situaciones de morosidad e impago -recesión en los mercados de vivienda, cambios en los tipos de interés o circunstancias económicas individuales- se desarrollan esquemas especiales dirigidos por el gobierno que permiten reestructurar y reducir la deuda.

En los sistemas más orientados hacia el mercado como es el caso del RU, hay leyes generales sobre insolvencia y embargo que se aplican a la vivienda de igual forma que a otros tipos de activos.

A pesar de las destacadas diferencias tanto en la percepción de la situación de morosidad como en las actuaciones derivadas, la vivienda tiene una consideración especial en todos los países ya que el procedimiento de embargo de una vivienda es visto como un problema social y que supone un coste muy elevado, por tanto existe una convicción generalizada, tanto desde el punto de vista del prestatario como del prestamista, de tratar de evitar este tipo de situaciones. Quizá por esta razón la reestructuración de la deuda es con mucho la práctica más usual. En algunos países esta actuación se fomenta desde las propias instituciones financieras ya que los poderes ejecutivos formales no son aplicados por los juzgados y, por tanto, es casi imposible hacer efectiva la garantía. En otros países la reestructuración de la deuda es más una decisión de tipo económico fundamentada en los costes asociados a las diferentes posibilidades de actuación.

La Federación Hipotecaria Europea ha publicado en 2002 un exhaustivo estudio sobre la eficacia de la garantía hipotecaria en la UE en el que señala que, en general, todos los sistemas nacionales parecen seguros y eficaces, lo que no significa que no haya aspectos susceptibles de mejora. Una simplificación general aumentaría claramente la rapidez de los procedimientos. Más concretamente podrían mejorarse algunos ámbitos normativos específicos, por ejemplo, la transferibilidad de la hipoteca, la gestión a escala nacional de los registros inmobiliarios e hipotecarios nacionales, así como la informatización de dichos registros²⁸, lo que aumentaría en gran medida su accesibilidad transfronteriza. También deberían suprimirse de los sistemas nacionales las preferencias y las hipotecas ocultas, que constituyen un importante factor de inseguridad.

Los resultados del estudio muestran que, en realidad, los principios que subyacen a las normativas nacionales son, en general, muy similares, y que las diferencias surgen en la aplicación práctica: plazos, niveles de costes, autoridades competentes, etc. Esto es algo muy positivo, pues supone que las entidades de crédito transfronterizas no han de hacer frente a sistemas totalmente diferentes y desconocidos, sino que pueden operar en un entorno similar en toda la UE.

Un aspecto importante resaltado por el estudio es que los posibles problemas del crédito transfronterizo entre los Estados miembros no están relacionados con la constitución de la hipoteca en el marco de las distintas normativas nacionales, sino con la insuficiente transparencia de los sistemas de registro y con algunas incertidumbres relacionadas con el procedimiento de ejecución.

4. CONCLUSIONES

El proceso de integración europea, aunque no directamente, está teniendo consecuencias importantes en el sector residencial. La liberalización y el cambio en la financiación a la vivienda se han visto especialmente impulsados por presiones derivadas del proceso de globalización; pero lo cierto es que en el nivel actual de integración en el que se encuentran los Estados miembros, todavía persiste una gran diversidad en los sistemas de financiación a la vivienda, con unos ciclos de inversión y precios y unos flujos financieros y de endeudamiento asociados que difieren sustancialmente entre ellos. No obstante, comienzan a apreciarse ciertas muestras de acercamiento.

Se ha experimentado en las últimas décadas un incremento en la tasa de ocupación en propiedad y, como contrapartida, el porcentaje de viviendas en alquiler ha ido disminuyendo, persistiendo todavía dos grandes grupos de países con proporciones muy dispares. No obstante, se espera que en la mayoría de los países el nivel de ocupación en propiedad haya llegado a su máximo y se produzca un incremento en la tasa de ocupación en régimen de alquiler privado.

Parece que se está produciendo en los países de la UE una integración de la financiación a la vivienda en los mercados financieros generales y una cierta tendencia a la privatización en el mercado hipotecario. Hay que destacar la convergencia que se ha producido en los tipos de interés nominales hipotecarios en los países de la UE con un fuerte descenso, lo que sin duda ha influido en el incremento de los flujos de financiación dirigidos al sector residencial y en los niveles de endeudamiento que se han producido en la última década; presentando, sorprendentemente, tasas más elevadas aquellos países con menores porcentajes de ocupación en

propiedad. A esto, habría que añadir, en general, la restricción o eliminación de los beneficios fiscales o subsidios aplicables a la vivienda, persistiendo éstos para algunos tipos de productos.

En cuanto a las fuentes de financiación utilizadas en el sector están experimentando cambios. En el régimen privado, el incremento en el recurso al mercado de capitales, a través de la emisión de bonos hipotecarios y bonos de titulización, contribuirá a homogeneizar las características de los diferentes productos hipotecarios ofertados por la gran variedad de instituciones financieras existentes y a mejorar la eficacia de los mercados hipotecarios. La creación de un mercado secundario de deuda hipotecaria más profundo y con más liquidez reduciría sin duda los costes de la financiación vía mercado de capitales.

En cuanto a los productos hipotecarios disponibles en el mercado más que converger se aprecia una mayor variedad en los mismos. La competencia entre las entidades financieras para aumentar su cuota en el mercado hipotecario les ha llevado a modificaciones en las condiciones de los préstamos y es de esperar una mayor flexibilización de las mismas en un futuro. Estas mejoras en las condiciones de financiación a la vivienda, con posibilidades de acceso a préstamos con garantía hipotecaria con una mayor duración, de alto riesgo, con menores desembolsos iniciales, el incremento de la proporción de crédito sobre el valor de la vivienda y, en especial, la bajada de tipos de interés, son sin duda los principales factores explicativos de la rápida expansión del endeudamiento de los hogares de los diferentes países de la UE que, no obstante, difiere sustancialmente entre los mismos. Habría que añadir el riesgo adicional que supone la gran rapidez con la que se ha venido produciendo el crecimiento de este endeudamiento en los últimos años y el hecho de que en algunos países de la UE, por ejemplo España, una parte importante de los préstamos se realizan a tipo variable, con los problemas que podría acarrear una fase duradera de recesión económica y/o un incremento significativo de los tipos de interés.

Estas diferencias en los productos son debidas a factores como la intervención gubernamental que todavía ejerce un papel fundamental en algunos países considerados “centrales” en la UE, tanto en los instrumentos de financiación de los prestamistas como en los préstamos, los subsidios y beneficios fiscales para algunos productos y la regulación legal que afecta tanto a las entidades de crédito en general como al registro y la ejecución hipotecaria, que a pesar de sus muestras de convergencia, todavía presentan notables diferencias entre países. Para explicar la existencia de sistemas de financiación heterogéneos, habría que añadir a lo anterior las preferencias de los consumidores, entre las que todavía tienen especial incidencia aspectos culturales y sociales vinculados a las diferentes estructuras de tenencia de vivienda entre los países.

Un claro ejemplo de heterogeneidad en los mercados residenciales e hipotecarios lo tenemos en nuestro país, que en el contexto de la UE figura destacado en algunos de los indicadores más importantes del mercado de vivienda que hemos analizado, por la gran importancia del sector de la construcción o la inversión residencial en la economía, el nivel de ocupación en propiedad y de los préstamos a tipo variable, sus bajos tipos de interés hipotecarios, el nivel elevado de subsidios y desgravaciones públicas para la adquisición de vivienda o la importancia del mercado de capitales en la financiación del crédito hipotecario.

El incremento de la convergencia en términos de instrumentos e instituciones financieras debe ser superado con políticas, tanto a escala nacional como europea, que permitan el logro de una mayor integración y superar los obstáculos existentes.

La Comisión Europea está tratando de potenciar los beneficios de un mercado único, la introducción del Euro ha alentado las expectativas, y la financiación a la vivienda resulta un área atractiva para apurar el proceso de convergencia y demostrar los beneficios de un mercado único de servicios financieros. No obstante, no podemos olvidar la dificultad de acometer este tipo de políticas debido a las importantes diferencias que todavía persisten en el mercado residencial de los distintos países de la UE, lo que unido a la importancia del mercado hipotecario en la transmisión de la política monetaria y la economía en su conjunto puede tener consecuencias negativas para algunos de los Estados miembros.

BIBLIOGRAFIA

- BALL, M. Y GRILLI, M. (1997): *Housing Markets and Economic Convergence in The European Union*, South Bank University London y The Royal Institution of Chartered Surveyors.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2003): *Structural Factors in the EU Housing Markets*, marzo, en <http://www.ecb.int>.
- CARBÓ VALVERDE, S., LÓPEZ DEL PASO, R. Y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2003): "Política monetaria, crédito bancario y mercado inmobiliario", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 78, pp. 101-112.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1988): *European economy: The economies of 1992*, núm. 35, Marzo, Bruselas: Commission of the European Communities.
- DOLING, J. (1999): "Trends in European Home Ownership", *Jornadas: Problemas de Acceso al Mercado de la Vivienda en la Unión Europea*, diciembre, Universidad de Valencia.
- FEDERACIÓN HIPOTECARIA EUROPEA (1999): *HYPOSTAT, 1988-1998*, Bruselas.
- FEDERACIÓN HIPOTECARIA EUROPEA (2002): *Efficiency of Mortgage Collateral in the European Union*, Bruselas.
- GARCÍA-MONTALVO, J. (2003): "La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias", *Perspectivas del sistema financiero*, nº 78, pp. 1-43.
- HEINEMANN, F. Y JOPP, M. (2002): *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services, report to European Financial Services Round Table*.
- HOUSE OF LORDS, SELECT COMMITTEE ON THE EUROPEAN COMMUNITIES [1985]: *A Common Market in Mortgage Credit*, HL 177, London: HMSO.
- KLEINMAN, M., MATZNETTER, W. Y STEPHENS, M. (1998): *European Integration and Housing Policy*, The Royal Institution of Chartered Surveyors, Routledge, London y New York.
- KLESTA, E. [2003]: "Experience in Cross-Border Residential Mortgage Lending in the EU: Examples from Portugal and Greece", *Housing Finance International*, Vol. XVIII, núm. 2, December: 15-20.
- LOW, S., SEBAG-MONTEFIORE, M. Y DÜBEL, A. (2003): *Study on the financial integration of European Mortgage Markets*, Mercer Oliver Wyman, report to European Mortgage Federation, October.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. Y MATEA ROSA, M^a. (2003): "Precios de la vivienda en España: evolución y factores explicativos", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 78, pp. 77-100.
- OXLEY, M. Y SMITH, J. (1996): *Housing Policy and Rented Housing in Europe*, E & FN Spon, London.
- PRIEMUS, H. (1994): "Housing Markets, Housing Policies and Housing Finance in an Integrating Europe", *Housing Finance International*, vol Jun., pp. 22-32.
- PRIEMUS, H. (1999): "Towards a European Housing Policy", *Jornadas: Problemas de Acceso al Mercado de la Vivienda en la Unión Europea*, Universidad de Valencia, 2-3 diciembre.
- TALTAVULL, P. (2003): "La financiación de la vivienda en Europa", *Perspectivas del sistema financiero*, nº 78, pp. 45-69.
- WHITEHEAD, C. M. E. (1996): "Trends in the Provision of Housing Finance in Sixteen Countries", *European Mortgage Review*, 3, July, pp. 18-22.
- WHITEHEAD, C. (1998): "Are housing finance systems converging within the European Union?"; en KLEINMAN, M., MATZNETTER, W. Y STEPHENS, M. (1998): *European Integration and Housing Policy*, The Royal Institution of Chartered Surveyors, Routledge, London y New York, pp. 19-31.

ANEXO

Características de los Préstamos Hipotecarios

	Tipos de interés ⁽¹⁾	Madurez (años)	Restricciones sobre las comisiones por devolución anticipada	Ratio préstamo/valor	Limitaciones legales sobre la ratio préstamo/valor
Alemania	M y F	< 30	El prestamista puede solicitar compensación por ganancias no percibidas en los 10 primeros años	70%	60% para préstamos respaldados por bonos hipotecarios
Austria				60%	80% o 100% si no hay garantía
Bélgica	F(75%) M(19%) V(6%)	20	Máximo interés de tres meses sobre la suma restante	80-85 %	No
Dinamarca	F(75%) M 10%) V(15%)	30	Ninguna	80%	80%
España	V (más del 75%)	15-25	Máximo 1% y 2,5% de comisión de cancelación para hipoteca a tipo variable y fijo	80%	80% para estar respaldado por bonos hipotecarios
Finlandia	F (2%) M (97%) V(1%)	15-20	No. Para los préstamos a tipo fijo, el consumidor debe compensar al acreedor por el tipo de interés diferencial entre el préstamo y el tipo de interés corriente del mercado	75 –80%	No
Francia	F/M/Otro (86%) V(14%) ⁽²⁾	> 5	Comisiones limitadas al interés de 6 meses y al 3% del capital que falta aún por devolver		60% para ser admisible para el mercado hipotecario
Grecia	F (5%) M (15%) V(80%)	15-20	Ninguna restricción. Usualmente, la comisión es el 2,5% del préstamo restante	70-80%	Ninguna
Holanda	F(74%) M(19%) V(7%)	10	Ninguna	112%	Ninguna
Irlanda	V(70%) M			60-70%	Ninguna
Italia	F (28%)	10-25	No	n. d.	80% (100% si hay otras garantías)
Luxemburgo	V (90%)	20-25	Ninguna	80%	Ninguna
Portugal	V	25-30 ⁽³⁾	No puede excederse el 1% de la suma amortizada en los regimenes subsidiados.	70-80%	No
RU	V(72%) M(28%)	20-25		70%	
Suecia	F(38%) M(24%) V(38%)		No	80-90%	Ninguno

(1) Fijo (F): tipo de interés fijo durante más de cinco años o hasta el vencimiento final; Mixto (M): tipo de interés fijo durante más de un año y hasta cinco años; Variable (V): después de un año, tipo de interés renegociable o vinculado a los tipos de mercado o ajustado a discreción del prestamista; (O): otro.

(2) V: tipo de interés vinculado a los tipos de mercado solamente (no se incluyen otros tipos de interés renegociables). Flujos de nuevos préstamos hipotecarios otorgados por instituciones internas de crédito en 2001.

(3) Se refiere al período hasta 2001. Con la abolición de las restricciones legales sobre la duración máxima, la duración habitual puede haberse incrementado.

Fuente: Adaptado de Banco Central Europeo (2003, p. 50).

NOTAS

¹ Para un análisis en profundidad sobre los canales o factores a través de los cuales el proceso de integración económica y política general, y la UEM en particular, influyen sobre las políticas nacionales de vivienda véase Priemus (1994).

² Aunque el IPC no incluye el precio de los activos inmobiliarios, influye en ciertos productos y servicios que forman parte de la cesta de consumo, como por ejemplo los alquileres.

³ Ball y Grilli (1997) mantienen que los sistemas de vivienda incluso pueden llegar a ser una amenaza para los objetivos corrientes de los gobiernos, particularmente para la convergencia económica, eficiencia, competitividad y estabilidad. Uno de los principales hallazgos de este estudio es que los sistemas de provisión de vivienda europeos reaccionan de forma diferente ante cambios en la economía. Por lo tanto, la distinción entre los diversos sistemas de vivienda presenta una importancia clave para el desarrollo de las políticas de vivienda.

⁴ España y Finlandia son los únicos donde este sector supera de media el 7 por ciento del VAB total. En el otro extremo, Holanda, Francia y Noruega no llegan al 5 por ciento. El resto, Alemania, Dinamarca, Bélgica, Italia, Reino Unido y Suecia, se sitúan entre ambos valores, ordenados de menor a mayor proporción.

⁵ Ordenados de mayor a menor proporción.

⁶ España, Irlanda, Holanda y Reino Unido han experimentado en los últimos años (1995-2002) tasas de crecimiento superiores al 10%. Los últimos datos muestran una clara desaceleración para Holanda e Irlanda, pero no así para España y Reino Unido donde las tasas de crecimiento siguen siendo superiores al 10%.

⁷ Considerando como tales cambios ininterrumpidos de al menos un 10%.

⁸ Este estudio destaca la existencia de correlación entre los precios reales de la vivienda en cada país y la medida ponderada en el resto de la zona euro y de la UE, a pesar del carácter local de los mercados de vivienda. Esta sincronización vendría explicada porque los mercados de vivienda de algunos países se han visto influenciados por una evolución similar de factores macroeconómicos como el crecimiento de la renta y los tipos de interés.

⁹ Puede verse en Taltavull (2003) un análisis de los efectos macroeconómicos de los mercados de vivienda y su vinculación con la financiación de la vivienda.

¹⁰ Según datos del Banco Central Europeo (2003) España ha pasado de un 21 por ciento de viviendas en alquiler en 1980 a un 10 por ciento en el año 2000.

¹¹ Véase por ejemplo en Banco Central Europeo (2003) la cronología de las principales reformas de las regulaciones del alquiler desde 1980 en los países de la UE.

¹² La evolución de los alquileres está muy influenciada por cambios en la regulación. Peculiaridades como la existencia de contratos plurianuales sujetos a renovaciones actualizadas en función de los índices de precios al consumo hacen que la ratio alquiler/precio de la vivienda disminuya en períodos de auge inmobiliario como el actual (Martínez y Matea, 2003).

¹³ Doling (1999) afirma que a la segunda mitad del siglo XX se le podría denominar la "era de la ocupación en propiedad".

¹⁴ Taltavull (2003, p. 45) señala que la estrecha relación entre ambos mercados genera una dependencia entre ambos que actúa "como transmisor de los *shocks* financieros al mercado de viviendas y viceversa".

¹⁵ Puede verse en Banco Central Europeo (2003, anexo 1), las principales medidas políticas que afectaron al mercado hipotecario en los países de la UE.

¹⁶ La comparación entre los diferentes productos hipotecarios europeos debe hacerse con mucha cautela debido a que están sometidos a diferentes normativas.

¹⁷ En el *endowment* el prestatario abona a la entidad crediticia los intereses del capital, que no se amortiza hasta el vencimiento de la operación, suscribiendo el prestatario con una compañía de seguros de vida la constitución del capital del préstamo en el plazo del mismo, ligado a un seguro de vida por dicho importe.

¹⁸ Por encima de estos porcentajes se restringe el uso de bonos con respaldo hipotecario y se pueden exigir garantías adicionales al prestamista.

¹⁹ Representamos la tendencia de los tipos de interés hipotecarios nominales ya que las familias se fijan en los tipos nominales cuando analizan las distintas ofertas de productos hipotecarios.

²⁰ La finalidad de este Código de Conducta Voluntario, aprobado en marzo del 2001, es armonizar en toda la UE los

datos que las entidades prestamistas deberán facilitar al cliente que desea firmar una hipoteca, favoreciendo a clientes y también a prestamistas que deseen vender sus productos de crédito en otros Estados miembros.

²¹ Las *Building Societies* son entidades de préstamo inmobiliario, presentes sólo en el RU e Irlanda, y que hasta los años ochenta dominaron el ahorro y el mercado hipotecario, ofreciendo una serie de ventajas fiscales a los ahorradores.

²² Los bonos hipotecarios son títulos de renta fija y se suele conocer de antemano el momento de su amortización, son emitidos por instituciones de crédito hipotecario y bancos y cuentan con el respaldo de ciertos activos que permanecen en el balance de la entidad emisora.

²³ Activos adquiridos por inversores asegurados por hipotecas, denominados *Mortgage Backed Securities*, en adelante MBS. La titulización consiste en convertir créditos hipotecarios en bonos, proceso mediante el cual las entidades financieras sacan de sus balances los créditos, partida sobre la que ya no tienen que provisionar, con el ahorro consiguiente. El tipo de interés suele ser variable y referenciado normalmente el euríbor y, en algunas emisiones, es posible su amortización anticipada.

²⁴ La razón para no incluir al RU en el Gráfico 3 es que no disponemos de los saldos vivos de MBS pero sí del volumen de sus emisiones. Así en 1991 ya había lanzado al mercado MBS por importe de 3.279 millones de Euros y en el año 2000, por 21.706 millones de Euros.

²⁵ Los datos recogidos en los gráficos 3 y 4 deben ser interpretados con precaución, ya que desde finales del 2001 se han producido variaciones importantes en las emisiones tanto de bonos hipotecarios como bonos de titulización. Según datos del mercado AIAF en España en abril de 2004 el importe de bonos de titulización alcanzaba los 75.725 millones de euros y el volumen de emisiones de cédulas hipotecarias 51.312 millones. Relacionando estos datos con el volumen de crédito hipotecario, 483.058 millones en febrero de 2004, más de la cuarta parte de este crédito se financia en el mercado de capitales, cuando según los últimos datos de la Federación Hipotecaria Europea, recogidos en la Tabla 4, a finales de 2001 no llegaba al 10 por ciento.

²⁶ En España el mercado AIAF de Renta Fija está estudiando la creación de un segmento especial para negociar estos activos financieros.

²⁷ El volumen de deuda hipotecaria a finales de 2001 representa el 40% del PIB en la UE, en los años 90 esta tasa estaba en torno al 30%. En términos absolutos supone duplicar la deuda de los años 90.

²⁸ Algunos países ofrecen acceso a registros públicos sobre crédito (con frecuencia controlados por el Banco Central) sólo si el prestamista tiene categoría de sucursal o incluso de filial. Por tanto constituye una barrera a la provisión de servicios transfronterizos si no se ostenta esta categoría. En Grecia, por ejemplo, la situación es más complicada, existen registros privados y para su acceso se necesita la condición de miembro del mismo (Klesta, 2003).

La Revista *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* recibió este artículo el 27 de mayo de 2004 y fue aceptado para su publicación el 13 de septiembre de 2005.