

Vivienda y Financiación Hipotecaria: La adaptación permanente

Paloma Taltavull

Francisco Juárez

Universidad de Alicante

Artículo publicado en la ‘Revista Económica de Catalunya’, abril, 2004, editada por el Colegio de Economistas de Cataluña.

Vivienda y financiación son dos mercados que están ligados en el desarrollo de la misma actividad productiva. La teoría inmobiliaria¹ demuestra como uno de los condicionantes de crecimiento a largo plazo del sector de la edificación es la disponibilidad de financiación, a la vez que la financiación de las viviendas a través de la actividad hipotecaria lo ha sido para el sector financiero, explicando el crecimiento en tamaño de mercado y volumen de operaciones.

El reconocimiento de la relevancia de la financiación para el mercado de vivienda generó en el pasado la creación de una figura crediticia específica (la hipoteca) adaptada a un producto (el inmobiliario) con elevados requerimientos financieros para su transmisión y con condiciones específicas de plazo (largo) y de garantía (el propio bien). El siglo XX ha sido testigo de los problemas que ha generado la falta de financiación o del dispar funcionamiento de los distintos mecanismos financieros para el mercado de vivienda generando situaciones de restricción crediticia. Hay multitud de experiencias contrastadas en el pasado sobre la escasez de viviendas que generaba la existencia de restricciones crediticias en los mercados hipotecarios, al limitar éstos un flujo estable de financiación para la edificación en períodos de expansión de la población o de reconstrucción. La mayor parte de estos problemas aparecían cuando los mercados financieros (no muy desarrollados) tenían que asignar sus recursos decidiendo entre actividades productivas o viviendas. El flujo financiero a la actividad constructora se veía restringido en períodos de bonanza económica como resultado de la mayor rentabilidad que tenían los sectores manufactureros en expansión, generando escasez de liquidez para financiar la edificación (Maisel² y De Rosa³, Kent⁴, Maisel⁵, Swan⁶ y Smith⁷, Jaffe y Modigliani⁸ y otros⁹), en un proceso en el que los tipos de interés eran incapaces de equilibrar los mercados, como ocurría en otras actividades productivas (De Rosa¹⁰). La recuperación de estos flujos en períodos en que la situación económica cambiaba de signo fue, entre otros, lo que le dio al sector de la construcción el apelativo de ‘contracíclico’.

Desde los primeros años de liberalización financiera en los años ochenta, la financiación a la vivienda ha experimentado una ‘edad de oro’ en la que han desaparecido una buena parte de estas restricciones del pasado, provocando un relevante y generalizado flujo de financiación. En el caso de España, esta financiación no ha dejado de crecer, reflejando un mercado de negocio financiero en creciente expansión y sometido a fuerte e importante competencia entre las instituciones. Este proceso ha sido también común en otros países y ha tenido efectos sustanciales sobre el mercado de la vivienda, incluyendo en ellos experiencias relativas a la aceleración de los ciclos residenciales, la expansión urbana e, incluso, de especulación¹¹, en todos los casos mostrando un modelo con características marcadamente diferentes a la situación previa.

Esta modernización del sistema financiero y su cambio de orientación ha estado acompañada de una necesidad de adaptar las fórmulas hipotecarias a las necesidades de los mercados residenciales y a las de los demandantes de viviendas, lo que muestra como el sistema financiero se ha adaptado a las nuevas condiciones con rapidez y en medio de un

proceso creciente de competencia. Este cambio ha sido especialmente importante en España y ha tenido un extraordinario efecto incentivador del ciclo de edificación.

El objetivo de este capítulo es explicar cómo se ha producido este proceso, los cambios que han tenido lugar en el sistema hipotecario español y cómo (y porqué) las instituciones financieras han ido modificando sus herramientas hipotecarias, ofreciendo ventajas que le permitiesen captar una mayor cuota de mercado.

Este proceso ha venido impulsado por las sucesivas reformas de los mercados financieros, y también a su vez, por las extraordinarias expectativas de expansión del mercado residencial español, que han contado con unas condiciones excepcionales al coincidir con el efecto beneficioso que sobre los tipos de interés ha tenido la introducción del euro. Sus efectos son todavía poco conocidos, pero hay acuerdo sobre su repercusión en el endeudamiento global de las familias y sus efectos sobre la riqueza. Liberalización, competencia y situación del mercado financiero y residencial en España son las claves para entender el protagonismo actual y la ligazón existente entre el sector inmobiliario e hipotecario.

Para alcanzar estos objetivos, este artículo aborda los siguientes apartados. En el primero se explican brevemente los cambios normativos que liberalizan progresivamente el mercado hipotecario, En el segundo se presenta evidencia sobre la evolución de los préstamos hipotecarios, en número y en cantidad, tanto en términos absolutos como en cuanto a su peso dentro del total de financiación de la economía española y su efecto sobre la edificación. En el tercer apartado se analizan las razones que pueden haber influido en el sector financiero para aumentar el flujo hipotecario en los últimos años, a través de la observación de los riesgos asociados a la actividad hipotecaria. Una buena parte de ellos están vinculados con condicionantes de accesibilidad residencial, razón por la cual este epígrafe aborda ambos conjuntamente (factores de demanda y liberalización). En el cuarto se concluye.

1. La liberalización del mercado hipotecario

El mercado hipotecario, a la par que el financiero, ha experimentado un proceso de liberalización que comenzó a principios de los años ochenta con la publicación de la Ley 2/81 de regulación del mercado hipotecario (Ley 2/1981, de 25 de marzo, y su reglamento, el Real Decreto 685/1982, de 22 de junio). Desde entonces, el panorama de financiación a la vivienda ha experimentado una gran transformación, siendo reconocido que uno de los factores que han dinamizado el mercado residencial ha sido la flexibilidad existente en el mercado hipotecario español. La razón de este hecho, diferencial a todas luces de otras realidades europeas, es difícil de centrar, aunque lo intenso de los cambios y el proceso de expansión de la economía española, forman el tronco fundamental para comprender lo sucedido en el sistema hipotecario.

La flexibilidad de un sistema de financiación al mercado de la vivienda depende de distintos factores. La historia muestra cómo la rigidez existente en los mercados ha sido causante de problemas de restricción crediticia y ésta ha sido debida, fundamentalmente, a dos condicionantes, según muestra la literatura disponible¹². El primero es la competencia por captar/invertir los capitales, que es el resultado directo de la escasez de capital existente en el sistema financiero, que es necesario repartir. Esta competencia generaba la orientación de los capitales a las actividades generales e inmobiliarias de manera alternativa, generando períodos de exceso o restricción de disponibilidad financiera.

El segundo factor es explicativo de porqué hay escasez de capital y se relaciona con los instrumentos a través de los cuales el mercado hipotecario obtiene la liquidez para llevar a

cabo su actividad crediticia. En presencia de mercados financieros poco liberalizados y, generalmente, especializados sectorialmente (es decir, con instituciones financieras diferentes según el tipo de actividad crediticia desarrollada), las instituciones reciben depósitos dependiendo de la situación económica general y de la posibilidad legal de generar instrumentos que los capten. Si los primeros dependen de la competencia, la financiación seguirá el rastro de la rentabilidad. De esta manera se puede entender la teoría de la sustituibilidad de capitales que explican las aportaciones clásicas: si los flujos de capital son canalizados hacia actividades no inmobiliarias en épocas de ciclo económico expansivo, las instituciones hipotecarias tienen pocos fondos para prestar a las familias y a los promotores que deben construir viviendas. La restricción crediticia resultante ha sido una constante en los países de los que existe evidencia empírica (y probablemente en todos) requiriendo de la necesidad de intervención del Estado aportando financiación e instituciones que las canalicen¹³.

Con anterioridad a la Ley 2/81 (en adelante LMH), el mercado hipotecario se enfrentaba a una serie de dificultades, entre otras:

- a) La financiación a la vivienda se hacía principalmente a través de las Cajas de Ahorros que sólo podían obtener fondos mediante depósitos a corto plazo. Dado que la mayoría de préstamos eran a tipo fijo y a largo plazo ello creaba una situación de riesgo de liquidez importante al sistema.
- b) La emisión de títulos hipotecarios era privilegio exclusivo del Banco Hipotecario de España (B.H.E.), cuyo objetivo era la financiación de la Viviendas de iniciativa pública (V.P.O y las otras formas de promoción) exclusivamente.
- c) El importe máximo que se podía obtener como préstamo hipotecario era inferior al 80% del valor de la vivienda¹⁴, por lo que el resto tenía que ser financiado en parte por una aportación inicial y en parte por un préstamo complementario a Corto Plazo.
- d) El sistema financiero estaba sujeto a una intensa intervención estatal que sometían las actuaciones de las entidades financieras a un estricto control:
 - i. El ámbito de actuación y posibilidades de expansión estaba limitado, por ejemplo, las cajas no podían actuar fuera de su ámbito territorial.
 - ii. Establecimiento de control sobre los tipos de interés de los activos y pasivos de dichas entidades y de sus posibilidades de inversión. Los coeficientes de inversión obligatoria limitaban la agilidad de la gestión en las instituciones de depósito.

Estas características tenían por efecto, en primer lugar, una clara ausencia de competencia, dada la restricción de implantación fuera de su área geográfica, básicamente en el caso de las Cajas de Ahorro. En segundo lugar, la ausencia de posibilidades de movilización de los préstamos concedidos limitaba el desarrollo del tamaño de mercado y la posibilidad de conceder nuevas hipotecas cuando las condiciones de mercado lo requerían. En tercer lugar, la cantidad de préstamos concedidos en el mercado de vivienda libre dependía directamente del volumen de recursos captados por las Cajas de Ahorro, lo cual tenía por efecto una mayor volatilidad del importe de préstamos concedidos.(Freixas, 1991). Por último, la falta de competencia en el sector y la inexistencia de canales de financiación especializados de las entidades que operaban en el mismo se traducía en al concesión de créditos hipotecarios en condiciones muy poco atractivas; plazos no lo suficientemente largos, elevados tipos de interés y relación préstamo-valor cercana al 50%, lo que hacía necesario, en la mayoría de los casos, completar el crédito en parte con una aportación inicial y en parte con un préstamo complementario.

El proceso de liberalización financiera llevado a cabo en España tuvo **dos frentes** de actuación: incentivar el número de instituciones que puedan operar en este tipo de financiación, aumentando el ámbito geográfico de actuación y el volumen posible de fondos dedicado a este sector, en primer lugar, y modificar el sistema de obtención de liquidez para las citadas entidades, en segundo. El aumento del tamaño en ambos aspectos tendría, como resultado, el crecimiento del mercado hipotecario como tal en ambos aspectos.

En cuanto al primero de los frentes, la ley 2/81 y su posterior desarrollo reglamentario, incrementa el número de entidades que pueden participar en el mercado, dando entrada a la Banca Privada, Caja Postal, Cooperativas de crédito, entidades de financiación reguladas por el RD896/1977, y Sociedades de Crédito Hipotecario¹⁵. La progresiva ampliación del número de entidades tuvo como efecto incrementar y diversificar la oferta de crédito hipotecario, aumentando la competencia en el mismo, la introducción de nuevas y ágiles herramientas y favoreciendo la oferta de mejores condiciones a los prestatarios, en un proceso apoyado en una cascada de regulación durante la década de los ochenta (Ver anexo).

En cuanto al segundo, el cambio legislativo también tenía entre sus objetivos más concretos incrementar la financiación de las entidades que operan en el sector, posibilitando la movilización de su cartera de hipotecas mediante la emisión de títulos hipotecarios (cédulas, bonos y participaciones), así como hacer líquidos estos títulos mediante el fomento de sus mercados secundarios. De estas modalidades de captación de recursos a medio plazo, los bonos y las participaciones hipotecarias han tenido un escaso desarrollo y sólo las cédulas hipotecarias han tenido cierta relevancia, hasta que la Ley 21/1986 de Presupuestos del Estado para 1987 suprimió la deducción por inversiones de que gozaban estos instrumentos y terminó con su protagonismo dentro de los recursos destinados al sector.

A finales de la década de los ochenta y principios de los noventa aparecen regulaciones que tratan de flexibilizar los mecanismos de emisión de cédulas; liberalización completa del plazo de emisión, admisión a la banca privada y a las cooperativas de crédito como nuevos emisores y supresión de las limitaciones en cuanto necesidades de mantener en cartera una elevada proporción de créditos hipotecarios para poder emitirlos. Todo ello favoreció el desarrollo, de nuevo, del mercado de cédulas hipotecarias. También se sentaron los primeros elementos que permitieron, posteriormente, avanzar en la titulización hipotecaria mediante redefiniciones técnicas¹⁶.

Es, en 1992, cuando se aprobó la Ley 19/92 sobre el régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria que supuso el punto de partida de la titulización en España. El proceso de titulización avanzó tímidamente durante los primeros años pero es a partir del decreto 926/1998 cuando sufre un nuevo impulso, produciéndose un crecimiento espectacular en los últimos años.

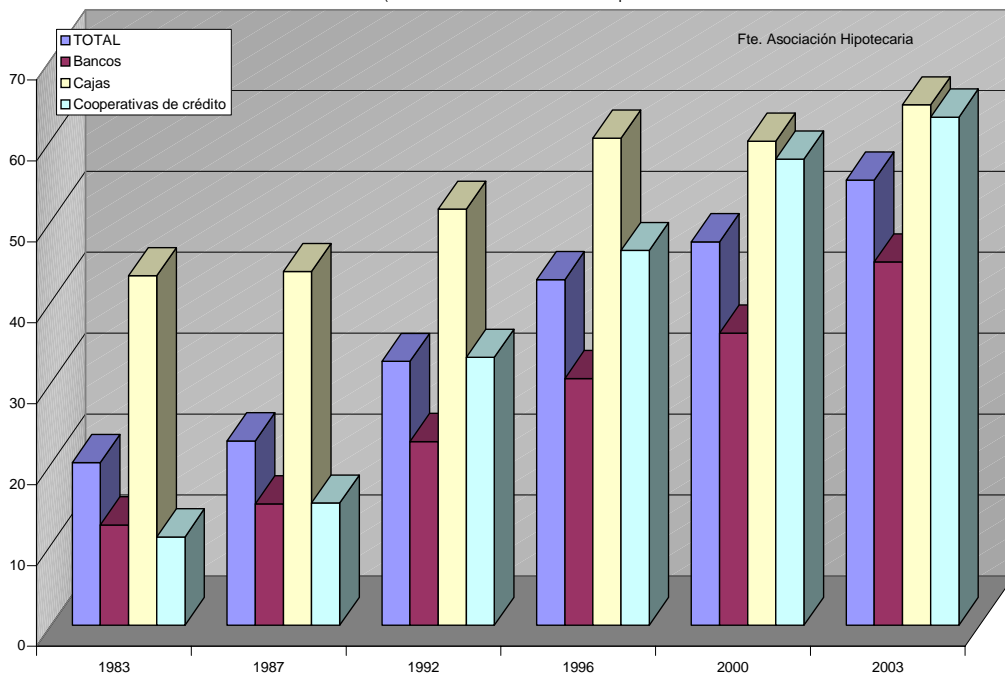
El objetivo inicial de la Ley 2/81 era muy ambicioso, sin embargo, según la opinión de los expertos, las sucesivas modificaciones legislativas impidieron durante los ochenta la consolidación en el mercado español de una vía de captación de recursos a medio plazo limitando el desarrollo del mercado hipotecario. Esto implica que la principal fuente de financiación que ha tenido el mercado hipotecario español hasta nuestros días ha sido la obtención de recursos mediante los depósitos bancarios. Este es un hecho diferencial con otros sistemas hipotecarios europeos y tiene importantes implicaciones.

La primera de ellas, supone que si el mercado financiero español es estrecho, puede mantenerse el principio de sustituibilidad en la asignación de capitales al mercado de viviendas lo que habría generado la sucesiva aparición de restricción crediticia. Sin embargo, la liberalización a todos los niveles ha supuesto la ruptura para las instituciones

financieras del techo de obtención de financiación al tener la posibilidad de acudir libremente al mercado de capitales desde finales de los ochenta, lo que ha reducido hasta el máximo esta posibilidad. La segunda implicación de este proceso es la mayor vinculación del riesgo asociado a la financiación inmobiliaria en la totalidad de la actividad financiera española, que se deriva del mayor peso que esta financiación va teniendo sobre el total. La tercera es el corolario de las anteriores: si el volumen a invertir, una vez eliminados los límites y coeficientes obligatorios, es referido a la totalidad de depósitos, la financiación a la vivienda puede crecer todo lo que el mercado requiera y las condiciones de riesgo limiten. Estas tres implicaciones se han plasmado en una extraordinaria expansión de la financiación hipotecaria desde mediados de los ochenta en España (gráfico 1).

Así pues, al contrario de lo que podía pensarse, la centralización del mercado hipotecario en el corazón del sistema financiero español ha tenido como efecto la eliminación de toda posibilidad de restricción crediticia distinta a la aplicada por las propias instituciones al limitar su riesgo (Taltavull, 2003a), pudiendo haber provocado incrementos muy superiores en la disponibilidad de capitales a los de otros mercados hipotecarios más individualizados y menos subsumidos en el sistema general. Esto ha debido romper los techos de financiación a los que se enfrentan otros sistemas cercanos, como el francés o el alemán, y explicar parte del milagro del ciclo de edificación español de los noventa. Una cuestión adicional consistiría en que, si el proceso ha sido como el descrito, probablemente las instituciones financieras han podido verse afectadas por el principio de la sustituibilidad sin techos, lo que explicaría que se concentre el crédito a la vivienda justo después de que ocurran las dos crisis de la bolsa en España (Taltavull, 2002), además del desarrollo de la feroz competencia entre entidades para la captación de hipotecas.

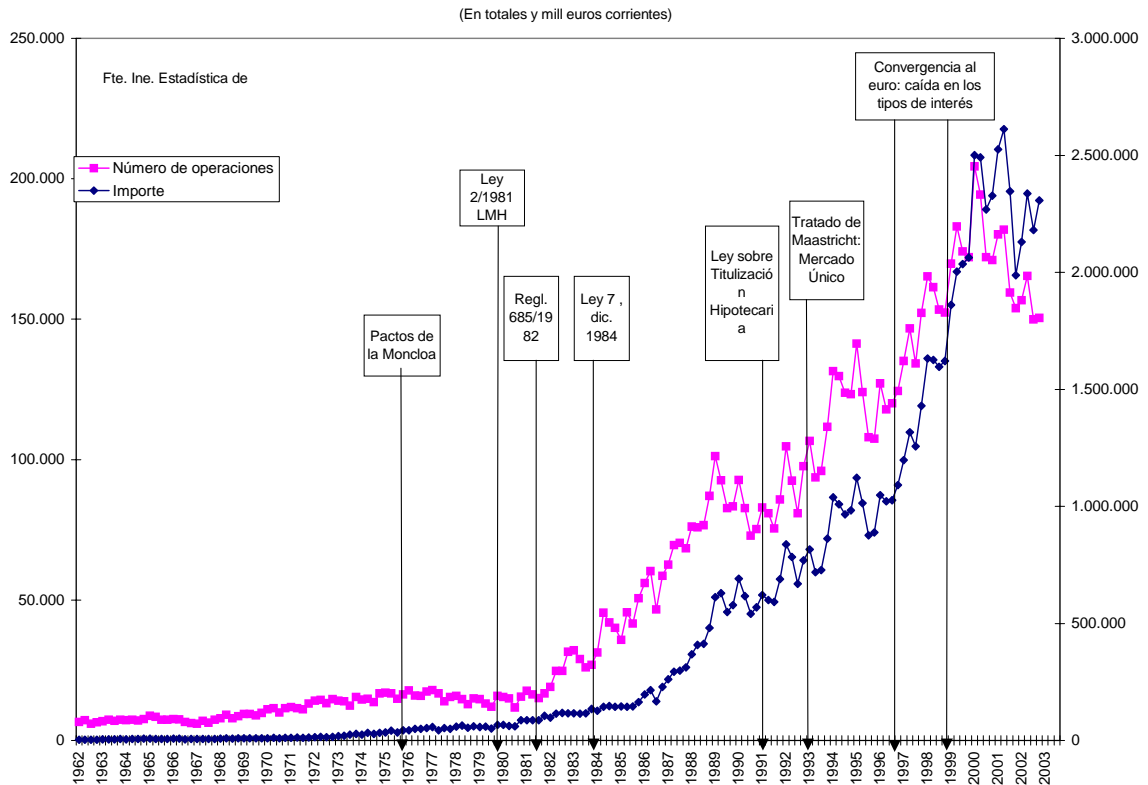
GRÁFICO 1.- EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN ESPAÑA POR INSTITUCIONES
(En % del total de crédito concedido por cada)



Todo este proceso de cambio normativo ha venido acompañado de una extraordinaria expansión del crédito hipotecario, como ya se ha visto, pero también de cambios estructurales dentro del sistema de financiación en el que el más sustancial es la pérdida de peso del sector público como origen de fondos financieros para vivienda (Taltavull, 2003).

Podría decirse que este proceso tiene fechas clave, que definirían el desarrollo y la aceleración o freno de la actividad hipotecaria. Algunas de ellas están marcadas en el gráfico 2 a modo de explicación de los determinantes (probables) del desarrollo del mercado de financiación de la vivienda.

GRÁFICO 2.- EVOLUCIÓN DE LAS HIPOTECAS CONCEDIDAS EN ESPAÑA: 1962-2003



2. Aspectos y evolución del mercado hipotecario en España

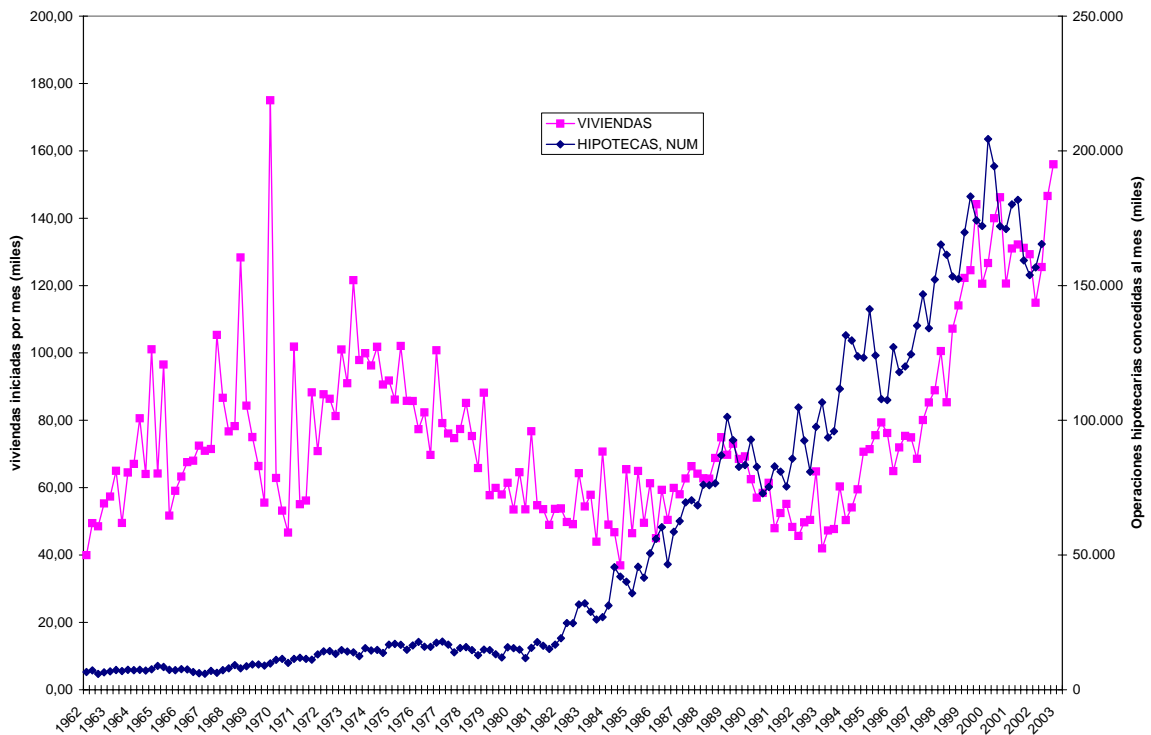
Como se ha visto, el mercado hipotecario español ha experimentado cambios normativos que han podido variar sustancialmente su comportamiento tanto en cuanto a las fórmulas de financiación como en cuanto al origen de sus fondos. A continuación se examinan estos aspectos así como los protagonistas principales de este mercado en España.

El volumen de financiación existente puede observarse desde dos fuentes distintas de información. La primera es el total de créditos con garantía hipotecaria existente en el sistema, y la segunda es la procedente de las estadísticas de hipotecas, que incluyen una muestra de todas las hipotecas concedidas por las instituciones financieras. Ambas fuentes (gráfico 1 y 2) reflejan un crecimiento extraordinario de la financiación al mercado inmobiliario desde mediados de la década de los ochenta, coincidiendo con el proceso de liberalización descrito. Puede observarse una muy fuerte aceleración durante la década de los noventa del siglo XX coincidiendo con los cambios estructurales que experimenta la economía española en ese decenio, a saber, la implantación del Mercado Único, la liberalización completa de los movimientos de capitales y la integración en la Moneda Única. En este proceso destaca la implicación creciente de la banca privada y de las cooperativas de crédito en el mercado hipotecario, que pasan de destinar un porcentaje pequeño de sus recursos (12.4% y 10.9% respectivamente) en 1983 a concentrar una parte

muy importante de ellos en 2003 (44,9% y 62,8%). Estas cifras arrojan proporciones que muestran la gran especialización llevada a cabo en las instituciones financieras hacia el sector inmobiliario y su elevado y creciente compromiso en todos los aspectos, equiparándose al papel que las cajas han desempeñado a lo largo de la historia reciente.

Esta evolución tiene dos implicaciones relevantes: La primera refleja el proceso de ampliación del mercado de negocio para los bancos comerciales y las cooperativas, entrando en un ámbito de operatoria y riesgo desconocido, pero al que se adaptaron con rapidez. La segunda implica una mayor vinculación del sistema hipotecario en el total del sistema financiero español que pasa a tener una mayor dependencia de lo que en él suceda, con consecuencias sobre las pautas de rentabilidad y riesgo de las instituciones financieras y del sistema en su conjunto. No es necesario insistir en que la reforma ha tenido éxito en cuanto al incentivo a la implicación de todas las instituciones financieras, con el resultado de una gran expansión del tamaño de mercado oferente de hipotecas, que es característica particular del mercado hipotecario español en el siglo XXI.

GRÁFICO 3- OPERACIONES HIPOTECARIAS Y VIVIENDAS INICIADAS



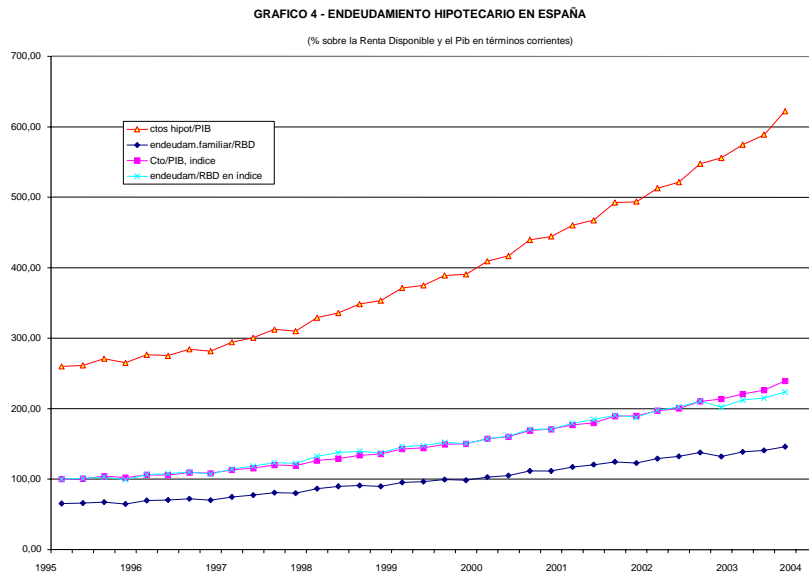
El aumento de la oferta potencial (y real) de hipotecas derivada de esta amplitud del mercado ha tenido efectos sobre la actividad inmobiliaria relacionada con la vivienda, y se ha visto reflejada en un cambio en los indicadores de endeudamiento¹⁷.

En primer lugar, el crecimiento hipotecario ha tenido, como era de esperar, un efecto de expansión del ciclo de edificación que se puede observar en el gráfico 3, donde se compara número de operaciones hipotecarias concedidas y el ciclo de viviendas iniciadas. Este impacto es gráficamente reconocible desde el período de comienzo del proceso de liberalización, reflejando cómo la evolución de la financiación ha actuado de ‘motor’ del ciclo de inversión residencial¹⁸. Es posible que la inexistencia de techos a la financiación haya sido uno de los causantes de la entrada masiva de demandantes potenciales de vivienda

a través de la propiedad al mercado residencial, asociados a un cambio en su modelo de desarrollo en España todavía poco conocido.

Como resultado, hay tres cuestiones que merecen ser resaltadas: La primera es el aumento en los niveles de endeudamiento agregados en la economía asociados al mercado hipotecario. La segunda es el impacto que sobre el total de endeudamiento familiar tiene el aumento de estos flujos de crédito, y la tercera es el grado de sostenibilidad de este proceso en el futuro, tanto desde el punto de vista de las familias como de las instituciones financieras.

En cuanto a las dos primeras, el peso del crédito hipotecario sobre el PIB y el endeudamiento de las familias han crecido mucho y de forma prácticamente paralela (gráfico 4), duplicando las cifras existentes en 1995, aunque quedando todavía lejos de los niveles de endeudamiento de otros Estados Miembros de la UE. El endeudamiento, pues, se ha multiplicado como consecuencia de la expansión en los montantes hipotecarios concedidos por encima del crecimiento económico aunque los niveles no son alarmantes desde el punto de vista agregado¹⁹.



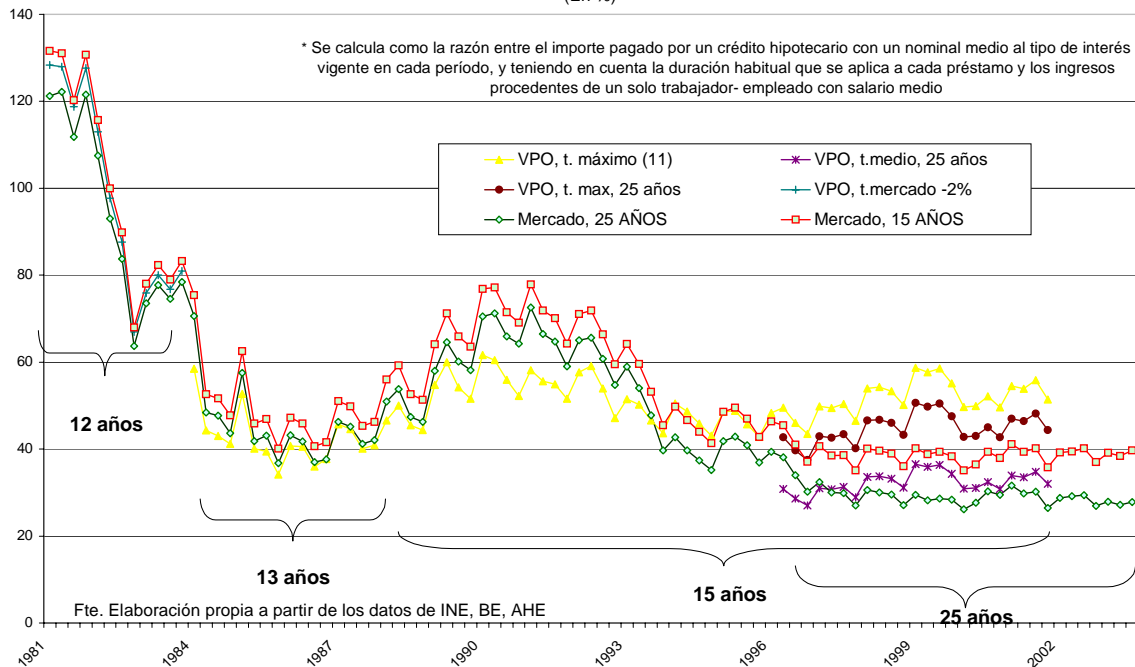
La cuestión que preocupa radica en si el endeudamiento familias es sostenible. Es cierto que el crecimiento en el endeudamiento global ha sido muy superior a la expansión de los ingresos familiares, sin embargo, un ejemplo sencillo de accesibilidad permite observar la sostenibilidad de este proceso. El ejercicio consiste en calcular el esfuerzo de pago hipotecario (llamado también ratio de accesibilidad) que realizan las familias utilizando las figuras hipotecarias que el mercado les ofrece.

En el gráfico 5 se representa el citado ratio teniendo en cuenta el importe unitario de la hipoteca media que se concede en el mercado, al tipo de interés vigente y con el plazo de amortización que aparece fijado en cada una de las series. El valor de referencia de este ratio es del 30%, que expresa la proporción de los ingresos que se considera que una familia puede pagar por la hipoteca de su vivienda sin renunciar a consumo adicional.

El gráfico muestra como la accesibilidad ha pasado por distintos períodos en los últimos 15 años: una primera época (principios de los ochenta) fue aquella cuyas condiciones financieras sesgaban la posibilidad de endeudamiento hipotecario, generando obligaciones de pago que superaban el 100% de los ingresos de un asalariado, en unas condiciones que debieron paralizar la demanda, incluida la de viviendas públicas. Como remarcaban los

proyectos de política de vivienda de aquellos años, las razones principales de esta situación radicaban en la existencia de cortos períodos de amortización y elevados tipos de interés. El alargamiento en el plazo de amortización da lugar al segundo período, en el que se ha reducido el esfuerzo como efecto inmediato del mismo. Las condiciones de precios y tipos de interés se combinan dificultando el acceso hasta 1992 y, luego, facilitándolo. El tercer período empezaría a mediados de la década de los noventa en que la caída en los costes de financiación y el alargamiento de los plazos de amortización de las hipotecas, primero a veinte y posteriormente a veinticinco o más años, compensan el fuerte crecimiento en los precios de las viviendas, configurando ratios de accesibilidad históricamente bajos que posibilitan a una familia media asalariada, el acceso a la propiedad residencial sin renunciar a otros consumos.

GRÁFICO 5. RATIOS DE ACCESIBILIDAD DE LAS FAMILIAS QUE ACCEDEN A VIVIENDAS PRIVADAS Y PÚBLICAS EN ESPAÑA*
(En %)



Es interesante remarcar como las viviendas públicas han requerido un esfuerzo de pago menor (como resultado de sus tipos de interés preferenciales aplicados, ver condiciones en el cuadro A.1 del anexo), mostrando una situación de privilegio que se fue perdiendo a lo largo de los noventa. Las innovaciones aplicadas por el sistema hipotecario dejaron claramente fuera de mercado las fórmulas de financiación públicas desde mediados de esa década, a la vista del esfuerzo en compra estimado para una VPO que cumpliera los tipos de interés y las condiciones fijadas por la Política de Vivienda, con valores del ratio peores que un crédito obtenido en el mercado libre.

A la vista de todo lo dicho, el endeudamiento familiar es sostenible siempre que las condiciones de pago de la financiación sean acordes con un esfuerzo dentro de los valores cercanos al 30%. Como se ha visto en el gráfico, existen factores que condicionan este esfuerzo con naturaleza coyuntural que pueden cambiar a lo largo del ciclo, generando períodos en que el endeudamiento no es sostenible. En los períodos en que esto ha ocurrido (alrededor de los años 1981 y 1990), el sistema financiero ha modificado las condiciones de la oferta hipotecaria para facilitar el acceso, básicamente, alargando plazos y generando

figuras de pago que suponían un menor esfuerzo inicial²⁰. Durante el último período, además, se ha producido un cambio estructural que ha reducido, entre otros cambios, los tipos de interés al mínimo histórico conocido, lo que ha empujado la demanda residencial y los precios, aunque no el ratio de esfuerzo de pago.

Es necesario realizar una matización relacionada con el ratio de capacidad de pago. Su valor determina el porcentaje máximo de sus ingresos corrientes que una familia puede destinar al pago de una hipoteca. Este porcentaje es evaluado por las entidades de forma acumulativa, es decir, se computan todos los préstamos que tiene el potencial deudor en la misma entidad (y en otras si es que la información está disponible). Una sociedad con elevado nivel de endeudamiento tiene, *per se*, un ratio de capacidad de pago elevado con lo que tiene más difícil su nuevo endeudamiento en hipotecas. El aumento de las hipotecas en estos años pasados ha podido producirse, precisamente, por el bajo nivel de endeudamiento que tenían las familias españolas. Para el futuro, es difícil que se puedan aumentar el ritmo de endeudamiento familiar por encima del nivel experimentado en estos años.

3. El porqué del protagonismo de la financiación hipotecaria en España.

La financiación hipotecaria ha respondido a la existencia de fuentes de demanda estables que se muestran especialmente poderosas desde mediados de los ochenta en España²¹. Existen trabajos que ratifican esta potencialidad y delimitan estas fuentes como demanda real que se ve reflejada en elevadas tasas de absorción de viviendas en el mercado, lo que implica que el sistema financiero ha venido respondiendo a la intensa demanda de este sector con instrumentos apropiados. Para entender esta flexibilidad en la respuesta financiera, es necesario clarificar dos cuestiones. La primera es porqué el sistema hipotecario ha utilizado los recursos globales del sistema financiero y no sólo fuentes de financiación destinadas a actividades hipotecarias como han hecho otros países. La segunda es si el sistema financiero, en su proceso ‘hipotecar’ sus recursos, puede caer en riesgos excesivos que representarían un peligro para el sistema, lo que fijaría un ‘techo’ a esta financiación.

El uso de los depósitos generales del sistema como fuente de financiación para los créditos hipotecarios es una de las características diferenciales del sistema hipotecario español sobre el resto en Europa. Esto es así por distintas razones, muchas de ellas históricas, entre las que destacan las siguientes:

1. Las principales instituciones hipotecarias han sido, desde el principio, las Cajas de Ahorro, para las cuales el segmento hipotecario es un ámbito de negocio no exclusivo aunque mayoritario.
2. La aparición de las instituciones hipotecarias especializadas se produce dentro de los cambios regulatorios que liberalizan este mercado, de manera que estas instituciones comienzan su actividad en condiciones de competencia con el resto más asentadas en el mercado, lo que ha condicionado su desarrollo y expansión.
3. Los instrumentos específicos de captación de fondos como fuente de financiación de las hipotecas han experimentado reducidas innovaciones y han ido perdiendo peso desde la década de los ochenta. La aparición de la titulización de activos hipotecarios rompió este proceso (cuadro 1), aunque la inexistencia de completa liberalización ha condicionado su papel como principal fuente de recursos. De hecho, en la actualidad, las instituciones financieras obtienen entre el 10 y el 15% del importe prestado mediante este procedimiento y el total de títulos con garantía hipotecaria existentes

En cuanto a la segunda cuestión, el peso actual de los préstamos hipotecarios sobre los totales es creciente, menor que en otros países²², y no parece estar condicionando ni la rentabilidad de las instituciones, ni el riesgo global, ni la satisfacción de la demanda de otros créditos para consumo o inversión que el mercado demanda, si se analizan las estadísticas globales. La cuestión del riesgo es especialmente importante.

Los préstamos hipotecarios se asocian con un número elevado de riesgos que las instituciones financieras deben afrontar, de los cuales son el de mercado y de crédito los que parecen más relevantes en este momento²³. El de liquidez es uno de los riesgos permanentes, ya que el sistema hipotecario presta a largo plazo pero se financia a corto con títulos y depósitos, aunque no parece haber restricción de liquidez en el sistema español a la vista de la evolución del volumen prestado. Tampoco el riesgo de pérdida de beneficios por amortización anticipada parece ser relevante, constatándose como estable en el caso español (Wyman, pp A48 y ss).

Los dos aparentemente más significativos son el de crédito y el de mercado. El riesgo de crédito se traduce en la posibilidad de que los prestatarios dejen de pagar, y el de mercado consiste en el daño que se pueda producir al sistema si hay un cambio brusco en la evolución del mercado residencial. El primero de ellos puede ser analizado viendo ‘lo que está ocurriendo’ en la evolución de los préstamos de dudoso cobro. Su proporción es reducida (alrededor de un 1% del total) y decrece con la expansión económica en todas las tipologías, y, en el caso de los hipotecarios, suponen una proporción aún menor, reduciéndose, según la información disponible, hasta 2003 a un 0.5% del total concedido por las instituciones que intermedian este mercado (gráfico 6). Este hecho es constatado en la mayoría de los trabajos referentes al mercado hipotecario (AFI, GE Mortgage Insurance, Merrill Lynch, Ball, 2003 (informe RICS)), que muestran como el grado de riesgo de fallidos en España es sustancialmente menor al existente en otros países europeos. Una segunda vía de análisis es contrastar si las familias pueden experimentar dificultades de pago ‘a priori’ por la concesión de la hipoteca. En este sentido, el gráfico 5 anteriormente visto es muy indicativo de cómo las innovaciones en los préstamos han generado una reducción en el esfuerzo de pago y, por tanto, en el riesgo de ‘ahogo’ financiero de las familias por el pago de una hipoteca, en presencia, eso sí, de bajos tipos de interés. No parece, pues, que el riesgo de crédito esté creciendo en este sector en España, actualmente.

El riesgo de mercado consiste en la posibilidad de que el sistema pudiese quedar dañado como consecuencia de un cambio en las condiciones económicas generales. El daño que puede causar el mercado, obviados los anteriores, se refieren al impacto sobre la garantía que mantienen los préstamos emitidos. Dado que las hipotecas están garantizadas por el propio bien, sólo las situaciones que generasen un proceso de deflación grave podría tener este efecto.

Este riesgo podría estar latente dado que el fuerte aumento de la financiación hipotecaria ha tenido lugar coincidiendo con un período de fuerte revalorización y se han mantenido de forma sostenida el aumento de precios, de préstamos concedidos y de nominal. Esto ha generado que las propiedades (garantía de los préstamos) hayan aumentado su respaldo financiero, con lo que las instituciones han visto mejorar su posición de solvencia asociada a la actividad hipotecaria y disminuir su riesgo. Sin embargo, una súbita deflación (la fractura de una ‘burbuja especulativa’) podría invertir este proceso.

Un ejemplo sencillo permite entender este proceso (cuadro 2). El aumento de los precios revaloriza las viviendas, de manera que una unidad adquirida en 1997²⁴ (valor 100) había casi duplicado su valor en el primer trimestre de 2003 (valor 185,1²⁵). El precio en el

momento de la concesión determina el préstamo a través del ratio crédito/valor²⁶ y este ratio ha ido evolucionando a la baja a medida que se revalorizaban las viviendas. En el mismo caso de antes, una vivienda hipotecada en 1997 al 80% de su valor tenía un LTV ratio del 42,23% en 2003. Utilizando la fórmula de cálculo del LTV puede verse el impacto que sobre esta garantía produciría un shock sobre los precios. Hemos tenido en cuenta tres escenarios, en los cuales los precios nominales caen un 10%, un 20% y un 30% (situaciones, las dos últimas, que podrían asimilarse a los efectos del estallido de una burbuja especulativa)²⁷: El efecto inmediato de una caída en los precios se concentra en un aumento del ratio crédito/valor de los préstamos concedidos en el pasado y en el año en curso, de manera que un valor que supera el 80% está mostrando un proceso con pérdida de garantías para las instituciones financieras (cifras en rojo). Sin embargo, los tres escenarios de deflación estimados muestran que se generan aumentos del LTV que no llegan al 80%.

CUADRO 2. REVALORIZACIÓN DE LAS VIVIENDAS Y RATIO CRÉDITO/VALOR.									
% de revalorización de las garantías hipotecarias en 2003 (términos nominales)									
Concedidas en:	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003(a)	2003 (b)	2003 (c)
1997	100								
1998	104,8	100							
1999	115,6	110,4	100						
2000	128,9	123,1	111,5	100					
2001	144,8	138,2	125,2	112,3	100				
2002	163,9	156,5	141,8	127,2	113,2	100	100	100	100
2003*	185,1	176,6	160,1	143,6	127,8	112,9	90	80	70
2003(a)	166,6	159	144,1	129,2	115,1	101,6			
2003 (b)	148,1	141,3	128,1	114,8	102,3	90,32			
2003 (c)	129,5	123,7	112,1	100,5	89,49	79,03			
Garantía de los préstamos hipotecarios concedidos en cada año									
ratio crédito/valor - LTV ratio									
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003(a)	2003 (b)	2003 (c)
1997	80								
1998	76,36	80							
1999	69,2	72,5	80						
2000	62,05	65,01	71,74	80					
2001	55,26	57,9	63,89	71,24	80				
2002	48,8	51,13	56,42	62,92	70,65	80	80	80	80
2003*	43,23	45,29	49,98	55,73	62,58	70,86	88,89	100	114,3
2003(a)	48,03	50,32	55,53	61,92	69,53	78,74			
2003 (b)	54,04	56,61	62,47	69,66	78,22	88,58			
2003 (c)	61,75	64,7	71,39	79,61	89,4	101,2			
* primer trimestre									
(a) caída de precios del 10%									
(b) caída de precios del 20%									
(C) caída de precios del 30%									
Fte. Elaboración propia a partir de los datos del MFOM, INE, BE									

Esto ocurre en todos los casos cuando los préstamos son concedidos antes del año 2000; solo superan esta barrera los concedidos en el 2001 y siempre que la caída en los precios fuese mayor del 30%, y también los del 2002 si los precios caen más de un 20%. Sólo en

estos casos, las instituciones financieras experimentarían un aumento del riesgo de mercado asociado al supuesto ‘estallido’ de la burbuja, pero con efectos parciales y no totales en su cartera. El hecho de que las instituciones financieras no se vean afectadas ni siquiera en el caso de que la caída nominal de los precios fuese de hasta un 10%, muestra la solidez existente en esta forma de actividad financiera, *caeteris paribus*.

Una conclusión que se extrae de las anteriores líneas es que existe una ausencia de riesgos en las condiciones actuales del mercado español que ha incidido positivamente en la decisión de las instituciones sobre canalizar los recursos financieros hacia las viviendas. Puede así entenderse, entonces, que hayan aumentado mucho la concesión hipotecaria respondiendo al crecimiento de la demanda de viviendas, que viene determinado por la todavía existencia de demanda intensa de primera vivienda, la necesidad de inversión en activos con valor y revalorización seguros y una demanda de segundas residencias crecientes en nuestro país. La razón radica en que los riesgos son mínimos si se presta acorde a las reglas y hay una gran oportunidad de negocio para las instituciones, ya que consiguen ‘fidelizar’ a los clientes con las hipotecas, centralizando el resto de su operatoria durante muchos años y rentabilizando la operación con actividad financiera adicional.

Dicho así, el aumento en la actividad hipotecaria no se antoja como el resultado de un plan estudiado de las instituciones financieras, sino más bien de adaptación progresiva a los cambios del mercado y de competencia, que han derivado en una flexibilidad inusitada en el sistema hipotecario y que ha beneficiado en gran medida a la accesibilidad residencial. La concentración de demanda y la flexibilidad en el crecimiento del crédito hipotecario han generado, entre otros, un aumento del endeudamiento hipotecario, aunque los niveles, en términos comparativos con otros países europeos, no han llegado a los máximos de riesgo.

Hay que remarcar que este análisis se realiza teniendo en cuenta los determinantes ligados a la evolución socio-económica de España, es decir, se evalúa el nivel de endeudamiento de las familias españolas, acorde con su nivel de ingreso medio, la posición financiera y variables económicas nacionales. Los cambios experimentados en los últimos años, con una mayor integración a todos los niveles con Europa y sus economías, pueden estar modificando el modelo e insertando nuevos factores que hay que evaluar en los análisis de sostenibilidad del sistema hipotecario. También es necesario remarcar que los mercados residenciales tienen unas características propias tan marcadas que hagan que la evolución agregada no tenga que ver con la realidad local. Esto implica que las variables aquí manejadas de accesibilidad puedan no ser reales para mercados concretos, como el de Madrid o San Sebastián, por citar dos ejemplos. Esta afirmación abarca también a la evolución de los precios y de la actividad productiva y a su tendencia a influir en los niveles de equilibrio en las regiones colindantes. Estas relaciones son poco conocidas en España, pero de gran relevancia a la hora de estimar la evolución futura de los factores aquí utilizados para evaluar los riesgos.

4.- Conclusiones y perspectivas

La liberalización del sistema financiero durante los ochenta convirtió a las hipotecas en una de las operaciones de inversión más rentables para las instituciones por varios motivos:

1. Por la existencia de una demanda residencial en crecimiento, lo que les permitía un aumento de cuota de mercado financiero
2. Porque a través de ella se fidelizaba al cliente, generando negocio en otros ámbitos de actividad.

3. Porque se reducían los riesgos bancarios asumidos con las hipotecas en nuevas condiciones, especialmente tras la adaptación de innovaciones en las fórmulas de financiación a la vivienda, como los tipos de interés ajustables y la modificación de las condiciones de los préstamos, generando clientes de bajo riesgo y elevada rentabilidad
4. Porque la rentabilidad es considerada estable en el largo plazo.

Las anteriores razones y el desarrollo consecuente de la financiación han tenido un efecto bidireccional con el mercado de viviendas: la mayor financiación junto con la competencia entre entidades ha generado un efecto impulsor de la demanda residencial a través de la mejora de su accesibilidad para la compra (la oferta financiera se adapta a las condiciones de ingresos) lo que ha potenciado un mayor crecimiento en la construcción de viviendas, en la actividad, en la inversión y en los precios. Este proceso ha tenido un efecto positivo sobre la demanda de nuevas hipotecas (la disponibilidad a prestar ‘convence’ a posibles demandantes de viviendas para que hagan efectivo su deseo de compra), de manera que este tipo de financiación se ha convertido en una de las áreas de actividad financiera más importante durante los noventa.

Este sistema es solvente y:

- Se implica directamente con el endeudamiento familiar, lo que centraliza el riesgo del sistema en la economía familiar y no en los sectores productivos, como en los períodos anteriores.
- Depende fuertemente de los depósitos del sistema, es decir, mantiene su ligazón con los fondos globales del sistema financiero, lo cual le reduce la posibilidad de restricciones crediticias. Además, la entrada de compradores con fondos ligados a sistemas financieros europeos aumenta la liquidez interior y la flexibilidad del sistema
- Tiene un bajo nivel de riesgo asociado, ya que, a pesar del crecimiento, los fallidos no han sido relevantes.
- Las innovaciones aplicadas y la expansión del ciclo de edificación han tenido un efecto positivo agregado sobre la economía todavía no cuantificado.

Las expectativas de continuación de este proceso de expansión de la oferta hipotecaria dependerán de distintos factores que pueden ser exógenos y endógenos al sistema.

Entre los primeros cabría destacar, en primer lugar, el mantenimiento de la intensidad en los factores de demanda que han actuado en el mercado de viviendas. Es reconocido que la demanda desde los hogares y las nuevas fórmulas de demanda (segundas residencias, extranjera y turística) pueden mantener su fortaleza si las condiciones económicas mejoran en los países de origen y si el nivel de endeudamiento familiar no aumenta más. En segundo lugar, las nuevas condiciones monetarias pueden estar dando transparencia al mercado residencial y generar una respuesta de la demanda que es imprecisa. Hasta el momento, algunas regiones han experimentado parte de este proceso, pero se desconoce su grado de estabilidad o si puede convertirse en componente permanente de los mercados españoles. En tercer lugar, lo que ocurra en otras actividades tendrá efecto sobre la demanda de fondos hipotecarios dado que las viviendas son una alternativa de inversión. Así, la inexistencia de rentabilidad en activos financieros seguirá reorientando parte del capital hacia este mercado, en el contexto nacional y europeo.

En el segundo grupo, los factores endógenos también pueden incitar el mantenimiento de los flujos de créditos hipotecarios como resultado de distintos factores, como la falta de alternativas de inversión; el excedente de liquidez generado por el aumento del ahorro depositado en las entidades; los reducidos riesgos asociados a la operación hipotecaria, y, entre otros, por la competencia entre entidades por captar nuevos compradores solventes, ya que se reconoce que una buena parte de las familias propietarias con préstamos pagados han experimentado un crecimiento en su riqueza impulsado por el aumento de los precios residenciales. Estas familias cuentan con un bajo nivel de endeudamiento a largo plazo y son, pues, objeto de captación para nuevas operaciones.

Las condiciones que debe seguir el sistema financiero para ‘casar’ la accesibilidad de las familias pasa por evaluar el papel de los ingresos ‘estables’, el del crecimiento de los precios, la evolución de los tipos de interés, el cuidado en gestionar bien la restricción crediticia relacionada con los riesgos y de adaptar las condiciones de los préstamos para mejorar la accesibilidad de los compradores. La obtención de fondos para financiar los créditos es una cuestión que queda en suspenso, pero en la que las instituciones tendrán que pensar cada vez más en el futuro. Si estas condiciones no experimentan cambios sustanciales, podremos seguir observando un crecimiento de la actividad hipotecaria relevante en los próximos períodos.

ANEXO

El proceso de liberalización del mercado hipotecario se considera que comienza con los “Pactos de la Moncloa” (1977), a través de la orden del 23 de julio de 1977, sobre la liberalización de los tipos de interés y las inversiones de cajas de ahorro y banca privada. En los Pactos se incluía el compromiso de crear y regular un Mercado Hipotecario y este proceso empieza a tomar forma con la Ley del Mercado Hipotecario (Ley 2/1981, de 25 de marzo, y su reglamento, el Real Decreto 685/1982, de 22 de junio). Ambas regulaciones estructuran un mercado hipotecario amplio, en el que se fomenta la competencia entre las entidades para lo que se crea un nuevo tipo de agente especializado, como fueron las sociedades de crédito hipotecario, y se sientan las bases para la creación de instrumentos de refinanciación (bonos, cédulas, participaciones y la titulización hipotecaria), la transparencia del mercado (estableciendo los índices de referencia del mercado hipotecario) y, ya a finales de los noventa, la mejora de las condiciones crediticias de préstamos que, ante la bajada de tipos de interés, habían quedado desfasados (normativa sobre subrogación hipotecaria).

Las medidas posteriores a la Ley 2/81 para liberalizar el mercado hipotecario, ordenadas por objetivos, fueron:

- a) Medidas legislativas: cuyo objetivo es una regulación más estricta de la actividad de las entidades que operan en el mercado.
 - i. Orden de 22 de junio de 1982.- Impone coeficientes obligatorio Política monetaria y financiera a las S.C.H.
 - ii. Orden de 12 de noviembre de 1983, por las que las S.C.H. se ven sometidas a coeficientes de caja.
 - iii. Orden de 7 de diciembre de 1984, afecta a todas las entidades al imponer la obligatoriedad de reinversión en préstamos hipotecarios, durante un plazo máximo

de seis meses, del 70% de los fondos captados mediante emisión de cédulas hipotecarias.

- iv. Ley 26/1988, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, que afecta a las S.C.H., al imponer a dichas entidades un régimen formal y de control administrativo idéntico al de otras entidades de crédito al que no estaban supeditadas anteriormente
- b) Medidas de desregulación, que tienden a liberalizar la actividad de las entidades que operan en el mercado, atenuando la discriminación entre ellas.
- i. RD 1623/1985 de 28 de agosto, que modifica el plazo mínimo de depósitos y certificados de depósito, que pasa de 3 años a 18 meses.
 - ii. RD 1044/1989 de 28 de agosto, que extiende a las S.C.H. el régimen de coeficiente de recursos propios mínimos que deben mantener los bancos privados, las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito. Para los riesgos con garantía hipotecaria, el nivel de recursos propios se fija en el 3.7% de dichos riesgos.
 - iii. Ley 26/1988 extiende la autorización a emitir cédulas hipotecarias a los bancos privados, La Caja Postal de Ahorros y las cooperativas de crédito.
 - iv. RD 771/1989 de 23 de junio, homogeneiza las condiciones de creación de entidades financieras no bancarias, entre las que se hallan las S.C.H.
- c) Medidas para dotar de mayor transparencia a los mercados.
- i. Ley 24/1988, que suprime el régimen privilegiado de admisión a cotización en Bolsa que poseían las cédulas hipotecarias. A partir de 1988 se exige la verificación previa de los requisitos por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
 - ii. RD. 1623/1985 de 28 de agosto, limita el volumen de autocartera al 5% de las emisiones.
- d) Medidas de tipo fiscal.
- i. Ley 14/1985 de 29 de mayo sobre régimen fiscal de varios activos financieros y ley 24/1988 de 28 de julio sobre regulación del mercado de valores, que suponen una restricción al régimen de libertad en la transmisión de títulos hipotecarios.
 - ii. Ley de Presupuestos del estado de 1987 – Ley 21/1986, con la que desaparecen la deducción por inversiones. Hasta esa fecha, y con motivo de potenciar la utilización de los bonos y las cédulas hipotecarias, estos eran considerados como inversiones a las que eran aplicables las deducciones previstas en el IRPF y en el Impuesto sobre Sociedades.

CUADRO A.1 .- LOS PLANES DE VIVIENDA EN ESPAÑA, 1940-2005 Y LA ESTRUCTURA DEL MERCADO HIPOTECARIO						
PLAN - DENOMINACIÓN	ORIGEN DE LOS FONDOS	CARACTERÍSTICAS DE LAS HIPOTECAS APLICABLES A VIVIENDAS PÚBLICAS				
		cuantía	plazo	carencia	tipo amortizac	tipo interés
Situación inicial						
Plan Trienal de Viviendas 1981-1983.	Estatales, Cajas de Ahorro e Instituciones de crédito hipotecario. Banca Privada, Caja Postal, Cooperativas de crédito, entidades de financiación reguladas por el RD896/1977, y Sociedades de Crédito Hipotecario, . Cédulas hipotecarias emitidas por el BHE	PRECIO	a) 12 AÑOS b) ptmo complementario c) ptmo sin interés para pago parcial de las anualidades	2	TRIMESTRAL	a) 2-3 % MENOR QUE EL MERCADO, b) ti mercado
Plan Cuatrienal 1984-1987	Estatales, Cajas de Ahorro, Bancos e Instituciones de crédito hipotecario. Cédulas hipotecarias emitidas por el BHE	80% modulo	a) 13 AÑOS b) intereses subsidiados	3 a promotor	amortizac con cuotas crecientes al 3%	a) 6% b) 8% y c) 11%
Prolongación del Plan Cuatrienal 1984-1987, RD 1.12.1987 y RD 3.3.1989	Estatales, Cajas de Ahorro, Bancos e Instituciones de crédito hipotecario. Cédulas hipotecarias emitidas por el BHE	75 - 80% modulo	a) 15 AÑOS b) intereses subsidiados	3 a promotor	amortizac con cuotas crecientes al 3%	a) 6% b) 7,5% c) 11%
El Plan de Vivienda 1992-95: plan de las 700.000 viviendas	Estatales, Cajas de Ahorro, Bancos e Instituciones de crédito hipotecario. Cédulas hipotecarias emitidas por el BHE, Títulos hipotecarios	95 - 80% modulo	a) 15 AÑOS b) intereses subsidiados	3 a promotor	amortizac con cuotas crecientes al 3%	a) 7% b) 5% ¿c)11%?
El Plan de Vivienda 1996-1999	Ahorro, Bancos e Instituciones de crédito hipotecario. Cédulas hipotecarias emitidas por el BHE, Títulos hipotecarios	95 - 80% modulo	a) 15 y 25 AÑOS b) intereses subsidiados c	3 a promotor	amortizac con cuotas crecientes al 3%	a) 7% b) 5%
Plan de Vivienda 1998-2001	Ahorro, Bancos e Instituciones de crédito hipotecario. Cédulas hipotecarias emitidas por el BHE, Títulos hipotecarios	95 - 80% modulo	a) 20 y 25 AÑOS b) intereses subsidiados c	3 a promotor	amortizac con cuotas crecientes al 1%	a) 7% b) 5%
Plan de Vivienda 2002-2005	Ahorro, Bancos e Instituciones de crédito hipotecario. Cédulas hipotecarias emitidas por el BHE, Títulos hipotecarios	80% modulo	a) 20 y 25 AÑOS b) Subsidiación de cuota entre el 20% (y 40%) y el 11%	3 a promotor	amortizac con cuotas ctes	no tipo fijado. Mercado

BIBLIOGRAFÍA

- Analistas Financieros Internacionales (AFI), 2002, *Análisis del mercado hipotecario español: riesgos y sensibilidad al ciclo*, <http://www.ahe.es>
- ARCELUS, Francisco y MELTZER, Allan F, 1973, "The Markets For Housing and Housing Services", *Journal of Money, Credit and Banking*, febrero, vol.V, num. 1, pags. 78-99
- Asociación Hipotecaria Española, *Informe anual*, varios números, Madrid.
- Asociación Hipotecaria Española, 2003, *Tasas de dudosa hipotecaria*, Madrid.
- Asociación Hipotecaria Española, Estadísticas del Mercado Hipotecario, varios años
- Ball, Michael, 2001, *RICS European Housing Review 2001*, RICS, Knight-Frank ed, London
- Ball, Michael, 2003, *RICS European Housing Review 2003*, RICS ed. London
- BRUECKNER, Jan K. y FOLLAIN, James R., 1989, "ARMs and the Demand for Housing", *Regional Science and Urban Economics*, vol. 19, pags. 163-187
- CAPOZZA, D.R., 1998, "The Conditional Probability of Mortgage Default Resolutions", *Real Estate Economics*, vol 26(3), pags. 359-390
- Carbó Valverde, S., Rodríguez Fernández, F., 1998, "La dimensión financiera de la vida familiar" *Papeles de Economía Española*, num. 77, pp.172-185
- Case, K.E, Quigley, J.M. y Shiller, R.J., 2001, Comparing Wealth Effects: *The Stock Market versus the Housing Market*, Cowles Foundation Discussion Papers num. 1335,
- Castro, Ana E., 1997, "El endeudamiento de las familias españolas con fines de consumo", *Cuadernos de Información Económica*, num 120-121, pp 208-217
- Duca, John V y Rosenthal, Stuart S., 1994, "Borrowing constraints and access to owner-occupied housing", *Regional Science and Urban Economics* num. 24, pp. 301-322
- EGEBO, Thomas y LIENERT, Ian (1991), "Modeling Housing Investment for Seven Major OECD Countries". OCDE, Working Paper num. 63, pag. 9
- European Central Bank, 2003, *Structural Factors in the EU Housing Markets*, Report of ECB, March, Brussels
- European Mortgage Federation, 2003, "Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets", Mercer Oliver Wyman report, September, Brussels
- FREIXAS, XAVIER (1991): "El mercado hipotecario español. Situación actual y proyecto de reforma". FEDEA, vol 8
- FUNCAS, 1985, *Mercado Hipotecario*, *Papeles de Economía Española*, Suplemento sobre el sistema financiero num.9
- FUNCAS, 1993, *Titulización de Activos Financieros*, *Perspectivas del Sistema Financiero*, num 44
- GOEBEL, Paul R. y MA, Christopher K., 1993, "The Integration of Mortgage Markets and Capital Markets", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol. 21, num.4, pags. 511-538
- HENDERSHOTT, Patric H. y VAN ORDER, 1989, Robert, "Integration of Mortgage and Capital Market and the Accumulation of Residential Capital", *Regional Science and Urban Economics*, North-Holland, vol. 19, 1989, pags. 189-210
- Jimenez Aguilera, J.D, 1995, "La financiación al sector inmobiliario", *Papeles de Economía Española*, num. 65, pp.241-247
- Jimenez Aguilera, J.D, y Sánchez Martínez, M.T, 2002, "Mercado hipotecario y financiación a la vivienda. Veinte años de funcionamiento de la ley del mercado hipotecario", *Papeles de Economía Española*, num.94, pp.109-121
- Kau, James, B y Kim, Taewon, 1994, "Waiting to Default: The Value of Delay", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol. 22, num. 3, pags. 539-551
- KENT, Richard J., 1980, "Credit Rationing in the Home Mortgage Market", *Journal of Money, Credit and Banking*, Ohio University Press, vol. XII, num. 3, pags.488-501
- Kent, Richard, J., 1987, "Dynamic Credit Rationing in the Home Mortgage Market", *AREUEA Journal*, vol 15, num.4, pags. 300-320
- Ling, David C y McGill, Gary A., 1998, "Evidence on the Demand for Mortgage Debt by Owner-Occupants", *Journal of Urban Economics*, vol. 44, pp 391-414
- LINNEMAN, Peter y WACHTER, Susan, 1989, "The Impacts of Borrowing Constrains on Homeownership", *AREUEA Journal*, Vol. XVII, pags. 389-402
- LOPEZ, C (2001): "El sistema de financiación a la vivienda en la Unión Europea. Perspectivas de convergencia". Jornadas: 8th European Real Estate Society Conference, Universidad de Alicante, 26-29 junio de 2001.
- MAISEL, Sherman J, 1963, "A Theory of Fluctuations in Residential Construction Starts", *The American Economic Review*, vol. LIII, Junio, 1963, pags. 359-383

- Meen, Geoffrey, 2001, *Modelling Spatial Housing Markets*, Kluwer Academic Publishers, Advances in Urban and Regional Economics, vol.2
- MFOM, 1999, "El Libro Blanco del sector Inmobiliario".FEI, Madrid
- MUTH, Richard F,1988, "Housing Market Dynamics", *Regional Science and Urban Economics*. North-Holland, vol 18, pags. 345-356
- Ortalo-Magné, F y Rady, S, 2001, *Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints*, SSNR working paper num 271551
- Quigley, John, M. y Van Order, Robert, 1990, "Efficiency in the Mortgage Market: The Borrower's Perspective", *AREUEA Journal*, vol 18, num.3, pags. 237-252
- Roldan, Jose María, 2001, "El nuevo Acuerdo Capital- Basilea II", *Perspectivas del Sistema Financiero*, num 72, pp.1-12
- Sáez, Felipe, 1994, "Relación entre cuotas de mercado y tipos de interés en el sistema bancario español" Banco de España, Boletín Económico, nov. Pp.29-36
- SAN MARTÍN, I. (2.000): "Los Problemas de la financiación". Vivienda y Familia, Taltavull P.(coord.). Fundación Argentaria.
- SCHWARTZ, Eduardo S. y TOROUS, Walter N., 1993, "Mortgage Prepayment an Default Decision: A Poisson Regression Approach", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol. 21, num.4, pags. 431-450.
- SMITH, Bruce, 1983, "Limited Information, Credit Rationing and Optimal Government Lending Policy", *The American Economic Review*, vol. 73 num.3, junio, pags. 305-318
- SWAN, Craig ,1970, "Housebuilding: A Review of Experience", *Brooking Papers in Economic Activity*, vol. I, pags. 48-70
- Taltavull de la Paz, Paloma, 1991, "La más reciente reforma del Mercado hipotecario", *3CONOMIA*, num 10, pp 56-60
- Taltavull (coord.), 2000a, *Vivienda y Familia*. Fundación Argentaria, Madrid
- Taltavull de la Paz, Paloma, 2000b, "Activity Development Leadership and Geographic Areas in Spain", *Journal of Property Investment and Finance*, 18(3), 371- 397
- Taltavull P, 2001, *Economía de la Construcción*. Civitas, Madrid
- Taltavull, P, 2002, *La inversión alternativa en vivienda*, Ponencia presentada a los V Encuentros de Economía Aplicada, mimeo
- Taltavull, P., 2003a, 'La financiación de la vivienda en Europa', *Perspectivas del Sistema Financiero*, VOL 78, FUNCAS,
- Taltavull, P., 2003b, 'La Política de Vivienda', en Salinas J. Y Álvarez, S, (coord.), *El Gasto Público en la Democracia*, Instituto de Estudios Fiscales, pp331-378
- VANDELL, Kerry D., BARNES, Walter, ARTZELL, David, KRAFT, Dennis y WENDT, William, 1993 "Commercial Mortgage Defaults: Proportional Hazards Estimation Using Individual Loan Histories" *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol. 21, num.4, pags. 431-450.
- Wyman, Mercer Oliver, 2003, *Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets*, European Mortgage Federation, Report , electronic document, <http://www.hypo.org> y <http://www.ahe.es>
- ZORN, Peter M., 1989, "Mobility-Tenure Decisions and Financial Credit: Do Mortgage Qualification Requirements Constrain Homeownership?", *AREUEA Journal*, vol. 17, num 1, pags. 1-16.
- ZUMPARNO, Leonard V., RUDOLPH, Patricia M. y CHENG, David C., 1986, "The Demand and Supply of Mortgage Funds and Mortgage Loan Terms", *AREUEA Journal*, vol. 14, num. 1, pags. 91-109.

¹ Existen numerosos manuales donde pueden consultarse los determinantes de la expansión de la oferta de viviendas. Ver Taltavull, 2001, *Economía de la Construcción*, Civitas

²MAISEL, Sherman J.(1963), "A Theory of Fluctuations in Residential Construction Starts", en The American Economic Review, vol. LIII, Junio, pags. 369..

³DE ROSA, Paul (1978), "Mortgage Rationing and Residential Investment. Some Results from a Brainard-Tobin Model", en Journal of Money, Credit and Banking, Vol. X, num. 1, febrero, pags.75-87.

⁴KENT, Richard J. (1980), "Credit Rationing an the Home Mortgage Market", en Journal of Money, Credit and Banking, Ohio University Press, vol. XII, num. 3, pags.489.

⁵Una descripción de los efectos de la política monetaria sobre el equilibrio del sistema financiero que afecta a las familias y al mercado residencial se encuentra en MAISEL, Sherman J.(1968), "The Effects of Monetary Policy on Expenditures in Specific Sectors of the Economy" en Journal of Political Economy, vol. 76, pags. 796-807.,

⁶SWAN, Craig (1970), "Housebuilding: A Review of Experience", en Brooking Papers in Economic Activity, vol. I, pags. 48-70.

⁷SMITH, Bruce (1983), "Limited Information, Credit Rationing and Optimal Government Lending Policy", en The American Economic Review, vol. 73 num.3, junio, pags. 305-318.

⁸JAFFE, Dwinht M. y MODIGLIANI, F.(1969), "A Theory and Test of Credit Rationing", en American Economic Review, vol. 59, diciembre, pags. 850-872.

⁹Como por LINNEMAN, Peter y WACHTER, Susan(1989), "The Impacts of Borrowing Constrains on Homeownership", en AREUEA Journal, Vol. XVII, pags. 389-402, en por HENDERSHOTT, Patric H. y VAN ORDER, Robert (1989), "Integration of Mortgage and Capital Market and the Accumulation of Residential Capital", en Regional Science and Urban Economics, North-Holland, vol. 19, pags. 189-210, o el de GOEBEL, Paul R. y MA, Christopher K.(1993), "The Integration of Mortgage Markets and Capital Markets", en Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, vol. 21, num.4, pags. 511-538, entre otros.

¹⁰DE ROSA, Paul (1978), "Mortgage Rationing and Residential Investment. Some Results from a Brainard-Tobin Model", en Journal of Money, Credit and Banking, Vol. X, num. 1, febrero, pags.75-87.

¹¹Ortalo-Magné y Redy, 2001,

¹² Hay que recordar que los trabajos existentes hacen referencia al sistema de financiación anglosajón, distinto sustancialmente del existente en España.

¹³ En Europa las instituciones públicas ligadas al sector residencial son múltiples y conocidas, tomando distintas formas de organización. También en EEUU se instauraron organizaciones similares que aportaban financiación al sector residencial. Una de las más relevantes, incluso en la actualidad, es Fannie Mae.

¹⁴ El concepto de valor era más cercano al precio de venta. El de tasación comienza en 1986.

¹⁵ Posteriormente el RD 692/1996 modifica el desarrollo reglamentario de la ley 1981 y establece que las entidades que pueden participar en el MH son la Banca Privada, las Cajas de Ahorro, CECA, cooperativas de crédito y los Establecimientos Financieros de Crédito. Las Sociedades de Crédito Hipotecario creadas con la Ley del año 1981, tras un período de auge inicial, entran a partir del año 1988 en un período continuado de declive debido a la pérdida de las ventajas fiscales que afectó de forma negativa a la titulización de los préstamos. En el año 1997 las SCH se transforman en los denominados Establecimientos Financieros de Crédito.

¹⁶ Como en el caso de las características de las participaciones, las condiciones para la desaparición de las operaciones de crédito titulizadas del balance de la entidad emisora, la posibilidad de emitir distintas participaciones de un mismo crédito hipotecario y la emisión de títulos sin el consentimiento o conocimiento expreso del deudor del crédito, entre otras

¹⁷ La 'hipotecarización' de la economía

¹⁸ Un análisis empírico sobre las relaciones dentro de un modelo de crecimiento a largo plazo entre oferta de financiación y ciclo de edificación se encuentra en Taltavull, 2002.

¹⁹ Esta es la opinión de la mayoría de expertos del sector. Pueden encontrarse distintos informes sobre el nivel de riesgo y la evolución del mercado hipotecario en la página Web de la Asociación Hipotecaria Española, <http://www.ahe.es>

²⁰ Este es el caso de los pagos con amortizaciones crecientes que ha sido muy común a lo largo de los ochenta y noventa, principalmente por que era aplicado en los préstamos ligados a las VPO. Este consistía en el pago de cuotas reducidas durante los primeros años, aunque los intereses no cubiertos y el capital no amortizado se acumulaban en los siguientes años, generando hipotecas con TAE's muy superiores.

²¹ La demanda de viviendas es muy fuerte desde la década de los cincuenta. Tras un período en que se consideró cubierta la necesidad residencial, la demanda volvió a crecer en los ochenta ligada a la llegada de los 'baby-boomers' a la edad de formar hogares. Ver Taltavull, 2001

²² Ver los distintos informes al respecto de la Asociación Hipotecaria Española, <http://www.ahe.es>

²³ La tipología de riesgos está contenida en el anexo y su definición procede de Roldán, 2001. De entre ellos, los últimos (operativo, reputación e insolvencia) parecen no tener relevancia en la medida que el peso del mercado hipotecario se encuentra en las instituciones de financiación generales. Por su parte, el riesgo de tipo de interés es neutro dada la generalizada utilización de tipos hipotecarios revisables. Ver Taltavull 2003a.

²⁴ Se realiza el cálculo desde 1997 por que es este año cuando comienza el fuerte período de concesión de créditos que tiene su punto culminante en 2001.

²⁵ Tenemos en cuenta una depreciación anual del 2% en los cálculos.

²⁶ LTV ratio, que marca el 80% del valor de tasación como máximo a financiar que minimiza el riesgo para las entidades.

²⁷ El ejercicio está realizado partiendo de los supuestos de que todas las hipotecas incluyen tasaciones oficiales acordes con la normativa, y que no se presta por encima del 80% del valor de tasación.