



FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

La evolución de la financiación de la vivienda desempeña un papel importante en los análisis que realiza el BCE, especialmente en el análisis de la transmisión de la política monetaria, el análisis monetario y el seguimiento de la integración de los mercados financieros. En este artículo se presenta una panorámica de los hechos más importantes que han caracterizado la evolución de la financiación de la vivienda desde 1999, en lo que se refiere tanto a los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda como a la financiación de estos préstamos por parte de las entidades de crédito. Los préstamos para vivienda registraron un fuerte crecimiento en el período 1999-2007, con el consiguiente aumento del endeudamiento de los hogares, pero este crecimiento se ha venido moderando desde el 2006 y se ha ralentizado notablemente en el 2008. Aunque los préstamos para vivienda siguen presentando características diferentes en los distintos países de la zona del euro, en la mayor parte de estos países se ha observado un incremento de la financiación de mercado, titulización incluida, en el período 1999-2007. Sin embargo, como consecuencia de las recientes turbulencias financieras, esta evolución se ha invertido, en cierta medida, a favor de una financiación más tradicional basada en los depósitos. El aumento de la carga por intereses, al que los hogares tienen que hacer frente debido a su mayor endeudamiento, tiende a reforzar la transmisión de la política monetaria, mientras que el incremento de la financiación de mercado por parte de las IFM tiende a actuar en la dirección opuesta. Finalmente, pese al proceso de desregulación y liberalización de los mercados financieros de las dos últimas décadas, que ha dado lugar a una mayor disponibilidad de instrumentos hipotecarios, las diferentes características de los préstamos hipotecarios entre los países de la zona del euro indican que existe todavía cierto margen para potenciar la integración de los mercados hipotecarios.

I INTRODUCCIÓN

El seguimiento y la valoración de la evolución de la financiación de la vivienda desempeñan un papel importante en los análisis que realizan el BCE y el Euro-sistema. Ello se debe a que la financiación de la compra de una casa suele ser la operación financiera de mayor envergadura que un hogar acomete a lo largo de su vida, y los préstamos tomados para este fin representan, con mucho, el mayor pasivo del sector hogares¹. En la zona del euro, la mayor parte de los préstamos para vivienda son concedidos por entidades de crédito y representan, en términos agregados, cerca de un tercio del total de préstamos otorgados por las IFM². En la financiación de la vivienda, hay al menos tres áreas principales que suscitan el interés del BCE.

En primer lugar, la financiación hipotecaria contribuye directamente a la transmisión de los cambios de política monetaria al gasto agregado, a través de la inversión residencial y del consumo privado. Su importancia depende, en cierta medida, de si los intereses de los préstamos para adquisición de vivienda son fijos o variables, dado que la transmisión de la política monetaria será, en principio, más rápida en este último caso.

En segundo lugar, es importante comprender la evolución de la financiación de la vivienda para valorar la naturaleza de las tendencias monetarias, como parte de un análisis monetario general. A este respecto es relevante determinar, por ejemplo, si un fuerte crecimiento de los préstamos y del endeudamiento refleja el ciclo económico o factores estructurales, y/o si refleja factores determinantes fundamentales.

En tercer lugar, las diferencias entre países, en cuanto a condiciones de financiación hipotecaria, prácticas hipotecarias e instituciones relevantes, influyen en el nivel de integración del sistema financiero de la zona del euro. Desde el punto de vista de la política monetaria, una mayor integración de los mercados de financiación de la vivienda, tanto en lo que refiere a las características de los préstamos para vivienda como a su financia-

1 Los datos que figuran en este artículo proceden, en gran medida, de «Housing finance in the euro area», Occasional Paper, n.º 101, 2009, BCE, elaborado por un grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC.

2 En este artículo se emplean indistintamente los términos «préstamos para vivienda» (*housing loans*), «préstamos para adquisición de vivienda» (*loans for house purchase*) e «hipotecas» (*mortgages*). Dado que el análisis objeto del presente artículo se refiere al período 1999-2008, Eslovaquia no está incluida.

ción, fomenta, en principio, la convergencia en la velocidad y la intensidad con las que la política monetaria afecta a la economía real y a los precios en las distintas economías nacionales.

Estas tres áreas de interés se han situado en el centro de la atención a raíz de la crisis inmobiliaria que se inició en Estados Unidos y que ha dado lugar a una crisis financiera mundial. La zona del euro se ha caracterizado por acusados descensos de los precios en algunos mercados de la vivienda, por desfavorables perspectivas de renta de los hogares y por crecientes dificultades de acceso de las entidades de crédito a los mercados de renta fija para financiar los préstamos hipotecarios. Todo ello ha suscitado dudas sobre la presente solidez de este canal de transmisión de la política monetaria y sobre la sostenibilidad de los actuales niveles de deuda.

El análisis y la valoración de la evolución de la financiación de la vivienda exigen un profundo conocimiento tanto de esta evolución en el tiempo como de las diferencias existentes entre los países de la zona del euro. En este artículo se describe la evolución de la financiación de la vivienda, analizando los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda y su financiación por parte de las entidades de crédito. En la segunda sección se examina la evolución del endeudamiento hipotecario y de los préstamos para adquisición de vivienda en el período transcurrido desde el inicio de la UEM (1999-2007) y sus principales características. La tercera sección se centra en la manera en que las entidades de crédito han financiado el crecimiento de los préstamos hipotecarios, y en la cuarta sección se presentan algunas conclusiones. En la medida de lo posible se analiza también la evolución de la financiación de la vivienda después del 2007.

2 EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA Y FACTORES SUBYACENTES

Los préstamos concedidos a hogares en los países de la zona del euro proceden, principalmente, de las IFM, reflejo de la orientación bancaria del sistema financiero. Ello se aplica también a los préstamos

para adquisición de vivienda, de los que más del 90% son otorgados por las IFM de la zona del euro. En los países de la zona en los que, históricamente, las instituciones distintas de IFM, especialmente las empresas de seguros, han desempeñado un papel relevante en la concesión de préstamos para vivienda (Bélgica, Alemania y Países Bajos), la cuota de mercado de estas instituciones ha menguado en el transcurso de la pasada década. Por este motivo, el resto del artículo se centrará en los préstamos para adquisición de vivienda otorgados por las IFM³. En esta sección se describe la evolución de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro desde 1999, analizando en primer lugar la actividad desarrollada en el período 1999-2007 y luego la evolución más reciente registrada en el 2008. A continuación se examinan los factores determinantes de las tendencias observadas en este período y se concluye con una descripción de las principales características de los préstamos para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro.

2.1 EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS PARA VIVIENDA DESDE 1999

La deuda hipotecaria es claramente el mayor pasivo de los hogares de la zona del euro, ya que representaba aproximadamente el 70% del total de sus pasivos financieros al final del 2008. Más aún, el peso de los préstamos para adquisición de vivienda sobre el total de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ha venido mostrando una tendencia creciente, alcanzando el 72% en el 2008, lo que representó un aumento de unos 20 puntos porcentuales con respecto al principio de los años noventa.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda se mantuvo en la zona del euro en cifras de dos dígitos a lo largo del período 1999-2007, con una tasa media del 11,5% (véase gráfico 1). En este período se distinguen dos picos cíclicos. El prime-

3 Cabe observar que en la zona del euro existen escasas hipotecas transfronterizas, que sólo representan un pequeño porcentaje del total de préstamos concedidos.

Gráfico 1 Crecimiento y nivel de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual; porcentajes; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda se han ajustado de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM por ventas o titulizaciones. Debido a la falta de datos sobre préstamos dados de baja del balance por sectores y finalidad del préstamo, se supone que todos los préstamos dados de baja son préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

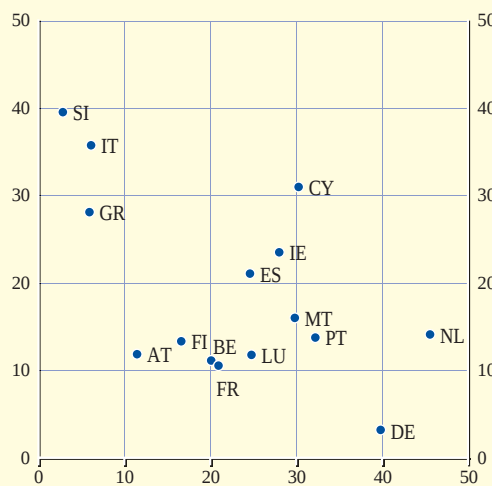
ro, en el cuarto trimestre de 1999, estuvo impulsado por el boom de la «nueva economía» y por condiciones de financiación especialmente favorables. El segundo, en el primer trimestre del 2006, dio paso a un endurecimiento gradual de las condiciones de financiación y a una moderación del crecimiento de los precios de la vivienda, que llegó incluso a caer en algunos países de la zona del euro. Desde una perspectiva cíclica, el gran dinamismo de los préstamos hipotecarios en este período impulsó de forma significativa el endeudamiento de los hogares de la zona del euro por préstamos para adquisición de vivienda, desde cerca del 25% del PIB nominal a comienzos del año 1999 hasta el 40% en el cuarto trimestre del 2007.

Mientras que la deuda hipotecaria aumentó en todos los países de la zona del euro, la magnitud de este aumento varió considerablemente de un país a otro, debido, en cierta medida, a que sus niveles iniciales de endeudamiento eran diferentes. Algunos de los países, como Eslovenia y Grecia, que

tenían un nivel de endeudamiento reducido al principio del período registraron tasas medias de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda muy elevadas, que llegaron a superar el 25% (véase gráfico 2). Esta tendencia hacia la convergencia refleja un proceso de ajuste hacia un nuevo nivel de endeudamiento de equilibrio, que puede sin embargo rebasarse en algún momento a lo largo de la senda de ajuste. Aunque es difícil determinar empíricamente este nivel de equilibrio, éste es uno de los aspectos del análisis monetario general que realiza el BCE.

Gráfico 2 Crecimiento y nivel inicial de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual; porcentajes; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario)

Eje de las abscisas: ratio entre deuda hipotecaria y PIB en 1999¹⁾Eje de las ordenadas: tasa de crecimiento interanual en el período 1999-2007²⁾

Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Véanse notas del gráfico 1.

1) La ratio entre los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda y el PIB se ha calculado sobre el primer trimestre del año 1999, salvo para Chipre (cuarto trimestre del 2005), Malta (primer trimestre del 2005) y Eslovenia (primer trimestre del 2004). No se dispone de datos de saldos vivos de préstamos dados de baja del balance en el primer trimestre del año 1999 para todos los países. Sin embargo, en aquella época se realizaban escasas operaciones de titulización en los países de la zona del euro, lo que sugiere que las eventuales distorsiones derivadas de la falta de esta información serán relativamente pequeñas. Para Luxemburgo, la ratio sobrevaloraba el endeudamiento de los hogares residentes en ese país, debido a la magnitud de los préstamos a hogares residentes en otros países de la zona del euro.

2) La tasa media de crecimiento interanual se ha calculado sobre el período 1999-2007, salvo para Chipre (2006-2007), Malta (2005-2007) y Eslovenia (2004-2007). Para Italia, la tasa media de crecimiento interanual ha quedado distorsionada al alza, debido a la falta de datos sobre amortizaciones de préstamos dados de baja del balance. Si no se efectuara ningún ajuste por los préstamos dados de baja del balance, para Italia la tasa media de crecimiento interanual correspondiente al período 1999-2007 sería del 18%.

A este respecto, las tasas de crecimiento excepcionalmente altas de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda observadas en el período 2005-2007 en algunos países de la zona del euro, en un entorno de vigoroso crecimiento monetario, apuntaron a una acumulación de desequilibrios. Estos desequilibrios no se manifestaron necesariamente en los precios de consumo, aunque se reflejaron en una elevación de los precios de los activos y, en particular, de los de la vivienda.

El aumento del endeudamiento de los hogares, aunque pueda considerarse como una reacción justificada ante la relajación de las restricciones de crédito y ante un persistente descenso de la inflación y de los costes de financiación nominales y reales, puede tener importantes repercusiones macroeconómicas. Este aumento implica que las variaciones de los tipos de interés, como las determinadas por la política monetaria, incidirán en mayor medida en el gasto discrecional de los hogares, lo que apunta al fortalecimiento del canal de transmisión de la política monetaria que opera a través de modificaciones de los tipos de interés. Sin embargo, también implica un mayor impacto sobre el gasto de consumo de cambios en los tipos de interés no determinados por la política monetaria (como los impulsados por tensiones en los mercados financieros) y de variaciones de la renta real y esperada. El gráfico 3 muestra que, aunque la carga por intereses de los hogares de la zona del euro creció desde el 2,9% de su renta bruta disponible en el primer trimestre del año 1999 hasta el 3,6% en el cuarto trimestre del 2008, este incremento fue mucho más moderado que el experimentado por el endeudamiento. Por otro lado, el aumento no fue continuo a lo largo del período, con un descenso de la carga por intereses entre el 2001 y mediados del 2005, en un contexto de caída y posterior estabilización de los tipos de interés. Por el contrario, desde finales del 2005 el abandono gradual de una política monetaria más acomodaticia se reflejó en un aumento de la carga por intereses, que se interrumpió como resultado del pronunciado recorte de los tipos de interés oficiales llevado a cabo en el cuarto trimestre del 2008.

El aumento del endeudamiento de los hogares relacionado con los préstamos para vivienda se refleja

Gráfico 3 Pagos de intereses y riqueza inmobiliaria neta de los hogares en la zona del euro

(porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Los pagos de intereses se refieren a todos los pagos de intereses realizados por los hogares, independientemente de la finalidad del préstamo subyacente.

2) La riqueza inmobiliaria neta de los hogares se ha calculado como la riqueza inmobiliaria de los hogares (neta de amortizaciones), menos los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda ajustados de préstamos dados de baja del balance (véanse notas del gráfico 1).

en la riqueza inmobiliaria de los hogares. Pese al fuerte incremento del endeudamiento de los hogares observado desde 1999, la riqueza inmobiliaria neta (es decir, la riqueza inmobiliaria neta de préstamos para adquisición de vivienda) ha aumentado. Ello fue resultado, tanto de un efecto de valoración derivado de la fuerte subida de los precios de la vivienda a lo largo de la mayor parte de este período, como del hecho de que, para adquirir una vivienda, los hogares de los países de la zona del euro necesitan generalmente complementar los fondos tomados prestados con sus propios recursos (de forma que las ratios entre el principal del préstamo y el valor de la garantía son muy inferiores al 100%)⁴.

4 Para un análisis más exhaustivo de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro y de su relación con el consumo privado, véase el artículo titulado «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2009.

El seguimiento de la evolución del endeudamiento de los hogares, de la carga por intereses y de la riqueza neta es fundamental, no sólo desde la perspectiva macroeconómica mencionada anteriormente, sino también para evaluar la vulnerabilidad del sector hogares⁵, que, a su vez, influye en la estabilidad del sector de las IMF, que son los mayores prestamistas de los hogares. Al mismo tiempo, la evolución agregada del conjunto del sector hogares puede ocultar concentraciones de riesgos derivadas de una distribución sesgada del endeudamiento entre los distintos hogares y de desajustes entre los niveles de activos y pasivos de los mismos, lo que sugiere que este análisis ha de complementarse con un examen de los datos para distintos hogares procedentes de las encuestas⁶.

Cuando surgieron las tensiones en los mercados financieros en el verano del 2007, los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda ya estaban registrando una evolución más moderada, dado que el crecimiento de los precios de la vivienda estaba perdiendo impulso y que los tipos de interés de los préstamos estaban subiendo, en respuesta al progresivo endurecimiento de la política monetaria registrado después de diciembre del 2005. La demanda de préstamos hipotecarios se redujo aún más, como consecuencia del rápido deterioro del entorno macroeconómico y del consiguiente notable crecimiento de la incertidumbre. La evolución del mercado de la vivienda y el entorno macroeconómico afectaron también a la actitud de las entidades de crédito respecto a la concesión de préstamos, provocando un marcado endurecimiento de sus criterios de aprobación del crédito. Además, factores relacionados con el propio sector bancario, como restricciones de los balances, financiación de los bancos y consideraciones de liquidez, reforzaron este endurecimiento (véase gráfico 4). En consecuencia, los préstamos de las IFM siguieron manteniendo una evolución moderada, con tasas de crecimiento interanual inferiores a las observadas al final del 2001, cuando se alcanzó el punto más bajo del ciclo anterior. En efecto, en términos nominales, la tasa de crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisi-

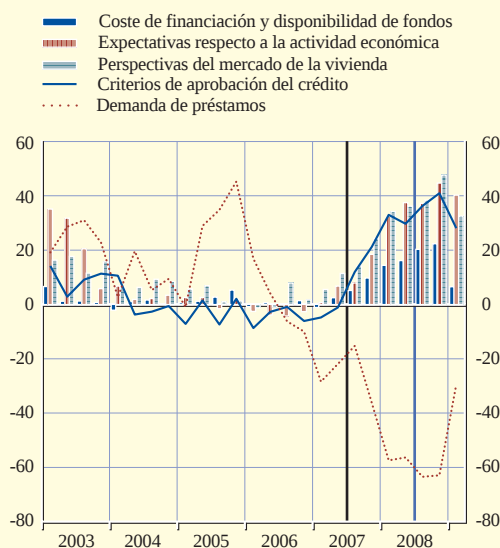
ción de vivienda registrada en el primer trimestre del 2009 fue la más baja desde el inicio de la serie en 1980, mientras que, en términos reales (utilizando el deflactor del PIB), no descendió hasta los niveles registrados en 1982 y 1991. De todos modos, la evolución moderada de estos préstamos en los últimos trimestres debe sopesarse a la luz del endeudamiento sin precedente de los hogares y de las elevadísimas tasas de crecimiento observadas en años anteriores en algunos países de la zona del euro. A este respecto, la actual debilidad de los préstamos hipotecarios podría considerarse como parte de una necesaria corrección de anteriores desequilibrios.

5 En la publicación Financial Stability Review del BCE se realiza periódicamente una valoración de la vulnerabilidad del sector hogares sobre la base, entre otros, de estos indicadores.

6 Los datos disponibles procedentes de las encuestas relativas a los países de la zona del euro se analizan en el recuadro titulado «Distribution of mortgage debt across the population: indications from national household surveys», en «Housing finance in the euro area», Occasional Paper n.º 101, 2009, BCE.

Gráfico 4 Cambios en los criterios de aprobación del crédito aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, factores contributivos y cambios en la percepción de la demanda de préstamos

(porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Notas: Las líneas verticales indican el inicio de las turbulencias financieras (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea azul). Las series representadas se refieren a los porcentajes netos de respuestas a las correspondientes preguntas de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro.

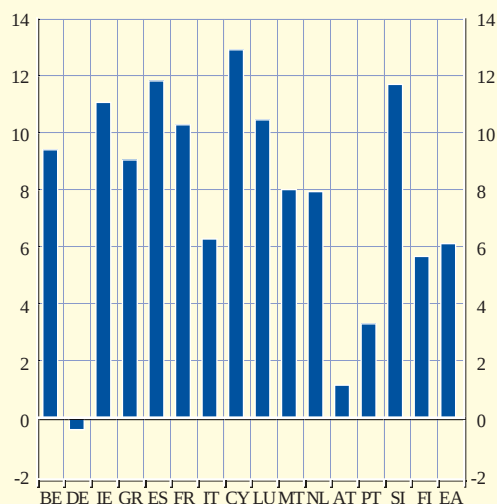
2.2 FACTORES DETERMINANTES DE LAS TENDENCIAS DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

Además del nivel de endeudamiento de los hogares, otros factores han contribuido claramente a configurar la evolución de los préstamos hipotecarios en la zona del euro. Estos factores están relacionados, entre otras cosas, con la evolución del mercado de la vivienda, el entorno macroeconómico (reflejado en el nivel y la volatilidad del crecimiento de la renta y de la inflación, y en el nivel de los tipos de interés), la evolución demográfica y las características de los sistemas financieros, en cuanto a su grado de liberalización y eficiencia. Asimismo, la heterogeneidad de estos factores entre países es un elemento crucial para comprender la disparidad de la tasa media de crecimiento del endeudamiento de los hogares entre los distintos países de la zona del euro.

La evolución del endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda está estrechamente relacionada con la del mercado de la vivienda. Entre los años 1999 y 2007, los precios de los inmuebles residenciales registraron una tasa media de crecimiento interanual del 6,1% en la zona del euro, lo que supone un aumento acumulado de cerca del 70% (véase gráfico 5). Sin embargo, se observó una considerable heterogeneidad entre los países de la zona del euro. La tasa media de crecimiento interanual de los precios de la vivienda fue particularmente elevada en Irlanda y España, países en los que el endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda aumentó también notablemente. En Alemania, los precios de la vivienda disminuyeron a una tasa media interanual del 0,4% en el período considerado, al tiempo que se observó un muy débil crecimiento de los préstamos. En principio, la elevación de los precios de los inmuebles residenciales tiende a incrementar la necesidad de financiación y el endeudamiento. Además, la cuantía de los préstamos que los hogares pueden obtener suele estar limitada por el valor de la garantía que pueden ofrecer. El aumento de los precios de los inmuebles residenciales eleva el valor de la garantía aportada por los prestatarios y su capacidad de endeudamiento. Al mismo tiempo,

Gráfico 5 Precios de los inmuebles residenciales

(variación porcentual media anual)



Fuente: BCE.

Notas: El crecimiento medio anual se ha calculado sobre el período 1999-2007, salvo para Chipre (2003-2007), Luxemburgo (1999-2006), Eslovenia (2005-2007) y Finlandia (2001-2007). EA se refiere a la zona del euro.

po, la mayor disponibilidad de crédito puede ejercer también una incidencia al alza sobre los precios de la vivienda, especialmente a corto plazo, cuando la oferta de vivienda no puede ajustarse plenamente. Una relación causal bidireccional es lo más plausible, aunque se trata, en definitiva, de una cuestión empírica.

La situación macroeconómica de los países de la zona del euro ha conducido también a un nuevo aumento del endeudamiento de los hogares. La volatilidad del crecimiento del PIB real fue relativamente reducida durante el período examinado, con lo que disminuyó la incertidumbre de los hogares respecto a la renta. Este factor, unido al hecho de que el nivel y la volatilidad de la inflación descendieron marcadamente en el período previo al inicio de la tercera fase de la UEM y se mantuvieron en una senda moderada a lo largo del período analizado, configuró un entorno macroeconómico estable, que propició la acumulación de la deuda. Además, la renta disponible real de los hogares se elevó con relativa rapidez entre los años 1999 y 2008, especialmente en algunos de los países de la zona del

euro, como Irlanda, Grecia y España, en los que el endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda registró tasas de crecimiento excepcionalmente elevadas. El aumento de la renta disponible de los hogares supone un mejor nivel de vida, que genera, a su vez, una mayor necesidad de vivienda, tanto en términos de cantidad como de calidad. Por otra parte, una renta más alta permite hacer frente a una carga de amortización del préstamo más elevada, incrementando así la capacidad de endeudamiento de los hogares.

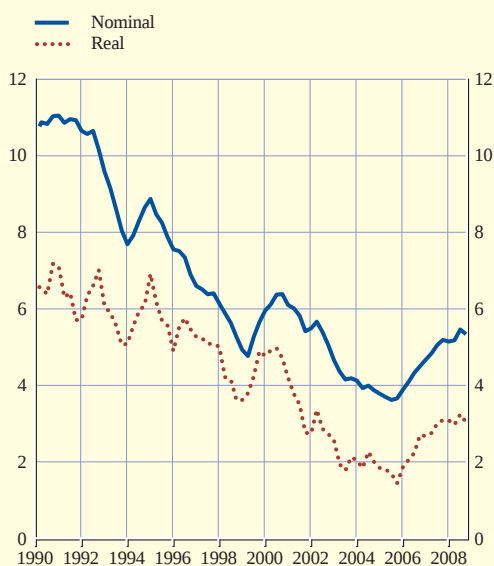
El reducido nivel y la escasa volatilidad de la inflación contribuyeron, en gran medida, a rebajar los tipos de interés nominales y reales. El gráfico 6 muestra que, desde 1999, el coste del endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda fue particularmente bajo desde una perspectiva histórica, tanto en términos nominales como reales, pese al cambio de tendencia observado a partir de finales del 2005, en el contexto de la elevación de los tipos de interés oficiales. El reducido nivel de los tipos de interés incrementó la disposición y

capacidad de los hogares para aumentar su endeudamiento, al mejorar la accesibilidad a los préstamos. El impacto de este factor fue particularmente evidente en países de la zona del euro, como Grecia, Italia y Portugal, que, al incorporarse a la zona del euro, pasaron a un régimen de tipos de interés permanentemente más bajos. Sin embargo, pese a la tendencia general hacia la convergencia de los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la zona del euro, sigue observándose cierta dispersión, como puede apreciarse en el gráfico 7⁷. Cabe destacar que la dispersión de los tipos de interés de los préstamos entre los distintos países, medida, por ejemplo, por su coeficiente de variación, disminuyó durante el período en el que los tipos de interés oficiales se mantuvieron en general estables, mientras que tendió a aumentar tras registrarse variaciones de estos tipos de interés, especialmente en el caso de cambios rápidos. Ello

7 Las diferencias entre los tipos de interés aplicados por las IFM en los distintos países de la zona del euro y los factores determinantes de las mismas se analizan en «Differences in MFI interest rates across euro area countries», BCE, 2006.

Gráfico 6 Tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje)

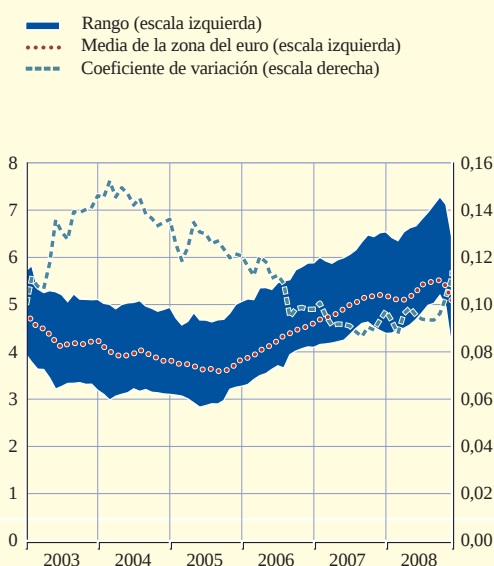


Fuente: BCE y estimaciones del BCE.

Notas: El tipo de interés es el tipo de interés compuesto de los préstamos para adquisición de vivienda. Las distintas series se ponderan por el volumen de nuevas operaciones. La serie de tipos de interés reales se ha calculado utilizando el deflactor del PIB.

Gráfico 7 Dispersión de los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda entre los países de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: El coeficiente de variación se ha calculado como la desviación típica de los tipos de interés entre los países, dividida por el tipo de interés medio de la zona del euro. Debido a los escasos datos disponibles, Chipre, Luxemburgo y Malta no se incluyen en los cálculos.

sugiere la existencia de diferencias entre los países, en cuanto a la velocidad con la que las variaciones de los tipos de interés oficiales se transmiten a los tipos de interés de los préstamos, lo que puede haberse acentuado como consecuencia de las recientes turbulencias financieras⁸.

Los factores demográficos, como el crecimiento de la población y su composición por edades, afectan a la evolución del endeudamiento de los hogares a través de la demanda de vivienda. Un aumento de la demanda de vivienda debido al crecimiento de la población incrementará, en cierta medida, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, lo que incidirá en el nivel de endeudamiento de los hogares. Entre los años 1999 y 2008, la población de la zona del euro registró una tasa media de crecimiento interanual ligeramente superior al 0,4%. Además, la participación del grupo de edades comprendidas entre 35 y 44 años, es decir, de las personas que adquieren su primera vivienda, aumentó hasta el 24% en el 2008, desde el 22% observado al principio del período. En algunos países de la zona del euro, como Irlanda, España, Chipre y Luxemburgo, el crecimiento interanual de la población superó, en promedio, el 1%, como consecuencia, en parte, de los intensos flujos migratorios. En particular, en Irlanda y en España se considera que los factores demográficos han desempeñado un papel importante en determinar el rápido ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda.

El proceso de desregulación y liberalización de los mercados financieros ha cambiado la financiación de la vivienda en la zona del euro en las dos últimas décadas. Aunque este proceso se completó casi enteramente en la mayor parte de los países de la zona del euro a comienzos de los años noventa, sus efectos todavía se hacían sentir en el período 1999-2007, dado que el ajuste que supuso para los participantes en el mercado llegó con cierto retraso. Este proceso conllevó la eliminación de una serie de restricciones que habían limitado anteriormente la capacidad del mercado de financiación de la vivienda para responder a la demanda de préstamos de los hogares, por lo que ciertos hogares no habían podido acceder a este

mercado⁹. En consecuencia, la participación de los hogares en el mercado hipotecario se elevó y los prestatarios pudieron aumentar su endeudamiento hasta niveles acordes con la renta y la accesibilidad a los préstamos. Además, la entrada de nuevas entidades hipotecarias incrementó la competencia en los mercados hipotecarios, por lo que se ofrecieron a los hogares mejores condiciones de financiación, en cuanto a precios y otros aspectos. En particular, en lo que se refiere a los precios se redujeron los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos para vivienda y los respectivos tipos de indicación, o costes de oportunidad, en casi todos los países de la zona del euro, a partir del 2003, año en que empiezan las series relevantes de tipos de interés¹⁰. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman también la relevancia de las presiones competitivas para relajar los criterios de aprobación del crédito durante este período. Estas presiones también dieron lugar a un mayor esfuerzo de innovación por parte de las entidades hipotecarias, con la consiguiente ampliación de la gama de productos hipotecarios (véase apartado siguiente). El resultado fue que los hogares estaban en mejor situación para cubrir sus necesidades de financiación, lo que llevó a una mayor participación de los mercados hipotecarios y a un incremento del endeudamiento.

2.3 CARACTERÍSTICAS DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

Con frecuencia, las principales características de los préstamos para adquisición de vivienda están relacionadas con prácticas de mercado tradicionales

- 8 La heterogeneidad que presenta la transmisión de los tipos de interés en los países de la zona del euro viene confirmada por unos análisis empíricos formales. Véase, por ejemplo, C. Kok Sørensen y T. Werner, «Bank interest rate pass-through in the euro area – a cross country comparison», Working Paper n.º 580, 2006, BCE.
- 9 Estas restricciones se referían, por ejemplo, a tipos de interés máximos, límites al importe y a los plazos de vencimiento de los préstamos hipotecarios, barreras reglamentarias al acceso al mercado de financiación de la vivienda y limitaciones a la distribución de la cartera de las entidades de crédito, como el requisito de mantener cantidades importantes de deuda pública. La desregulación de los mercados hipotecarios en los países de la OCDE se analiza en N. Girouard y S. Blöndal, «House prices and economic activity», Working Paper n.º 279, 2001, Economics Department, OCDE.
- 10 Véase capítulo 5 de «Housing finance in the euro area», Occasional Paper n.º 101, 2009, BCE.

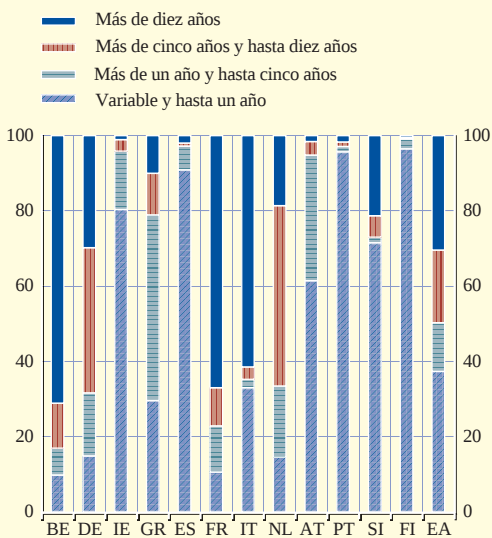
que, por razones históricas, han sido diferentes en los distintos países de la zona del euro. Sin embargo, en las dos últimas décadas el mercado de préstamos para vivienda ha evolucionado hacia la disponibilidad de una mayor variedad de productos hipotecarios. No obstante, persiste una considerable heterogeneidad entre los países, en lo que respecta a las características de los préstamos hipotecarios. En este apartado se describen las características actuales de los préstamos para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro, centrándose en los aspectos que son particularmente relevantes desde la perspectiva de la política monetaria.

Probablemente, la característica de los préstamos hipotecarios más relevante para la política monetaria es si su tipo de interés es variable o fijo y, si es fijo, a lo largo de qué período. Con tipos de interés variables, las modificaciones de los tipos de interés oficiales afectan a la carga por intereses y, por tanto, a la renta disponible para el gasto, no sólo de los nuevos prestatarios sino también de los que tienen préstamos pendientes, por lo que tienen un impacto más acusado e inmediato sobre el consumo¹¹. Ello supone una transmisión de la política monetaria más rápida e intensa, aunque sugiere también que el riesgo de tipo de interés recae más en los hogares que en las entidades hipotecarias, que suelen estar en mejores condiciones para mitigarlo. En la zona del euro, los préstamos para adquisición de vivienda a tipo de interés variable, o fijo por un período de hasta un año, representaron en el 2008 el 38% de todos los nuevos préstamos concedidos para adquisición de vivienda (véase gráfico 8). Esta participación ha disminuido con respecto al pico alcanzado al final del 2004, cercano al 60%, y ha vuelto a aumentar recientemente, lo que indica que la dirección de las modificaciones de los tipos de interés oficiales está influyendo en la elección del período de fijación del tipo de interés, aunque no es el único factor relevante.

Si se examina la situación en los distintos países de la zona del euro, en Irlanda, España, Portugal,

Gráfico 8 Nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda por período inicial de fijación del tipo de interés

(porcentaje del total)



Fuente: BCE.

Nota: Los porcentajes se han calculado sobre la base del volumen de nuevas operaciones en el 2008. Debido a los escasos datos disponibles, Chipre, Luxemburgo y Malta no se incluyen en los cálculos. EA se refiere a la zona del euro.

Eslovenia y Finlandia predominan los tipos de interés variables. En Bélgica, Alemania, Francia y Países Bajos los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años representan bastante más del 60% de todos los nuevos préstamos concedidos para adquisición de vivienda. Mientras que la desagregación para estos grupos de países se ha mantenido relativamente estable en el tiempo, en Italia y, particularmente, en Grecia la participación de los préstamos a tipo de interés variable, o fijo hasta un año, ha disminuido de forma significativa desde el 2007. El tipo de referencia utilizado para ajustar los tipos de interés variables es, en la mayoría de los casos, el EURIBOR (a tres, seis y doce meses), aunque en algunos países se utilizan también otros tipos de referencia, especialmente el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Si bien, con un funcionamiento normal de los mercados monetarios, la elección del tipo de referencia no reviste gran importancia, desde el inicio de las turbulencias financieras se ha convertido en un factor relevante, dado que la ampliación sin prece-

11 Este efecto se reduce en el caso de los préstamos a tipo de interés variable, pero con un máximo. De forma similar, se neutraliza en el caso de los préstamos con plazos variables, a fin de mantener cuotas mensuales de amortización fijas ante variaciones de los tipos de interés (véase más abajo).

dente del diferencial entre los tipos de interés de mercado y los tipos oficiales, que no se tenía en cuenta, ha supuesto un tipo de interés relativamente más bajo para los prestatarios con préstamos indicados con el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

Desde la perspectiva de la política monetaria, la fijación de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda ha de considerarse en conjunción con la existencia y el coste de la opción de amortización anticipada. Ello se debe a que incluso los prestatarios con préstamos a tipo de interés fijo pueden beneficiarse directamente de una reducción de los tipos de interés si pueden refinanciar sus préstamos. Además, estos prestatarios están protegidos frente a movimientos al alza de los tipos de interés, lo que supone que los efectos de la política monetaria en las fases de endurecimiento y relajación de la misma pueden ser asimétricos. La capacidad de refinanciación de los prestatarios depende de la posibilidad y del coste de amortizar anticipadamente el préstamo pendiente. En principio, la amortización anticipada parcial o total es posible en todos los países de la zona del euro. Mientras que, en varios países, la amortización anticipada está libre de gastos en el caso de los préstamos a tipo de interés variable, en los préstamos a tipo de interés fijo se pagan unos gastos, cuya cuantía depende de factores tales como el importe a amortizar y el plazo remanente del préstamo. En algunos países, la ley establece un límite a estos gastos, y en otros, son demasiado altos para atraer a los prestatarios. Por último, en algunos casos no se cobran gastos por amortización anticipada, pero la inclusión de esta opción en el contrato hipotecario supone un aumento del tipo de interés de unos 50 puntos básicos.

Normalmente, en la zona del euro el plazo de vencimiento de los préstamos para adquisición de vivienda oscila entre 20 y 30 años y se ha ido ampliando, en promedio, desde 1999, reflejo del impacto de la elevación de los precios de la vivienda, de la mayor esperanza de vida y del incremento, al menos antes del estallido de las turbulencias financieras, de las fuentes de financiación a largo plazo disponibles para las entidades hipo-

tecarias. Una novedad interesante ha sido la introducción de préstamos con plazo de vencimiento variable, es decir, que se amplía o reduce, a fin de mantener un pago mensual constante, ante variaciones de los tipos de interés. Estos préstamos permiten a los hogares suavizar los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre su gasto discrecional.

La ampliación gradual del plazo de vencimiento normal de los préstamos para adquisición de vivienda que se observa desde 1999 está también relacionada con la elevación de la ratio entre el principal y el valor de la garantía o ratio LTV (*loan-to-value ratio*) observada en la mayor parte de los países de la zona del euro durante este período, dado que los plazos de vencimiento más largos permiten contraer préstamos más importantes, sin perder la capacidad de hacer frente a las cuotas mensuales de amortización. En el 2007, la ratio LTV media de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda¹² de la zona del euro se situó en torno al 80%, con ratios para cada país que oscilaban entre el 63% de Malta y el 101% de los Países Bajos. Unas ratios LTV más altas suponen que las viviendas sean más asequibles para quienes adquieren su primera vivienda, dado que están menos condicionados por la cuantía del pago inicial. Al mismo tiempo, unas ratios LTV más elevadas conllevan un mayor riesgo de que movimientos adversos de los precios de la vivienda sitúen a su capital inmobiliario en valores negativos, lo que puede constituir una situación particularmente difícil, por ejemplo, si está expirando el período para el cual se acordó el tipo de interés del préstamo y hay que renegociar la estructura de precios del mismo.

3 FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA Y DE LAS IFM

En lo que se refiere a la financiación de los préstamos para adquisición de vivienda, en la última década se ha observado una tendencia hacia el modelo bancario universal, mientras que las entidades de crédito especializadas en financiación hipotecaria han perdido terreno. Además, la im-

12 Se refiere a la ratio LTV de un comprador de primera vivienda.

portancia de las instituciones financieras no bancarias como fuente de préstamos para vivienda ha disminuido (véase sección 2). En general, las estadísticas subestiman el creciente predominio de las IFM como fuente de préstamos para vivienda, debido a que los préstamos hipotecarios se dan de baja del balance de las entidades de crédito en el contexto de las operaciones de titulización. Así pues, en esta sección se proporcionan unas estimaciones de los préstamos dados de baja, a fin de presentar un cuadro más completo de los préstamos para vivienda originados por las IFM. Aparte de un reducido número de instrumentos de financiación directamente vinculados con los préstamos hipotecarios, las IFM recurren a sus fuentes generales de financiación para atender a los préstamos para vivienda. Por esta razón, en esta sección se analiza, en primer lugar, la financiación general de las IFM en el período 1999-2007, y en segundo lugar, los cambios que experimentó a raíz de las turbulencias financieras del 2008.

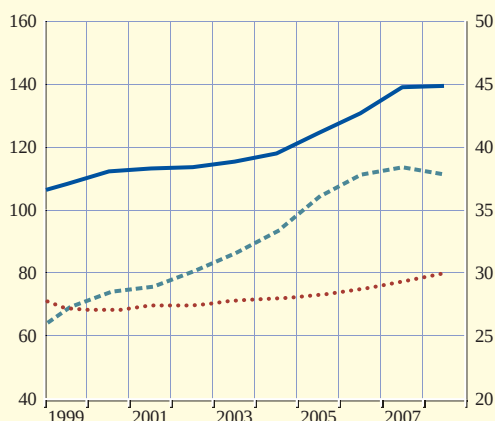
En el período 1999-2007, las IFM recurrieron de forma creciente a la financiación de mercado, lo que puede explicarse por los efectos tanto de la demanda como de la oferta. Por lo que refiere a los efectos de la demanda de préstamos, el fuerte crecimiento de los préstamos registrado hasta el 2007 no estuvo acompañado del correspondiente crecimiento de los depósitos en el lado del pasivo del balance de las IFM [véase panel a) del gráfico 9]. Por consiguiente, se hizo frente a la creciente brecha entre los préstamos y los depósitos mediante una mayor financiación de mercado. En lo que respecta a los efectos de la oferta, la evolución de los mercados financieros y las iniciativas institucionales, como la promulgación de leyes relativas a la emisión de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief en algunos países de la zona del euro, así como las operaciones de titulización, incrementaron el recurso a la financiación de mercado por parte de las IFM de la zona del euro. La existencia de instrumentos alternativos de financia-

Gráfico 9 Brecha entre préstamos y depósitos de las IFM de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

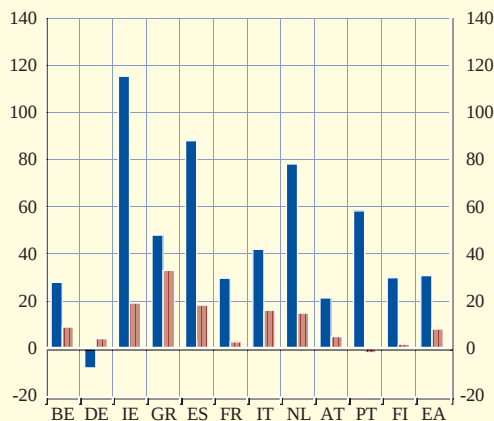
a) Zona del euro (1999-2008)

- Total de préstamos a sectores distintos de IFM
- Depósitos de sectores no financieros de la zona del euro
- - - Préstamos a hogares para adquisición de vivienda (escala derecha)



b) Variaciones entre 1999 y 2007

- Total de préstamos a sectores distintos de IFM
- Depósitos de sectores no financieros de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: Los datos incluyen estimaciones de los préstamos dados de baja del balance. En el panel b) no se incluye Luxemburgo debido a que, en el período considerado, el PIB creció en mayor medida que los préstamos a los sectores distintos de IFM y que los depósitos al por menor, de modo que las dos ratios disminuyeron de forma acusada. EA se refiere a la zona del euro.

ción, junto con la financiación tradicional de las IFM mediante depósitos, permitió el rápido crecimiento de los préstamos en la pasada década. Como puede apreciarse en el panel b) del gráfico 9, los países de la zona del euro con el mayor crecimiento del total de préstamos (incluidos los dados de baja) a los sectores distintos de las IFM en relación con el PIB en el período 1999-2007 (Irlanda, España, Países Bajos y Portugal) fueron los que experimentaron el mayor aumento de las brechas entre préstamos y depósitos. Sólo en Alemania el crecimiento de los depósitos de los sectores no financieros de la zona del euro superó ligeramente el del total de préstamos, que fue negativo en relación con el PIB en el período examinado.

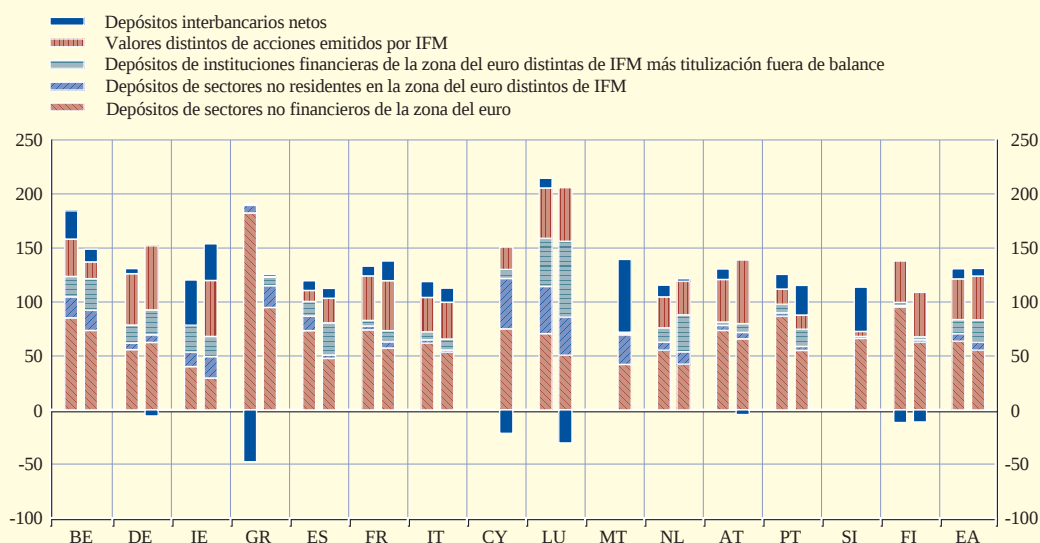
3.1 FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS IFM

Para analizar la financiación de las IFM, se han clasificado los pasivos bancarios en varias categorías (véase gráfico 10). Los depósitos de los sectores no financieros de la zona del euro pueden considerarse como una aproximación de los depósitos

al por menor y son una fuente relativamente estable de financiación para las IFM, aunque su plazo de vencimiento es, en promedio, mucho más corto que el de los préstamos para vivienda. Los depósitos al por menor son generalmente menos sensibles a cambios en la percepción del riesgo y su remuneración suele ser más baja que la de los depósitos al por mayor. Al mismo tiempo, la mayor competencia de la banca por Internet y de los fondos de inversión ha contribuido a elevar la remuneración de los depósitos al por menor en los últimos años. Los depósitos de los sectores no residentes en la zona del euro distintos de las IFM, que suelen ser depósitos al por mayor, son ligeramente menos estables, debido al riesgo de tipo de cambio y a su mayor dependencia del clima económico. Salvo escasas excepciones, se trata de depósitos colocados por grandes empresas o sociedades financieras. Fuentes de financiación como la financiación interbancaria, la emisión de valores distintos de acciones y la titulización son incluso menos estables, ya que, o bien son operaciones a muy corto plazo, o bien dependen en gran

Gráfico 10 Fuentes alternativas de financiación

(1999 IV y 2007 IV; en porcentaje del total de préstamos de las IFM a sectores distintos de IFM)



Fuente: BCE.

Notas: Para cada país, la primera barra se refiere al cuarto trimestre del año 1999, y la segunda, al cuarto trimestre del 2007. Para Chipre, Malta y Eslovenia no se dispone de datos sobre el cuarto trimestre del año 1999. Los «depósitos de instituciones financieras de la zona del euro distintas de IFM más titulización fuera de balance» incluyen los depósitos de otros intermediarios financieros y de empresas de seguro y fondos de pensiones, así como estimaciones de préstamos dados de baja del balance, y representan una estimación de las operaciones de titulización totales. EA se refiere a la zona del euro.

medida de la situación del mercado, tal y como se observó en el contexto de las recientes turbulencias financieras. Para el sector IFM en su conjunto, los préstamos interbancarios netos, que son la diferencia entre los depósitos entre IFM y los préstamos entre IFM, tienen una importancia relativamente limitada, dado que no tienen en cuenta las posiciones de concesión o toma de préstamos dentro del sector IFM. Los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, en forma de bonos con o sin garantía, son más sensibles que los depósitos a la situación del mercado. Sin embargo, estas emisiones contribuyen a reducir el desajuste entre el vencimiento de los activos y el de los pasivos, ya que los valores distintos de acciones suelen tener un plazo de vencimiento más largo que el de los depósitos. Finalmente, como resultado de las diferencias regulatorias entre los países de la zona del euro, los préstamos titulizados no se dan siempre de baja del balance de las entidades de crédito, sino que se registran como depósitos de «otros intermediarios financieros» (OFI, en sus siglas en inglés). Para tener en cuenta este hecho, los depósitos de OFI y, en aras de la simplicidad, de empresas de seguros y de fondos de pensiones (ICPF, en sus siglas en inglés) se añaden a la estimación de los préstamos dados de baja del balance, a fin de obtener una estimación de las operaciones de titulización totales.

En el período 1999-2007 se produjeron profundos cambios en la composición de la financiación de las IFM en los distintos países de la zona del euro. En todos ellos, salvo Alemania, la ratio entre los depósitos al por menor y el total de financiación mediante préstamos bancarios proporcionada a los sectores distintos de las IFM disminuyó (véase gráfico 10)¹³. En la zona del euro, entre los años 1999 y 2007 esta ratio cayó desde el 63% hasta el 55%. Sin embargo, los depósitos al por menor continuaron siendo la principal fuente de financiación de las IFM, seguidos de los valores distintos de acciones, cuya ratio

se elevó en 3 puntos porcentuales en el período 1999-2007. La titulización, medida según se indica más arriba, aumentó en 8 puntos porcentuales en el período considerado. Así pues, agregando estas dos fuentes, la financiación de mercado se incrementó en 11 puntos porcentuales en relación con la financiación total proporcionada a los sectores distintos de las IFM en el período 1999-2007. Esta evolución ha tendido a debilitar la transmisión de la política monetaria.

La importancia de las fuentes alternativas de financiación varía considerablemente entre los países de la zona del euro. Por ejemplo, en 2007 la participación de los valores distintos de acciones se situó entre el 1% de Grecia y casi el 60% de Alemania. La titulización, medida como se ha descrito, fue particularmente importante en España y Países Bajos en el período analizado. En 1999, Grecia y Finlandia registraron una elevada ratio entre depósitos al por menor y préstamos, por lo que estos países no tuvieron que recurrir extensamente a fuentes de financiación de mercado. En Alemania, Irlanda, España y Austria, la importancia de los valores distintos de acciones aumentó considerablemente en la financiación de los préstamos de las IFM en el período 1999-2007. En Alemania, esta evolución se debió, principalmente, al reducido crecimiento de los préstamos y se produjo pese a que el saldo vivo de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria disminuyó entre el 2005 y el 2007. En España, la mayor relevancia de los valores distintos de acciones estuvo acompañada de un aumento de la participación de la titulización, vinculada a la necesidad de recurrir en mayor medida a la financiación de mercado, en vista del fuerte crecimiento de la ratio entre préstamos y depósitos. En Bélgica, Luxemburgo y Portugal, la titulización adquirió también más importancia en la financiación de la creciente ratio entre préstamos y depósitos en el período examinado.

3.2 PAPEL DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES CON GARANTÍA

El análisis de los valores distintos de acciones garantizados por préstamos hipotecarios pone de re-

13 El total de préstamos bancarios incluye una estimación de los préstamos titulizados dados de baja del balance. Dado que el total de préstamos bancarios concedidos a sectores distintos de IFM no incluye todos los activos bancarios, el total de la financiación de las IFM puede ser superior al total de préstamos, siendo el origen de la diferencia otros activos, principalmente valores distintos de acciones, mantenidos por las entidades de crédito.

lieve la importancia creciente de la emisión de estos valores y de la titulización en la financiación de los préstamos para vivienda concedidos por las IFM (véase gráfico 11). Estos valores distintos de acciones con garantía, que están directamente asociados a la financiación de los préstamos para vivienda, comprenden los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria y los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS, en sus siglas en inglés). Estas dos fuentes de financiación difieren en que, en el caso de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief, que figuran entre los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, el activo garantizado permanece en el balance del originador, mientras que, en el caso de los RMBS, la garantía se transfiere a una entidad distinta, que emite los valores. Los RMBS reflejan la titulización fuera de balance de los préstamos para vivienda. Dependiendo de las normas contables utilizadas, los RMBS pueden permitir al originador eliminar los préstamos de su balance y beneficiarse de una menor exi-

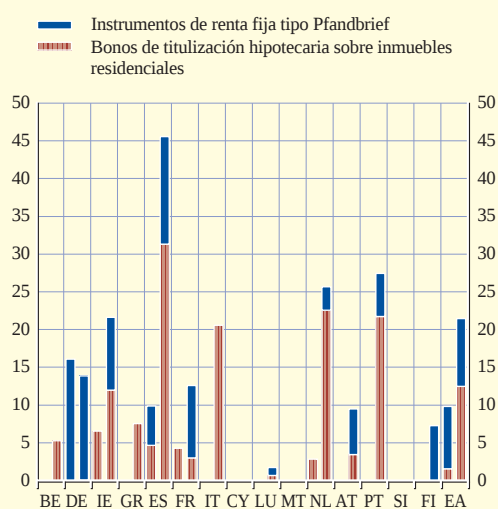
gencia de recursos propios, mientras que los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief se emplean principalmente para obtener financiación de una manera eficiente en términos de costes¹⁴. Estos dos instrumentos de financiación representaron cerca del 21% del saldo vivo de préstamos para vivienda de la zona del euro al final del 2007, frente al 10% registrado al final del año 1999.

Los dos tipos de valores distintos de acciones con garantía presentan notables diferencias entre los países de la zona del euro, en cuanto a su participación en el total. Al final del 2007, la participación de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria fue particularmente elevada en relación con el total de préstamos para vivienda en Alemania y España (el 14%, en ambos casos) y en Irlanda y Francia (el 10%, en ambos países), mientras que fue menor en los demás países de la zona del euro. Por el contrario, los RMBS tuvieron una escasa participación en Alemania y una gran importancia en España (31%), Italia, Países Bajos y Portugal (entre el 20% y el 25%, en estos tres países) e Irlanda (12%) en relación con el total de préstamos para vivienda.

La mayor participación de los RMBS observada en el período examinado, en comparación con la relativa estabilidad de la participación de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria, evidencia el peso creciente de la titulización de los préstamos para vivienda en la zona del euro, aunque se mantuvo en un nivel reducido en relación con el registrado en Estados Unidos (véase el recuadro titulado «Diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y de Estados Unidos», en el presente Boletín Mensual). Además, revela que los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria ya desempeñaban un papel relevante en la financiación de los préstamos para vivienda en 1999, especialmente en Alemania, donde estos instrumentos se vienen utilizando desde hace mucho tiempo como fuente de financiación de las

Gráfico 11 Financiación de las IFM respaldada con activos

(1999 IV y 2007 IV; porcentaje del total de préstamos a hogares para adquisición de vivienda)



Fuentes: BCE, BCN, European Securitisation Forum, European Covered Bond Council y Moody's.

Notas: Para cada país, la primera barra se refiere al cuarto trimestre del año 1999, y la segunda, al cuarto trimestre del 2007. Los datos incluyen estimaciones de préstamos dados de baja del balance. En el caso de España y Portugal, la inmensa mayoría de las operaciones de titulización no supone la eliminación de los préstamos del balance. EA se refiere a la zona del euro.

14 Para una explicación más detallada de las características institucionales de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y de la titulización, véase la sección 4.4 de «Housing finance in the euro area», Occasional Paper n.º 101, 2009, BCE.

IFM. El peso de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief en la financiación de los préstamos para vivienda no cambió de forma significativa en el citado período, principalmente como resultado del crecimiento igualmente elevado de estos préstamos. No obstante, en varios países de la zona del euro se ha observado un notable crecimiento de este mercado, impulsado por la adopción de un marco legislativo para la emisión de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y por la evolución del mercado de la vivienda.

3.3 IMPACTO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS SOBRE LA FINANCIACIÓN DE LAS IFM

Las turbulencias financieras que comenzaron a mediados del 2007 afectaron gravemente a la financiación bancaria, dado que la captación de nuevos fondos en los mercados financieros se vio seriamente obstaculizada por el aumento de la aversión al riesgo de los inversores y de la incertidumbre respecto a la exposición de los bancos a los activos problemáticos.

En alguna medida, la mayor tendencia de las entidades de crédito a orientarse hacia la financiación de mercado observada hasta el 2007 se invirtió en el contexto de las turbulencias financieras, a favor de la financiación tradicional principalmente basada en los depósitos, por la que las entidades bancarias compitieron intensamente. La creciente participación de los depósitos en la financiación de las IFM fue consecuencia de la reticencia de los inversores a invertir en valores distintos de acciones y de la elevación del límite de garantía de los depósitos establecida por la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro, al recrudecerse las turbulencias financieras tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008. En la zona del euro, la ratio entre los depósitos al por menor y el total de préstamos de las IFM a los sectores distintos de las IFM se elevó alrededor de 2 puntos porcentuales, hasta el 57%, en el 2008, en relación con el 2007. Por el contrario, la financiación de mercado de las IFM disminuyó considerablemente en el 2008. El volumen anual de valores distintos de acciones emitidos por las IFM cayó en torno a un 40% en el 2008, en comparación con el 2007, año en que fue

relativamente elevado. Al mismo tiempo, la titulación continuó en forma de colocación privada de valores distintos de acciones con garantía, emitidos por OFI sobre la base de préstamos originados por las IFM. Las IFM recompraron estos valores distintos de acciones (titulización retenida), para utilizarlos como garantía en las operaciones de mercado abierto del banco central, a fin de incrementar su liquidez, lo que se tradujo en un ligero aumento del peso de la titulización estimada en la financiación del total de préstamos concedidos por las IFM en el 2008. Por el contrario, la importancia relativa de la financiación mediante depósitos de los sectores no residentes en la zona del euro distintos de las IFM (depósitos al por mayor) disminuyó, debido a su mayor sensibilidad al entorno económico.

En general, durante las turbulencias financieras las entidades de crédito de la zona del euro fueron renunciando a la financiación de mercado, debido a la dificultad de obtener fondos en los mercados financieros. En consecuencia, la tendencia hacia el modelo «originar para distribuir» (es decir, la reagrupación y venta de los préstamos originados por los bancos a otros participantes en el mercado) observada hasta el 2007 se ha invertido, en cierta medida, a favor del modelo más tradicional de financiación bancaria, en el que los depósitos desempeñan un papel más destacado en la financiación. Mientras que los efectos de la eliminación de los préstamos de los balances de las entidades de crédito varían entre los países de la zona del euro, como consecuencia de diferencias en los marcos normativos, la adopción de este modelo ha sido limitada en la zona del euro, debido, en parte, a normas contables que dificultan dar de baja los préstamos de los balances, en comparación con lo que ocurre en otros países industrializados (véase el recuadro titulado «Diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y de Estados Unidos», en este Boletín Mensual). Para lograr la normalización de los mercados de titulización será importante revisar las normas que regulan la eliminación de los préstamos de los balances, a fin de incrementar la transparencia y los incentivos para el seguimiento de los créditos. Al mismo tiempo, la experiencia adquirida durante las turbulencias fi-

nancieras puede resultar en un mayor recurso a fuentes alternativas (existentes o nuevas) de financiación de mercado. A este respecto, la financiación mediante la emisión de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief desempeñará probablemente un papel cada vez más relevante en la financiación de las IFM en el futuro.

4 CONCLUSIONES

En este artículo se ha ofrecido una panorámica de la evolución de los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda y de sus factores determinantes, así como de su financiación por parte de las IFM, en el período 1999-2007 y, en la medida de lo posible, también en el 2008.

El fuerte crecimiento de la deuda hipotecaria de los hogares observado en la pasada década estuvo determinado por condiciones de financiación favorables, por la escalada de los precios de la vivienda, por el aumento de la renta disponible real de los hogares y, en algunos países, por factores demográficos. Las diferencias que presentan estos factores han dado lugar a una evolución muy heterogénea de la financiación de la vivienda en los distintos países de la zona del euro. Asimismo, siguen existiendo diferencias en las características de los préstamos hipotecarios, por ejemplo en lo que respecta al predominio de tipos de interés fijos o variables.

La evolución de la financiación de los préstamos hipotecarios en la pasada década refleja el fuerte crecimiento del crédito. En la mayor parte de los países de la zona del euro, los préstamos para vivienda procedieron principalmente de las entidades de crédito, que recurrieron de forma creciente a la financiación de mercado, incluyendo la titulación. A su vez, ello contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación del crédito y al pronunciado crecimiento de los préstamos para vivienda.

En conjunto, esta evolución parece haber tenido un efecto limitado sobre la transmisión de la política

monetaria. Hay que tener en cuenta que la zona del euro sigue siendo un sistema financiero básicamente bancario, en el que, en comparación con Estados Unidos, la financiación no bancaria es poco significativa. Mientras que el mayor endeudamiento de los hogares apunta a un efecto más acusado de los tipos de interés oficiales sobre el gasto, otros factores, como el papel más importante de la titulación, pueden haber reducido el alcance de la transmisión de la política monetaria.

Las turbulencias financieras han cambiado considerablemente el entorno de la financiación de la vivienda, acentuando la desaceleración del crecimiento interanual de los préstamos para vivienda, que ya había comenzado. El deterioro de la situación macroeconómica y, en algunos países de la zona del euro, la caída de los precios de la vivienda han afectado negativamente a la riqueza neta de los hogares. Asimismo, la política monetaria ha ayudado a reducir la carga por intereses de los hogares, fomentando el gasto de consumo. La mayor orientación de las entidades de crédito hacia una financiación de mercado se ha invertido, en cierta medida, a favor de una financiación más tradicional basada en los depósitos.

Algunas de las características del mercado de financiación de la vivienda de la zona del euro, por ejemplo, el nivel general de endeudamiento de los hogares, las principales condiciones de las hipotecas y las prácticas de financiación de las entidades hipotecarias, crean una estructura que confiere una mayor resistencia a los hogares, las entidades bancarias y la economía en su conjunto ante las perturbaciones, en comparación con lo que se observa en economías en las que los mercados hipotecarios son más flexibles. Al mismo tiempo, una mayor integración de los mercados hipotecarios entre los países de la zona del euro tendería a ampliar la gama de productos a disposición de los hogares, fomentaría la competencia entre las entidades hipotecarias (lo que sería también beneficioso para los prestatarios) y, desde una perspectiva más amplia, incrementaría la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria.