

COMUNICACIÓN ESPECIAL SEPTIEMBRE 2014
DE LA FEDERACIÓN HIPOTECARIA EUROPEA

INTRODUCCIÓN – HITOS EN LA FINANCIACIÓN INMOBILIARIA EN EUROPA

*Jens Lunde, Copenhagen Business School &
Christine Whitehead, London School of Economics*



En 1989, un año emblemático para el cambio político y regulatorio de Europa, la European Network for Housing Research (Red Europea de Investigación de Vivienda - ENHR) puso en marcha los procesos para crear un grupo de trabajo sobre financiación de la vivienda. El objetivo era reunir a investigadores en la materia provenientes de toda Europa que desarrollasen su labor en universidades, centros de investigación, organismos estatales y otras instituciones, con el fin de hacer un seguimiento y análisis de la evolución de los mercados de financiación de la vivienda; el impacto que los cambios en estos mercados tenían en los sistemas regulatorios y la relación entre la vivienda y los mercados financieros. Ya entonces era evidente que el futuro nada iba a tener que ver con los sistemas muy regulados o subsidiados por los gobiernos, en términos de relación con el consumidor y financiación del mercado y que eran la experiencia en la mayoría de los países europeos tras la guerra.

El grupo de trabajo, coordinado por Bengt Turner - Presidente de la ENHR - y Christine Whitehead, se confirmó en 1990. Desde entonces, el grupo ha trabajado y se ha reunido regularmente al menos una vez al año, cada vez con expertos de más países, a medida que la investigación en la materia ha ido ganando importancia. Es el más veterano de los grupos de trabajo de la ENHR y se ocupa, sin duda, de la mayor diversidad de datos entre los que se incluyen, en particular, las evaluaciones comparativas regulares de la evolución de los mercados y la política. Este año se celebra en dos etapas el vigésimo quinto aniversario del grupo. Veinticinco años después de su creación, este año hemos realizado un taller en la Conferencia Internacional de la ENHR en Edimburgo, donde discutimos los primeros borradores con los principales hitos de los mercados de financiación de la vivienda durante este período. El próximo año verá la luz un libro que abordará el caso de veintiún países, junto con un análisis comparativo sobre las tendencias y perspectivas de futuro. El libro será editado por los actuales coordinadores, Jens Lunde y Christine Whitehead, y publicado por Wiley Blackwell. El libro se presentará en la Conferencia Internacional de la ENHR en Lisboa, a finales de junio de 2015 (detalles disponibles en <http://www.enhr2015.com>).

Una actividad particularmente importante del grupo de trabajo ha sido la colaboración con la European Mortgage Federation – Covered Bond Council (EMF-ECBC). La parte más importante de esta colaboración ha consistido en una serie de seminarios conjuntos periódicos (el último tuvo lugar en septiembre de 2013). Para celebrar esta sinergia, la FHE-ECBC nos ha dado la oportunidad de participar como editores invitados en una edición especial de su boletín de noticias, *Mortgage Info*, para poder ofrecer a sus lectores un adelanto del contenido del libro y de nuestras principales conclusiones. Hemos decidido centrarnos en los hitos y en las tendencias que han surgido a lo largo de la crisis financiera global, en un formato breve. Para ello, se pidió a los autores de los veintiún capítulos que identificaran en un máximo de 300 palabras los hitos y las tendencias más importantes en sus respectivos mercados hipotecarios desde el inicio de la crisis. Los editores han reunido algunas ideas sobre cómo ha sido la experiencia en los distintos países y si existen tendencias claras y lecciones que plasmar. La intención es dar al lector una imagen interesante de la evolución de los mercados y, al mismo tiempo, un anticipo del material que, de forma mucho más detallada, se publicará el próximo año.

LOS PAÍSES

Los veintiún países incluidos en el libro, y en esta edición especial del *Mortgage Info*, pueden clasificarse en términos geográficos tradicionales y en términos legales o institucionales. Los primeros dieciocho están situados dentro de Europa. También están incluidos Rusia y Turquía, países parcialmente europeos (y con sistemas que miran a Occidente) y Australia, con un sistema jurídico anglosajón pero situado en las antípodas. En segundo lugar, dentro de Europa hay cinco o seis grupos generalmente distinguidos por modelos de gobierno, económicos y geográficos, entre los cuales puede distribuirse nuestra muestra. Entre ellos, figuran los siguientes:

- Anglosajones – los más orientados al mercado, representados por Reino Unido e Irlanda y, fuera de Europa, Australia.
- Escandinavos – Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia. Países vinculados geográfica y políticamente y también en cuanto a su modelo de estado de bienestar.
- Países centroeuropeos corporativos – ejemplificados en Alemania y Austria;
- Países excomunistas: República Checa, Hungría, Polonia, Rusia y Eslovenia;
- Países del Sur de Europa: Portugal, España y Turquía; y
- El grupo definido con menor claridad compuesto por Bélgica, Francia y Países Bajos, que individualmente tienen vínculos con otros grupos, dependiendo del atributo relevante para el análisis. Por ejemplo: los Países Bajos quedarán a menudo agrupado con Escandinavia, como sucede con Francia, al menos en términos de vivienda (aunque los tres son parte de la Unión Europea original, como Alemania y Austria).

Al repasar los hechos, especialmente todo lo acontecido desde 2008, resulta obvio pensar que esta agrupación alberga complejidades e interrelaciones que reflejan las diferencias entre los países, tanto dentro como fuera del mismo grupo. Del mismo modo, los sistemas de financiación funcionan a diferentes niveles, por lo que a veces necesitamos comprender al menos las distinciones en el ámbito nacional, de la UE, de la eurozona, de Europa y mundial.

LOS AUTORES

Todos los autores son especialistas en políticas de vivienda y financiación inmobiliaria en sus respectivos países y han participado a título personal. Por un lado, encontramos a aquellos centrados en la estabilidad macro y mercados de financiación privada, siendo el de la vivienda un caso especial. Por el otro, encontramos a aquellos que son expertos en el estudio del papel del Estado y su financiación a la hora de proporcionar una vivienda a familias con diferentes niveles de ingresos. Estos intereses a menudo reflejan la historia de la política de vivienda y la financiación en cada país y el inherente impacto en lo que cada uno de ellos ha identificado como los factores más importantes que afectan y afectarán al sistema financiero de su respectivo país. Los pequeños artículos que se presentan aquí son breves y directos, y reflejan tanto hechos como cultura. Tomados en conjunto presentan una imagen compleja de las diversas experiencias que confluyen desde mediados de la década de 2000. Mediante el uso de una misma plantilla, los capítulos del libro cubrirán un espectro temporal más amplio –desde 1989- y un análisis más profundo de los distintos factores del cambio en el sistema de financiación de la vivienda de cada país.

FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA DESDE LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL

Los resúmenes por países que se presentan aquí sugieren que, aunque los mercados financieros son internacionales y -en algunos contextos- globales, los resultados de la crisis en el ámbito nacional han sido muy diversos. Antes de la crisis, la expansión de los mercados inmobiliarios y del endeudamiento familiar fue fuerte, prolongada e incluso paralela en un número sorprendentemente elevado de países. Sin embargo, mientras que la crisis financiera mundial ha tenido efectos inmediatos en todos los países, la intensidad de su impacto y las trayectorias a medio plazo varían mucho entre países. Por otro lado, encontramos las respuestas de los gobiernos que, aunque adoptadas en el ámbito nacional, han sido más congruentes y han reflejado no solo preocupaciones similares sobre la eficacia de la regulación, sino también sobre las tensiones en torno a la competencia internacional y, más ampliamente, a unos objetivos macroeconómicos.

Aquí reunimos algunas de las conclusiones extraídas de los resúmenes por países para poder identificar si existen patrones generales en el impacto de los acontecimientos externos en los mercados financieros y de vivienda nacionales, y en las respuestas que han dado los gobiernos a la crisis de la financiación de la vivienda.

DIFERENTES IMPACTOS DE LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL

De nuevo podemos dividir nuestra muestra de países en distintos grupos según el impacto que la crisis financiera ha tenido en ellos— aunque estos grupos difieren considerablemente de las categorías definidas anteriormente. Por otra parte, la clasificación ha de considerarse más como un compendio multifacético que como una categorización completamente diferenciada.

Expertos de siete de los veintidós países representados sugieren que la financiación de viviendas y los mercados inmobiliarios en sus países se han visto *relativamente poco afectados* por la crisis financiera mundial. Estos países son: Austria, Bélgica, República Checa, Francia, Alemania, Noruega y Suecia. Los países no pertenecen, como muchos analistas han argumentado, íntegramente a un marco institucional concreto, pero son ejemplos de cuatro de las seis categorías geopolíticas identificadas anteriormente. Algunos de estos países tienen mercados financieros bastante abiertos, como por ejemplo Noruega y Bélgica, mientras que otros siguen dependiendo principalmente de circuitos especiales para financiar la vivienda. Las causas del escaso impacto también son muy diferentes, y van desde la relativa estabilidad macro-económica - en Alemania y República Checa-, a una limitación continuada a la función de la financiación privada en la República Checa; pasando por marcos regulatorios relativamente fuertes -como en Noruega y Alemania-, y elevados niveles de implicación de los gobiernos -como en Francia y Austria-.

También es importante señalar que, en al menos tres de estos países, existe una gran preocupación por la evolución actual de sus mercados. En Suecia, el endeudamiento de los hogares sigue creciendo y los precios han subido rápidamente en algunas partes del país; en Austria, se prevé que la importante escasez de viviendas provoque un aumento rápido de los precios inmobiliarios y de las presiones políticas para que se produzca un cambio; en Alemania hay preocupaciones similares, aunque los precios están aumentando desde una base baja y sólo en algunas ciudades.

Es importante destacar que algunos de los que ven poco impacto en los mercados hipotecarios y de vivienda también apuntan a que los graves problemas de capitalización y acumulación de activos de la banca llevarán a una fuerte reestructuración del sector. Estos han sufrido relativos impactos a corto plazo sobre el flujo de fondos hacia los mercados hipotecarios, pero con efectos a más largo plazo sobre la oferta de vivienda. Alemania es tal vez el ejemplo más notable en este contexto.

Nuestros expertos identifican un segundo grupo de países, que se solapa con el anterior. Este grupo se caracteriza por haber sufrido inmediatamente después de la crisis, pero que con la ayuda de medidas gubernamentales destinadas a reactivar y estabilizar el mercado de la vivienda, y con la elaboración de disposiciones reglamentarias más firmes, han sido capaces de salir de la crisis relativamente rápido. Algunos de los que hemos identificado como *relativamente poco afectados* también podrían estar en la categoría de haber obtenido una *respuesta eficaz de su gobierno* - en particular República Checa, Noruega y Alemania. No obstante en el grupo también se incluye Australia, donde se realizó un triple enfoque (estimulación de la oferta de vivienda, el apoyo de los flujos financieros y la regulación con objetivos mejor definidos); Finlandia, que había aprendido mucho de la crisis de principios de los 90; y Turquía, donde el gobierno se movilizó para reequilibrar los factores de demanda de vivienda y la oferta, lo que dio lugar a resultados negativos en el corto plazo pero beneficios a largo plazo.

Así, los expertos de diez de nuestros veintidós países sugieren que, o bien hubo un impacto relativamente limitado o que este impacto fue en el corto plazo y abordado con éxito por los gobiernos. Esto no quiere decir que estos mercados hayan permanecido inalterados. Concretamente, a la crisis le ha seguido una recesión en casi todos los países europeos, lo que ha provocado fuertes cambios de comportamiento en el mercado y, especialmente, en la inversión en vivienda. Más bien, cabría decir que estos sistemas de financiación han demostrado ser relativamente resistentes en el medio plazo.

Expertos de los otros once países consideran el impacto de la crisis muy significativo, pero de nuevo el grupo se pueden dividir en otros tres: (i) aquellos que han regresado a cierta normalidad relativamente rápido, incluso aunque todavía haya aspectos que resolver a largo plazo; (ii) aquellos en los que continúa habiendo graves problemas, pero con importantes signos de mejora; y (iii) aquellos en los que la crisis inmobiliaria fue determinante para la crisis económica general y que aún no se ha superado totalmente. Dinamarca, Finlandia (aunque ya incluido en el segundo grupo), Polonia y Rusia pueden considerarse dentro de la primera de estas categorías. La desorganización del mercado fue en un principio muy considerable, pero la actividad volvió a niveles razonables durante el siguiente año. En la mayoría de los casos la demanda ha caído por lo que no hay escasez de financiación. En Finlandia la crisis inmediata solo duró un año; en Dinamarca y Polonia fue necesario más tiempo para el ajuste; en Rusia los niveles de actividad se recuperaron con la ayuda del gobierno en 2012. Pero parece que los problemas relativos al excesivo endeudamiento de las familias y el riesgo para los consumidores siguen estando presentes en Dinamarca y en Finlandia; será necesario que pasen varios años para eliminar los efectos negativos que los préstamos hipotecarios en divisas han tenido en Polonia, Hungría e Islandia; y en Rusia, aunque parece que los mercados se han recuperado hasta niveles previos a la crisis, existe una creciente preocupación sobre la capacidad para obtener financiación en los mercados internacionales.

Entre los países en los que el efecto de la crisis sobre los mercados inmobiliarios y de financiación de la vivienda fue muy importante y en los que, si bien ha habido mejoras, se considera que los mercados financieros siguen limitados se incluyen: Reino Unido, donde se siguen viendo préstamos y niveles de producción que apenas superan el 50% de los niveles pre-crisis, aunque hay signos de recuperación mucho más fuertes que en la mayoría del resto de Europa; Eslovenia y Portugal, donde el crédito ha seguido cayendo y los signos de recuperación macroeconómica siguen siendo muy tenues; y los Países Bajos, donde la naturaleza del problema ha cambiado como resultado de las medidas del gobierno sobre la desgravación fiscal por el pago de la hipoteca y otras ayudas a la vivienda, lo que ha retrasado más la recuperación. Hungría es también un caso especial porque, a diferencia de Polonia, su mercado hipotecario se ha paralizado por un programa de rescate de hipotecas 'poco ortodoxo' y todavía no hay signos de recuperación de la economía ni del mercado financiero. En la identificación de este grupo es importante aclarar que, en todos estos mercados financieros, la crisis crediticia ha sido muy severa; se han producido importantes reestructuraciones bancarias y de los sistemas reguladores; y los niveles de actividad siguen históricamente bajos.

El último grupo de tres países - Islandia, Irlanda y España - se caracteriza porque las crisis financiera e inmobiliaria se transformaron no solo en una crisis financiera de mayor envergadura, sino también en graves alteraciones para sus economías reales. El número de viviendas construidas alcanzó niveles récord antes del estallido de la crisis, algo que junto con los recortes en inversión y el cuasi-colapso de sus mercados financieros, provocó la intervención nacional e internacional con el fin de prestar apoyo y reestructurar los mercados. En todos los casos, hay algunos signos de mejora, aunque el grado de sobreendeudamiento y la pérdida de valor de los activos implican que serán necesarios algunos años para que los mercados inmobiliarios y financieros vuelvan a operar con normalidad. No obstante, queda claro que este es sólo uno de los extremos del espectro. En particular, Portugal tiene características muy similares, pero había hecho ajustes a principios de la década que permitieron evitar una burbuja inmobiliaria y muchas de las peores consecuencias para la financiación de las viviendas, a pesar de que la economía real se vio terriblemente afectada.

Por tanto, la conclusión general más importante es que ninguno de los expertos considera las condiciones actuales como equivalentes a un equilibrio a más largo plazo. En algunos países, especialmente en aquellos con mercados hipotecarios relativamente pequeños y poco desarrollados, donde la financiación hipotecaria representa una pequeña parte de la financiación (República Checa, Polonia, Rusia y Turquía) los expertos sugieren que el funcionamiento de los mercados financieros sigue mejorando con la expansión de los mercados de financiación mayorista y una mayor liquidez.

En el otro extremo en los sistemas orientados al mercado, especialmente en países con altos niveles de endeudamiento, existe la esperanza, aunque no siempre la expectativa, de que el desapalancamiento reduzca los riesgos para los consumidores, las instituciones financieras y las economías nacionales por igual. Se prevé que en casi todos los países el acceso a la financiación siga siendo más complicado en el medio e incluso en el largo plazo. En parte, esto es debido al cambio de actitud frente el riesgo de los consumidores y de las instituciones financieras y, en parte, al gobierno y a la intervención de los mercados financieros internacionales. En algunos países los mercados hipotecarios se han visto obligados a estar menos centrados en el funcionamiento del mercado inmobiliario, al menos a medio plazo. En el Reino Unido, por ejemplo, en la actualidad alrededor del 40% de las transacciones son sólo en efectivo. Más en general, es poco probable que las tasas de actividad vuelvan a niveles del pasado, tanto por la mayor aversión al riesgo entre los consumidores como por el endurecimiento de los requisitos para acceder al crédito. Lo más preocupante es la recesión, que en la mayoría de países ha seguido a la crisis financiera y que afecta tanto a la demanda como a la inversión. Se espera que la recuperación sea lenta.

¿COHERENCIA EN LAS RESPUESTAS DEL GOBIERNO?

Tan pronto como se hizo evidente la magnitud de la crisis, la gran mayoría de los países incluidos en la muestra tomó medidas de inmediato relativas a la liquidez del mercado de financiación inmobiliaria. Generalmente, estas medidas formaban parte de una estrategia más amplia para mantener a los mercados financieros en funcionamiento. Muchos países, incluyendo algunos cuyos mercados hipotecarios continuaron funcionando correctamente, vieron que sus sistemas bancarios requerían ser reestructurados y recapitalizados. Fue necesario abordar estos problemas con reacciones inmediatas, seguidas de medidas más estructuradas, adquisiciones de “bancos malos” por parte de los gobiernos incluidas.

Las intervenciones iniciales en varios países están dando paso a evaluaciones del riesgo y a la introducción de requisitos regulatorios más coherentes para las entidades financieras, en general, y para el crédito hipotecario, en particular. Australia, Finlandia, Irlanda, Islandia, Noruega, Portugal y el Reino Unido son ejemplos de estos casos. En el medio y largo plazo la mayoría de los países están trabajando para adaptarse a Basilea III y cumplir con las mayores exigencias de capital. Para ello, muchos países están buscando reducir los ratios *loan to value* y *loan to income* - aunque desde muy diferentes puntos de partida. En Holanda, el *LTV* máximo sigue estando por encima del 100%; en Suecia limitado al 85%, mientras que en Finlandia apuntan al 90%. Muchos reguladores también buscan ampliar los análisis de accesibilidad para que consideren mejor la situación financiera global de las familias.

La creciente variedad de instrumentos hipotecarios disponibles fue un aspecto controvertido en el periodo anterior a la crisis (entre ellos, dependiendo del país: hipotecas a tipo variable, de solo interés, hipotecas a más largo plazo y otras variantes que mejoraron el acceso inmediato). En las principales entidades hipotecarias se ha vuelto a los productos más convencionales, como consecuencia de la normativa más estricta. Los préstamos denominados en divisas, especialmente frecuentes en algunos países del Este de Europa e Islandia, y otros ejemplos más exóticos han sido derogados por decreto gubernamental o de facto por el mercado. El gobierno holandés utilizó el “arma fiscal” para hacer los préstamos de solo interés (*only interest loans*) poco atractivos para los compradores en primer acceso. Por su parte, en Reino Unido, el regulador exige que la valoración crediticia se base en una anualidad hipotecaria independientemente de la modalidad de la hipoteca. Hay excepciones, especialmente en Suecia, Dinamarca y Finlandia, donde las hipotecas de solo interés siguen siendo de fácil acceso, pero en general los indicios apuntan a mayores restricciones.

Por último, algunos países han optado, o se han visto forzados a optar, por acometer reformas de mayor calado como reducir las ayudas a la compra de vivienda, especialmente en Países Bajos, Hungría y Bélgica. Estas y otras reformas tienen un impacto directo en la financiación de la vivienda y en los mercados residenciales de estos países.

COMENTARIO A MODO DE CONCLUSIÓN

En las páginas siguientes se encuentran los resúmenes por países en los que está basado el análisis anteriormente expuesto. Cabe recordar que los sistemas de financiación de la vivienda no se detienen. Además, la interpretación de los datos actuales depende intrínsecamente de la experiencia individual, tanto en lo que se

refiere a los análisis por países como al presentado aquí. Otros analistas interpretarían los datos de distintas formas y tal interpretación cambiará a medida que aparezcan otros datos.

Probablemente el mensaje más importante que extraigamos del material aquí presentado es que, mientras que los mercados financieros son globales en muchas formas, la financiación de la vivienda es muy específica e inherente a cada país y es reflejo de las diferencias históricas, institucionales, de sistemas jurídicos, condiciones económicas y sistemas políticos. El resultado es que las conclusiones en términos tanto de financiación de la vivienda como de mercados inmobiliarios son extraordinariamente diversas.

Aun así, es posible identificar algunas tendencias comunes. En particular, los mercados altamente desregulados no gozan de buena salud y la implementación de los requisitos de capital de Basilea III limitará la reactivación de los mercados hipotecarios en muchos sistemas maduros. Se tiende hacia la introducción de normas de valoración del riesgo más estrictas y consistentes, que impliquen la posibilidad de excluir del mercado a muchos clientes que podrían acceder a un crédito a más largo plazo. También crecen las preocupaciones por el aumento del endeudamiento, especialmente en los países a los que la crisis apenas afectó, (por ejemplo, con respecto a los préstamos de solo interés en Dinamarca, Suecia y Finlandia) y por el aumento de precios de la vivienda. Todavía hay muchos consumidores que se enfrentan a dificultades financieras, en particular los prestatarios con hipotecas en divisas y aquellos con patrimonio negativo, así como los que están en mora y que permanecen en sus viviendas gracias a medidas de protección adoptadas con carácter coyuntural. En muchos países, existen preocupaciones acerca de lo que pueda suceder cuando los tipos de interés comiencen a subir. Por tanto, el mensaje más claro es que queda un largo camino por recorrer antes de que podamos afirmar que los mercados hipotecarios europeos se han ajustado a la realidad post-crisis y que han desarrollado capacidad de resistencia ante eventuales golpes futuros.

RESUMEN POR PAÍSES

Las opiniones expresadas a continuación son las de los autores a título individual y no son necesariamente compartidas por sus organizaciones o por la FHE - ECBC y sus miembros.

Australia

Maria Belen Yanotti, PhD Candidate, Tasmanian School of Economics and Finance, University of Tasmania & Judith Yates, School of Economics, University of Sydney

El sistema financiero de Australia ha dado muestras de su fortaleza durante y después de la crisis financiera mundial. Su marco regulatorio, el subdesarrollo del mercado de titulización, el predominio de la deuda hipotecaria en los balances, y una actividad crediticia conservadora en relación con otros países han dado lugar a un mercado hipotecario saludable. Las respuestas anticipatorias en política monetaria y fiscal, junto con una garantía temporal de depósitos de las entidades autorizadas a tomar depósitos (introducidas en 2008) contribuyeron a evitar la recesión. En 2012 se creó un sistema de garantía permanente a cargo del Estado (limitada).

Sin embargo, los retos de financiación de viviendas en Australia tienen que ver con la capacidad de ofrecer una financiación accesible a compradores e inversores con niveles limitados de renta, especialmente para viviendas accesibles para jóvenes en primer acceso y proveedores de viviendas comunitarias. El mercado, excesivamente concentrado en cuatro bancos principales, sigue dependiendo en gran medida de los depósitos y la financiación mayorista. El aumento del ahorro a largo plazo en los planes de pensiones, junto con la reciente emisión de *covered bonds*, podrían ser fuentes de refinanciación a largo plazo alternativas a la deuda hipotecaria; es necesario diseñar instrumentos de titulización y valorarlos en términos de riesgos. Además, se espera que las innovaciones contra cíclicas en financiación de vivienda mejoren la estabilidad del sistema financiero y su sostenibilidad. La Autoridad Reguladora Prudencial de Australia (Australia's Prudential Regulatory Authority – APRA) está adaptando las recomendaciones de Basilea III. No obstante, es necesario continuar estudiando el aumento de controles y la regulación de los establecimientos financieros de crédito en Australia. Es necesario que Australia valore qué entidades financieras son las más apropiadas y qué instrumentos deben emplearse para financiar la vivienda de forma accesible en el futuro.

AUSTRIA

Alexis Mundt, research associate at the IIBW Institute for Real Estate, Construction and Housing, Vienna & Elisabeth Springler, Director of Studies "European Economy and Business Management" University of Applied Sciences BFI, Viena

Austria, al contrario que en otros muchos países de la OCDE, no vivió un boom ni una corrección de precios inmobiliarios a raíz de la crisis. La fuerte interrelación existente entre las instituciones contribuyó a que los precios aumentaran de forma suave términos comparativos y a que los gastos de la vivienda permanecieran bajos durante los últimos 25 años. El elevado porcentaje de viviendas en alquiler también ha contribuido a este desarrollo contenido de precios. Desde 2008, los precios no solo no han caído sino que han ido aumentando con más fuerza, especialmente en el sector de los apartamentos, en Viena y en la mayoría de las capitales regionales. Existe una considerable demanda debido al aumento de la población, la formación de hogares y la inversión por parte de los hogares. Ante la crisis financiera mundial, los hogares han invertido sus ahorros en bienes inmuebles, por ser considerados activos altamente seguros. En ausencia de correcciones de precios tras la crisis, los hogares austríacos no se han enfrentado a un aumento de su endeudamiento o a patrimonios negativos.

Desde 2010, la deuda hipotecaria en Austria se ha estancado en el entorno del 28% del PIB, un dato que es bajo en comparación con muchas otras economías de Europa occidental. En este contexto, el elevado porcentaje de alquileres y la dependencia de los recursos propios para la construcción (o compra) de viviendas unifamiliares han contribuido a la relativa resistencia de la financiación inmobiliaria a los choques externos.

En cuanto a la construcción y compra de viviendas unifamiliares, los préstamos hipotecarios de los bancos privados han ido ganando importancia en las últimas décadas, pero de una manera moderada en comparación con lo acontecido en otros países. La amplia oferta actual de hipotecas a bajo interés ha reducido la ventaja relativa de los instrumentos de financiación subvencionados, como préstamos de contrato de ahorros y los préstamos regionales para vivienda. Además, desde el año 2008 se están reduciendo las ayudas a la vivienda por parte de los gobiernos regionales, ayudas que en el pasado han sido un importante instrumento para financiar la adquisición de una vivienda.

A pesar de que la comercialización a los hogares de nuevas hipotecas en moneda extranjera - denominadas principalmente en francos suizos -, ha sido muy restringida desde el inicio de la crisis, hoy en día hay riesgos latentes en las hipotecas vivas que solo saldrán a la luz en el futuro. El motivo es que se concedieron como préstamos *bullet* sobre instrumentos financieros que han mostrado un escaso rendimiento hasta la fecha. Dado que hasta 2018 la mayoría de los préstamos vivos no se amortizarán, el comportamiento eventual de estos instrumentos sigue siendo incierto y también lo es la vulnerabilidad de los hogares.

BÉLGICA

Sien Winters, Research Manager Housing, HIVA Research Institute for Work and Society, Ku Leuven; Coordinator, Policy Research Centre Housing

El mercado hipotecario belga ha crecido considerablemente durante las últimas décadas, sobre todo desde 2005. Esta expansión ha sido el resultado de combinar la subida de precios inmobiliarios y del suelo, de los préstamos hipotecarios y de los plazos medios de contratación. Concretamente, el importe de los nuevos créditos hipotecarios contratados tanto para adquisición como para rehabilitación ha crecido rápidamente. La subida continuada de los precios inmobiliarios y los estímulos fiscales, como la portabilidad del impuesto de transferencia en Flandes, contribuyeron a impulsar la nueva contratación. El gobierno estimuló las rehabilitaciones, promoviendo la inversión en ahorro de energía, especialmente entre 2009 y 2011. Sin embargo, en comparación con otros países de Europa, el nivel de endeudamiento de Bélgica continúa siendo bajo: la deuda hipotecaria viva en 2012 seguía estando por debajo del 50% del PIB.

La caída de los precios inmobiliarios durante y tras la crisis financiera mundial fue modesta comparado con otros países, y los precios volvieron a subir en 2010. Las razones de esta reacción limitada a la crisis pueden situarse en la actitud prudente a la hora de conceder créditos hipotecarios (salvaguardados por la ley hipotecaria de 1993), la tendencia natural en el país en términos de ocupación de vivienda en propiedad y del sector de la construcción (tradicionalmente, la construcción de viviendas se ha basado en la auto-promoción) y la fortaleza



del sistema de seguridad social. La introducción del “woonbonus” en 2005, un fuerte incentivo fiscal para la adquisición de viviendas, ha contribuido al desarrollo sostenido del mercado.

La evolución futura de los precios de vivienda dependerá principalmente de la evolución de las rentas y de los tipos de interés. Además, algunas de las medidas introducidas por el Banco Central de Bélgica para fortalecer la capacidad de resistencia y reducir los riesgos deberían tener un efecto amortiguador entre las entidades de crédito hipotecario. El posible cambio en el régimen fiscal tendría una gran importancia. Según este nuevo régimen, a partir de 2015 las regiones podrían decidir sus políticas fiscales en relación con la vivienda en propiedad. Aunque el sistema de beneficios fiscales para la ocupación en propiedad sigue contando con gran apoyo por parte de los ciudadanos y de los políticos (aunque no así de los académicos), posiblemente los recortes por motivos presupuestarios serán inevitables y en los próximos años podrían afectar a los precios de vivienda y, consecuentemente, a la operaciones, rehabilitaciones y a la obra nueva.

REPÚBLICA CHECA

Martin Lux, Institute of Sociology, Academy of Science of the Czech Republic & Petr Sunega, Institute of Sociology, Academy of Science of the Czech Republic.

A partir de 2008, la evolución del sector de la financiación inmobiliaria en la República Checa se ha visto afectada por la crisis financiera mundial. Con anterioridad a la crisis, se produjo un boom de los precios inmobiliarios y del número y volumen de préstamos hipotecarios para la compra de vivienda (hipotecarios y de Bausparkasse) en el periodo 2000-2007. A partir de ahí, el mercado de la vivienda comenzó un retroceso.

Como ha sucedido en la mayoría de los países excomunistas, los efectos de la crisis tardaron más en manifestarse que en los países desarrollados de la UE (otoño de 2008). Aunque el número de préstamos hipotecarios se redujo en un 19% ya en 2008, la caída de los precios y el volumen de los nuevos préstamos concedidos no se manifestó hasta 2009. Entre el 3T de 2008 y el 2T de 2012, los precios de los apartamentos cayeron un 20% en términos nominales, pero el precio de las viviendas unifamiliares solo cayó un 3,7% y el del suelo subió durante el mismo periodo. El número de nuevos préstamos hipotecarios concedidos cayó un 35% en 2009, pero el mercado se recuperó y traspasó el umbral anterior a la crisis en 2013. El volumen de la nueva contratación de préstamos hipotecarios se redujo un 50% en 2009, pero casi alcanza los niveles anteriores a la crisis en 2013.

A pesar de la caída de precios descrita anteriormente, los efectos de la crisis en términos macroeconómicos fue leve en la República Checa. El mercado financiero estuvo congelado durante 2008/2009, y las bajadas del tipo de descuento del Banco Nacional Checo solo tuvieron efectos limitados en los tipos de interés del mercado interbancario. La banca comercial endurecieron las condiciones para la concesión de préstamos. En la práctica esto implicó la paralización de facto de la financiación para la construcción de nuevas viviendas; y el endurecimiento de las condiciones de los préstamos a los hogares, añadiendo un LTV máximo o imponiendo un requisito de renta mínima a todas las solicitudes de nuevos préstamos. Los productos hipotecarios “innovadores” del periodo del boom desaparecieron rápidamente del mercado, aunque formalmente los bancos continuaron ofreciendo estos productos a los consumidores. La tasa de impago en los préstamos para la compra de viviendas (Bausparkasse e hipotecarios) creció en 2009 y 2010 y continuó más o menos estable en 2011 y 2012 (en torno al 3,4%). Ningún banco checo fue absorbido o quebró entre 2008 y 2013.

No se prevén grandes cambios institucionales en el futuro inmediato. Los precios inmobiliarios comenzaron a subir de nuevo en 2013, a pesar de que el crecimiento no estaba sustentado por fundamentos económicos. Se espera ahora que se produzca una aceleración de precios moderada y gradual, condicionada por la mejora de las variantes macroeconómicas.

(Nota: el estudio en el que se basa este artículo fue financiado por la Czech Science Foundation con número de licencia P404/12/1446)

DINAMARCA

Jens Lunde, Associate Professor, Department of Finance, Copenhagen Business School

Antes de septiembre de 2008, cuando se produce el estallido de la crisis financiera mundial, la economía danesa, su mercado inmobiliario y su sistema bancario ya se encontraban debilitados. La crisis contribuyó a la recesión actual. En la actualidad, a pesar de la bajada de los precios de la vivienda, la deuda nominal de los hogares se mantiene en niveles de finales de 2008, aunque el total se compone de más deuda hipotecaria y menos créditos bancarios que antes de la crisis.

El nivel de endeudamiento de los prestatarios daneses es muy elevado, motivo por el cual se está viviendo un proceso continuado de desapalancamiento: la relación deuda / PIB ha caído gradualmente desde 2009, ya que los prestatarios tenían que pagar la deuda, es decir, tenían que ahorrar más y reducir el consumo. En 2013 el PIB real se situó todavía un 4,0% por debajo de los niveles de 2007.

El estallido de la crisis financiera mundial supuso una amenaza para los bonos daneses, pero el mercado hipotecario continuó funcionando. El *gap* del tipo de interés, que solía estar en torno al 0,1% -0,2% para los bonos hipotecarios y del estado del mismo corto plazo, aumentó fuertemente en octubre de 2008 y el mercado de bonos hipotecarios podría haberse colapsado si no se hubieran tomado medidas de defensa. La iniciativa más importante en este sentido fue la oferta del banco central a los bancos hipotecarios de un programa de refinanciación para sus “propios” bonos.

El Gobierno danés y el banco central realizaron varias operaciones de rescate para evitar un desastre financiero, para permitir que los mercados de bonos siguieran funcionando y para reestructurar los bancos quebrados. En total, 62 bancos salieron “voluntariamente” del mercado. Ningún banco hipotecario estaba en ese grupo.

La crisis financiera reveló un grave riesgo sistémico, ya que los bancos daneses ofrecen préstamos hipotecarios de interés variable con plazos a 30 años, garantizados por 30 años pero con un cálculo anual de los intereses; es decir con 30 cálculos del tipo de interés en las siguientes tres décadas. Esto implica un riesgo de liquidez, si los bonos emitidos para refinanciar los préstamos no pueden venderse o solo lo hace a tipos de interés muy elevados en subastas. Este riesgo es muy pequeño pero, si sucediera, tendría enormes consecuencias. Los bancos hipotecarios han cuadruplicado las subastas anuales y se ha reformado la normativa referida a los bonos hipotecarios de interés variable a 1 y 2 años, pero no se ha eliminado totalmente el riesgo sistémico.

Para hacer frente al mayor riesgo crediticio, los bancos hipotecarios han aumentado las comisiones y los diferenciales entre los riesgos esperados en cada tipo de préstamo, repercutiendo estas subidas principalmente a los préstamos hipotecarios a tipo variable y a los de solo interés.

FINLANDIA

Tommi Laanti, Ministry of the Environment, Finland & Timo Tähtinen, Ministry of the Environment, Finland

La crisis financiera mundial golpeó Finlandia en el otoño de 2008. La crisis trajo consigo un aumento de los tipos de interés y caídas en los precios inmobiliarios, ya que se desplomó la demanda de vivienda. Los efectos directos de la crisis fueron, no obstante, temporales, y persistieron solo hasta el siguiente verano. Entonces los tipos de interés cayeron hasta niveles históricamente bajos y los precios de las viviendas continuaron su ascenso.

El principal cambio en el sistema de financiación de la vivienda en Finlandia vino en la forma de medidas adoptadas para evitar futuras crisis financieras, en concreto cambios en la regulación de los mercados financieros y de las entidades financieras. Además, la autoridad de supervisión financiera ha estado muy activa orientando a los bancos: en 2010 publicó un conjunto de normas para la concesión de préstamos, según las cuales, los bancos no deberían considerar LTVs por encima del 90% y deberían considerar escenarios para el servicio de la deuda en un entorno de tipos de interés del 6%. También exigió la introducción de un LTV máximo y vinculante para los préstamos que debe legislarse. Se sugiere que el límite quedaría inicialmente en el 95% para los propietarios actuales (los bancos no podrían conceder hipotecas con ratios por encima de ese



porcentaje, pero serían posibles otros préstamos). Se establece un comité, que podría fijar límites más bajos durante épocas expansivas del mercado inmobiliario, con el fin de reducir los riesgos de los hogares y de los bancos. Estas medidas entrarán en vigor en 2015.

Como resultado de los cambios introducidos hasta la fecha y, aunque se esperan nuevos cambios, los diferenciales han pasado de situarse en el entorno del 0,5 puntos porcentuales hasta 1,5 puntos porcentuales. Los bancos también han aumentado su dependencia de los *covered bonds* para refinanciar los préstamos hipotecarios.

Principalmente, como consecuencia de la debilidad económica de los últimos años, la demanda de vivienda ha sido baja y los precios inmobiliarios se han mantenido bastante estables. Se espera que la situación continúe siendo esta. También se espera que la demanda de vivienda se siga concentrando en las grandes ciudades y sus alrededores, a la vez que es probable que la demanda y los precios caigan en otros lugares. Ya hay indicios que apuntan a que esto está sucediendo.

FRANCIA

By Bernard Vorms, President du Conseil National de la Transaction et de la Gestion Immobilière; Former President, SGFGAS (guarantee fund for social home ownership); Former Director, ANIL (Agence nationale pour l'information sur le logement) & Christian Tutin, Department of Economics, University of Paris

En Francia, los deudores hipotecarios no se han visto gravemente afectados por la crisis financiera mundial; la morosidad y las ejecuciones apenas han aumentado, no se ha producido una crisis del crédito (aunque hubo una fuerte caída en el número de transacciones inmobiliarias y en los proyectos de construcción). Hay poco que criticar del sistema crediticio de Francia: únicamente su carácter restrictivo.

Paradójicamente, el sistema crediticio francés se ha visto reforzado por la crisis. Sin duda, el resultado será retrasar la introducción en Francia de prácticas observadas antes de la crisis en algunos países, como por ejemplo, la liberación de capital a través de la hipoteca o la relajación de las normas relativas a los contratos hipotecarios y la protección del consumidor.

Las normas de Basilea tendrán un efecto restrictivo en la oferta y el principal desafío sigue siendo cómo responder a la principal debilidad del mecanismo actual de ayuda para los compradores en primer acceso – es decir, su incapacidad para fomentar la promoción en las áreas con mayor demanda.

En este contexto, las ayudas públicas no han estado bien orientadas por lo que se han hecho cada vez menos necesarias. Durante la última década, más del 70% de los edificios de nueva construcción que se beneficiaron de préstamos subvencionados se construyeron en áreas con la menor presión sobre los precios de las viviendas y del suelo. Por el contrario, en los mercados más expansivos, donde la demanda es más elevada y el mercado laboral más dinámico, la ayuda solo ha estado a disposición de los compradores en primer acceso que ya cuentan con una parte importante del ahorro previo –teniendo en cuenta que en la mayoría de los casos, tales contribuciones “personales” dependen del apoyo familiar. A medida que aumentan la presión del mercado y los precios de la vivienda, la riqueza de las familias pasa a ser más importante que la renta a la hora de determinar la demanda. Este es el principal obstáculo que expulsa a los nuevos compradores del mercado de la propiedad, especialmente a los jóvenes, pero la solución no puede venir de una relajación de la normativa en materia de acceso al crédito.

ALEMANIA

Stefan Kofner, Director TRAWOS Institute, Görlitz, Alemania.

Aparentemente, el sistema alemán de financiación de la vivienda ha sobrevivido a la crisis financiera mundial y ha salido relativamente indemne. Comparado con otros muchos países, no se ha observado una caída brusca de la concesión de créditos hipotecarios. El volumen de refinanciación ha mantenido una trayectoria estable.



Pero en verdad, la crisis financiera ha golpeado al sistema bancario de Alemania con bastante fuerza. La infección llegó en primer momento a través de la exposición indirecta a los mercados hipotecarios de Estados Unidos. Especialmente, se vieron afectados algunos bancos estatales (*Landesbanken*), pero las entidades de crédito hipotecario privadas también han sufrido. El gobierno alemán ha introducido desde 2008 una serie de medidas necesarias para rescatar al sistema financiero. Con ello se garantizó todos los depósitos bancarios así como el funcionamiento del mercado de *Pfandbriefe*. El gobierno también creó un Fondo Especial para la Estabilización de los Mercados Financieros y rescató algunas entidades consideradas necesarias para el sistema. Además, el gobierno ha adoptado medidas para estabilizar la economía y el mercado laboral. En conjunto, se adoptaron las medidas apropiadas para proteger de la infección a inversores, compradores de vivienda, entidades de crédito hipotecario y otros actores del mercado. Se consiguió aislar el fuego.

En la actualidad, se suceden las alertas sobre la formación de una burbuja inmobiliaria en Alemania. Hasta ahora, no obstante, las mayores subidas de precios están limitadas a determinadas áreas metropolitanas. También, la evolución de la actividad hipotecaria no muestra volúmenes significativamente elevados por ahora. Sin embargo, debido al entorno de bajos tipos de interés, existe el riesgo de que se produzca una burbuja de precios si se expande la deuda hipotecaria. Es probable que en el futuro sea necesario adoptar medidas macro-prudenciales para limitar la concesión de préstamos hipotecarios.

HUNGRÍA

Jozsef Hegedus, Managing Director, Metropolitan Research Institute, Budapest & Eszter Somogyi, Researcher, Metropolitan Research Institute, Budapest

Hungría se vio fuertemente afectada por la crisis financiera mundial, en parte debido al elevado porcentaje de la cartera hipotecaria en divisas y la débil política fiscal del período anterior a la crisis. La inversión en vivienda se redujo drásticamente, en un 80% (medido por el número de viviendas de nueva construcción); el precio medio de la vivienda disminuyó en un 25-30%; y las transacciones de vivienda cayeron un 40% entre 2008 y 2013, el gobierno introdujo medidas para regular las nuevas hipotecas (se eliminaron los préstamos en divisa y se mejoró la protección de los consumidores en los servicios bancarios). Las ayudas a la vivienda se redujeron durante dos años, y se volvieron a introducir más adelante pero a un nivel mucho más bajo.

Hasta el momento, no hay prácticamente ninguna señal clara de recuperación económica. El sistema de financiación de la vivienda está paralizado por el programa prolongado de rescate hipotecario "poco ortodoxo" que se inició en 2010 y por factores macroeconómicos desfavorables (crecimiento económico muy bajo; el alto nivel de endeudamiento del gobierno; desempleo; emigración de la mano de obra joven, etc). El gobierno consiguió reducir el déficit presupuestario (por debajo del 3%) y, siguiendo su política populista, evitó tomar medidas de austeridad, para maximizar el poder político, nacionalizando los fondos de pensiones privados e introduciendo una penalización a los impuestos especiales sobre los bancos y las empresas de propiedad extranjera.

El elemento "poco ortodoxo" del programa para la "protección de la vivienda" introducido por el gobierno en 2011 fue una ayuda financiera general para los prestatarios con hipotecas en divisas. El programa para la amortización anticipada ayudó a familias con rentas bajas, a las que se permitió pagar sus préstamos a un tipo de interés más bajo (por debajo de su tipo anterior a 2008). El coste del programa fue asumido por los bancos.

Los hogares que no eran capaces de hacer frente al pago de sus préstamos representaron el mayor problema de índole social. La morosidad se disparó entre 2008 y 2011, pasando del 2,6% al 12,3%, aunque debido al efecto del programa de "amortización anticipada" superó el 20% en 2013. La prolongación de la moratoria sobre las ejecuciones – vigente entre 2010 y octubre de 2011, y puesta en práctica de nuevo – creó gran incertidumbre y mermó la intención de pagar de los hogares de rentas bajas. La nueva Agencia Nacional para la Gestión Inmobiliaria (creada en 2012) ayuda al 10-15% de los hogares morosos más pobres, que superan los 90 días de impagos, comprando préstamos ejecutados y alquilando las viviendas a los antiguos propietarios. Además, y según una Sentencia del Tribunal Supremo de Hungría, los bancos están obligados a compensar a los prestatarios por la subida de los tipos de interés y de cambio. Se trata de una reciente medida que crea mayor incertidumbre.

Se espera que los mercados de la vivienda e hipotecario se recuperen una vez que concluyan los programas de rescate hipotecario. No obstante, sus costes para el sector bancario y las familias, y para los presupuestos del Estado, están todavía por determinar.

ISLANDIA

Ludvik Eliasson, Senior Economist, Central Bank of Iceland – Financial Stability & Magnus Arni Skulason, Managing Director, Reykjavik Economics

En el apogeo de la crisis financiera mundial en el otoño de 2008, tres de los mayores bancos de Islandia quebraron y todavía se encuentran en un proceso de liquidación. Las transacciones en el mercado de la vivienda cesaron y la inversión en vivienda se estancó.

La legislación sobre *covered bonds* se aprobó en el parlamento en 2008. Como resultado, los nuevos bancos, fundados en torno a las operaciones de nacionalización de los bancos quebrados, han comenzado a emitir *covered bonds* para poder financiar sus préstamos hipotecarios.

Los bancos de Islandia y los fondos de pensiones tienen capacidad para satisfacer la demanda de financiación inmobiliaria a tipos de interés determinados por el mercado. Los bancos ofrecen una variedad de préstamos hipotecarios: préstamos a tipo fijo o variables, indexados, cuotas anuales o cuotas fijas. Esto choca con el modelo prácticamente universal de inflación a tipo fijo real y vinculado a anualidades a 40 años que se ofrecían antes.

Las pérdidas acumuladas del Fondo de Financiación de la Vivienda, provenientes principalmente del aumento de riesgos asumidos cuando su financiación fue revisada en 2004 junto con la cuestionada gestión de los consiguientes pagos, fueron de 100 MM ISK a finales de 2012 (alrededor del 6% del PIB). Las pérdidas futuras se han estimado en una franja entre los 32 MM y 170 MM de ISK. Un informe encargado por el Ministerio de Bienestar Social en 2014 recomendaba cerrar el Fondo de Financiación de la Vivienda y que la estructura del mercado hipotecario se adaptara a un modelo más cercano al tradicional danés, obviando algunas de las modificaciones acometidas por Dinamarca en los últimos 15 años, que han permitido acceder al crédito y rebajado la carga de intereses, causa del sobreendeudamiento.

El Banco Central está valorando cómo afrontar los riesgos excesivos que han asumido los bancos, particularmente a la hora de comercializar hipotecas, y está pensando en medidas contracíclicas para reducir la volatilidad del mercado de la vivienda.

IRLANDA

Anna Coyne & Padraic Kenna, School of Law, National University of Ireland

El crecimiento económico sin precedentes que vivió Irlanda llegó a su fin bruscamente, como consecuencia del estallido de la crisis financiera mundial. El gobierno garantizó el total de la deuda bancaria en 2008. Más tarde, el Gobierno llegó a un acuerdo financiero con la Troika (FMI, UE y BCE) como prestamistas en última instancia. El acuerdo con el FMI para Irlanda, aprobado en diciembre de 2010, formaba parte de un paquete de ayudas de 85 MM €. Estas medidas vinieron apoyadas por el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, y por préstamos bilaterales de Dinamarca, Suecia y Reino Unido.

Lo que es significativo de Irlanda es el porcentaje de deuda hipotecaria respecto del PIB y que está lastrando la recuperación económica. A finales de 2013, había 764.567 préstamos hipotecarios sobre edificios principales en la República de Irlanda, por valor de 107,4 MM €. 136.564 de estos préstamos eran morosos, con 96.747 en mora superior a los 90 días - 16,9% del total de préstamos. En marzo de 2013 el Banco Central estableció “objetivos de comportamiento” para que las entidades de crédito hipotecario resolviesen los casos morosos. A esto le siguió la introducción de un Código de Conducta sobre Morosidad Hipotecaria, donde se establece el proceso que los prestamistas deben seguir al gestionar los casos de prestatarios morosos / a punto de llegar a

situación de morosidad. Además, se aprobó en 2012 una nueva legislación para introducir un sistema extrajudicial de resolución de acuerdos de deuda, lo cual llevó a la creación del Servicio de Insolvencia de Irlanda.

La legislación aprobada en 2009 creó una nueva categoría en la legislación hipotecaria irlandesa de “préstamos para adquisición de vivienda” e integra la protección del consumidor en estos préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda. Los tribunales han incorporado esta legislación a la jurisprudencia hipotecaria y la posterior regulación del equilibrio de poderes entre los prestatarios individuales y las entidades prestamistas está dando lugar a unos precedentes innovadores y únicos en Europa. En cualquier caso, las ejecuciones y los desahucios han sido pocos en comparación con otros Estados que han vivido una crisis hipotecaria. El nivel de endeudamiento hipotecario y los intentos de los prestamistas y del gobierno por equilibrar este nivel de deuda con los intereses de los hogares endeudados son las principales características de la política en materia de financiación de la vivienda del gobierno irlandés desde 2008.

En los próximos tres años se percibirá la recuperación de los bancos tras la crisis económica, las medidas anteriores en materia hipotecaria, la confianza en la situación financiera mundial y el impacto de la Unión Bancaria. Esto afectará al mercado hipotecario, especialmente con la introducción de Basilea III y de la Directiva sobre hipotecas (2014), cuyo objetivo es crear un mercado hipotecario europeo y con un nivel elevado de protección del consumidor. Como consecuencia, se anticipa que como sucede en muchos países europeos, el crédito hipotecario será más restrictivo, lo que ocasionará una mayor dependencia del sector del alquiler.

LOS PAÍSES BAJOS

Marja Elsinga, Hugo Priemus, & Peter Boelhouwer, Delft University of Technology

La crisis financiera mundial y sus secuelas han dado lugar a cambios sustanciales en el sistema de financiación de la vivienda en los Países Bajos, especialmente a través de la reforma regulatoria del mercado hipotecario y la revisión de la deducción fiscal de los intereses hipotecarios.

En agosto de 2011 entró en vigor un nuevo Código de Conducta para la Financiación Hipotecaria (Nederlandse Vereniging van Banken, 2011). Este nuevo código contiene una serie de medidas para reducir el crédito y los riesgos. El ratio LTV máximo pasó del 110% al 106%, luego al 104% (volverá a disminuir hasta el 100% en 2018 y probablemente al 80% en el largo plazo). Además, se hizo bastante más difícil para las entidades de crédito ofrecer soluciones a medida, algo que normalmente han hecho a través de préstamos que se desvían del Código de Conducta. Por último, los hogares con ningún miembro con empleo permanente o autónomo encontraron más dificultades para acceder a un crédito.

En enero de 2013, el gobierno holandés eliminó la deducción fiscal de los intereses hipotecarios para las hipotecas de solo interés suscritas por compradores en primer acceso. Por ello, en la práctica, solo los nuevos compradores de vivienda con hipotecas con cuotas periódicas de capital e intereses o de cuota constante. Para una vivienda de precio medio en los Países Bajos, este importante cambio supondrá un incremento del coste de la hipoteca de unos 40.000€. Además, los prestatarios hipotecarios actuales se enfrentan a otro pequeño cambio político: una reducción del 0,5% del interés cada año para los próximos 28 años en los hogares con la categoría impositiva más alta. Como resultado, transcurridos 28 años, la deducción fiscal para los grupos con las rentas más altas habrá caído del 52% al 38%.

Existen tres razones para tanta intervención en el mercado hipotecario holandés: durante algunos años, el FMI y la OCDE han criticado el elevado nivel de endeudamiento hipotecario de los holandeses; la crisis financiera mundial y la amenaza que representó para la calificación crediticia del país, consecuencia del nivel de endeudamiento; y las regulaciones impuestas a los bancos por Basilea III, lo que implica que los bancos deben aumentar sus propias reservas financieras.

NORUEGA

Rolf Barlindhaug, Researcher, NIBR, Norwegian Institute for Urban and Regional Research

La crisis financiera mundial no puso de relieve graves deficiencias en la regulación del mercado financiero de Noruega. En determinadas áreas clave, la regulación noruega es algo más estricta que en otros muchos países y que los requisitos mínimos en la UE. Esto ha contribuido a que las entidades financieras de Noruega estuvieran relativamente bien capitalizadas cuando estalló la crisis.

La crisis financiera aumentó la preocupación sobre los riesgos de liquidez de la banca. El vencimiento de los instrumentos de refinanciación de la banca noruega ha aumentado y ha fortalecido a los bancos más fuertes frente a un eventual fallo de la refinanciación a corto plazo. Sin embargo, muchos bancos noruegos están lejos de cumplir con los requisitos internacionales de liquidez incluso después de haber modificado la definición que ha hecho para que los requisitos sean más fáciles de cumplir.

La Autoridad de Supervisión Financiera de Noruega introdujo importantes restricciones de ámbito hipotecario a los bancos privados en 2010, concretamente el requisito de contar con un depósito del 10%, porcentaje que después se elevó al 15%. La intención era frenar la fuerte demanda de vivienda y reducir así la fuerte subida de precios de vivienda. Otro objetivo era evitar el capital negativo para los compradores de vivienda, tras una eventual caída de los precios inmobiliarios. Los compradores en primer acceso han dependido en su mayoría de la ayuda familiar para reunir ese depósito. Aquellos que no han contado con esa posibilidad han tenido que permanecer durante más tiempo en el mercado del alquiler mientras que consiguen reunir el ahorro previo necesario.

El nuevo gobierno conservador quiere suavizar los requisitos de la Autoridad de Supervisión Financiera de Noruega. No ha cambiado formalmente las directrices, sino que más bien ha hecho hincapié en prácticas más flexibles. Los bancos utilizan ahora una mayor discreción y están valorando a los clientes particulares según rentas futuras, liquidez y solvencia, y pueden conceder préstamos por encima del 85% LTV, aunque no pueden superar el 100%. Al mismo tiempo, se han endurecido las regulaciones relativas al uso de préstamos para la creación de negocios. Los hogares jóvenes sin patrimonio ya no pueden solicitar al gobierno local un préstamo para emprender un negocio con un LTV superior al 100%. Solo aquellos con rentas bajas durante largo tiempo, pero con capacidad para hacer frente al pago de la deuda, podrán solicitar un préstamo para emprender un negocio.

POLONIA

Jacek Łaszek, Warsaw School of Economics, National Bank of Poland & Marta Widlak, National Bank of Poland

El año 2008 vio un auge del crédito en Polonia. A partir de 2009 la concesión de nuevos préstamos comenzó a disminuir. Los precios de la vivienda también han estado cayendo hasta 2013. Hubo una fuerte desaceleración en la concesión de créditos para la compra de vivienda en 2009 y el número de viviendas nuevas sin vender creció rápidamente. Sin embargo, los bancos concedieron más préstamos nuevos en los años siguientes. El hecho de que todavía existieran viviendas sin vender no fue consecuencia de una restricción a la concesión de préstamos, sino de los cambios introducidos en el plan de ayudas del gobierno para la compra de vivienda.

El acontecimiento más importante en el mercado de la financiación de la vivienda ha sido la introducción de regulaciones destinadas a reducir el número de nuevos préstamos para vivienda en divisas (principalmente denominados en francos suizos); limitar el LTV; y reducir los riesgos de manera más general. Los préstamos en moneda extranjera fueron restringidos ya que eran una parte muy representativa dentro de la cartera total de préstamos para adquisición de vivienda (60% de la cartera total en 2008) y también porque algunos riesgos se hicieron visibles tanto en Polonia y como en los países vecinos. La autoridad supervisora restringió estos préstamos con regulación y debates con la banca. En consecuencia, la proporción de estos préstamos en el total del pasivo cayó por debajo del 50% en 2013 y sigue disminuyendo. Además, en las regulaciones de los préstamos para la compra de vivienda se han introducido medidas, como la limitación al LTV, que antes solo se aplicaban a los bancos que emitían *covered bonds*.



La política de vivienda polaca se centra en la vivienda en propiedad y el crédito para adquisición de vivienda seguirá creciendo. En el sistema actual, donde los préstamos son emitidos por bancos universales y financiados con depósitos, el banco central garantiza la liquidez de todo el sistema y el gobierno garantiza la cartera de depósitos. La creación de un modelo de préstamo más diversificado, basado en la financiación de préstamos a través de *covered bonds* está en marcha. Sin embargo, este método es más costoso y por ahora no goza de mucha aceptación entre la población. Por otra parte, las barreras legales siguen existiendo a pesar de las modificaciones introducidas en 2013.

No esperamos grandes cambios en los próximos años. Los bancos van a conceder nuevos préstamos, su cartera de préstamos podría crecer aún más, pero su principal fuente de financiación provendrá de los depósitos particulares. La nueva normativa hará que la cartera de préstamos sea más segura y los préstamos en divisas seguirán reduciéndose.

PORTUGAL

Romana Xerez & Jaime R. S. Fonseca, School of Social and Political Sciences, Centre for Public Policies and Administration (ISCSP/CAPP), University of Lisbon

Después de la crisis financiera mundial, Portugal se vio afectado por el aumento del desempleo, una carga tributaria mucho mayor, la caída del poder adquisitivo de los hogares, la caída de precios de la vivienda y un mercado hipotecario de alto riesgo. Desde 2008, ha habido una caída de los préstamos hipotecarios y los bancos han impuesto mayores restricciones en términos de garantías. Los niveles de morosidad tras 2008 eran contenidos y no había evidencia de graves problemas por una burbuja inmobiliaria. Esto puede explicarse por el final del boom inmobiliario y la caída de la construcción de viviendas tras la eliminación de los créditos subsidiados en 2001.

Otras razones incluyen el pequeño porcentaje de hogares con bajos ingresos con acceso al mercado hipotecario, un elevado patrimonio familiar, hipotecario y personal (normalmente proveniente de los padres), un colateral razonable para los préstamos y la extensión de los vencimientos hasta los 40 o 50 años, entre los mayores de Europa.

Después de la crisis, las autoridades portuguesas han adoptado una posición más restrictiva respecto de la regulación de las entidades crediticias y los clientes bancarios. También buscan reducir el nivel de endeudamiento de los hogares con nueva legislación sobre el control de las instituciones públicas y privadas, e incluye una regulación sobre morosidad (PERSI, 2012), un Plan de Acción ante el Riesgo de Impago (PARI, 2012) y regulación para garantizar la concesión responsable de créditos (2014-2016). PERSI establece reglas detalladas sobre la información de los deudores con circunstancias económicas muy complicadas, que necesitaron renegociar las condiciones de sus préstamos hipotecarios. PARI nació en 2012 para controlar la aplicación de los contratos de préstamo, detectar los riesgos de impago y promover medidas inmediatas para evitar el impago. A pesar de estas normativas, PARI no ha sido eficaz a la hora de evitar un aumento de la morosidad hipotecaria en los últimos dos años, lo que se espera continúo en el futuro inmediato. Por otra parte, el hecho de que los precios de las viviendas estén empezando a subir y que exista un importante repunte del interés de compradores en Portugal, sugieren signos de crecimiento del mercado inmobiliario.

RUSIA

Andrey Tumanov, Evgenia Zhelezova Agency for Housing Mortgage Lending, Russia & Maria Plotnikova, Aberystwyth University, UK

El desarrollo del mercado hipotecario en Rusia comenzó en 1998, pero la recesión en los mercados internacionales (2007-2009) llevó a una escasez de liquidez en la financiación inmobiliaria durante la segunda mitad de 2008. El gobierno introdujo medidas para contrarrestar los efectos de la crisis financiera. Entre las medidas de apoyo gubernamentales, se encontraba una contribución adicional de capital autorizado a la Agencia para la Vivienda y el Préstamo Hipotecario consistente en 60MM de rublos para refinanciar préstamos hipotecarios para los prestatarios con problemas financieros como consecuencia de la crisis; y en 250 millones

de rublos para ayudar a los hogares que demandaba viviendas de nueva construcción facilitando a los bancos la concesión de créditos con tipos de interés máximos del 11%.

Gracias al apoyo estatal a la financiación de la vivienda, el mercado hipotecario se había recuperado completamente a finales de 2012. Los compradores de vivienda empezaron a confiar en la financiación hipotecaria, con un 26% de operaciones de compraventa de vivienda con hipoteca registradas en el 1T de 2014, el dato más alto desde 2010.

El crecimiento del mercado hipotecario ha sido uno de los principales impulsores de la construcción de viviendas. El porcentaje de compraventas de vivienda nueva con financiación hipotecaria sobre plano ha aumentado entre 30 – 40%. Tanto la actividad hipotecaria como la construcción de viviendas contribuyen a absorber la adicional demanda efectiva de los consumidores, reduciendo la volatilidad en el mercado de la vivienda.

En la actualidad, la inestabilidad macroeconómica y la tensión geopolítica están afectando a la capacidad del sector bancario para tomar prestado en los mercados financieros internacionales. Esto puede tener efectos adversos en los tipos de interés hipotecarios y en la capacidad de los bancos para poner a disposición de los prestatarios y constructores financiación accesible.

Entre los objetivos actuales, específicos para el mercado de la financiación de la vivienda, se encuentra el seguir desarrollando el mercado secundario para ofrecer una fuente de refinanciación sostenible y a largo plazo para los préstamos hipotecarios y el desarrollo de productos hipotecarios accesibles y especiales para distintas categorías de hogares.

ESLOVENIA

Andreja Cirman, University of Ljubljana, Faculty of Economics, Ljubljana, Slovenia & Richard Sendi, Urban Planning Institute of the Republic of Slovenia, Ljubljana, Slovenia

Eslovenia es uno de los países que más se han visto profundamente afectados por la crisis financiera mundial. Después de una caída importante del PIB en 2009, el país mostró una débil recuperación en 2010, pero cayó en la recesión de nuevo en el segundo semestre de 2011. La crisis financiera ha revelado muchos modelos de negocio insostenibles en el sector bancario de Eslovenia, así como del desarrollo de los sectores de la vivienda y la construcción. Un enorme stock de viviendas, combinado con una abundancia de fondos baratos antes de la crisis, se quedó sin vender en el mercado y dejó a los bancos luchando con una enorme cantidad de préstamos morosos. Prácticamente, todas las grandes empresas de la construcción quebraron y los bancos han dejado casi por completo de financiar la construcción de viviendas. Como resultado, en los últimos tres años la construcción de nuevas viviendas está en su nivel más bajo desde hace 20 años.

Aunque el endeudamiento de los hogares eslovenos está muy por debajo de la media en la zona euro, la demanda de préstamos para la vivienda comenzó a caer en 2011, principalmente debido a la disminución del consumo de los hogares y a la incertidumbre en los mercados internacionales. La disminución de la renta disponible de las familias, la falta de confianza de los consumidores, el alto desempleo y una proporción cada vez mayor de formas de empleo flexible, junto con la aplicación de los estándares de crédito bancarios más estrictos, llevó a una caída del 23% en los préstamos para vivienda en el 2012 y otro 15% en 2013.

En 2014, la situación económica en Eslovenia se ha estabilizado con perspectivas más positivas para 2015 en cuanto al consumo de los hogares y a la confianza de los consumidores. Sin embargo, el efecto de la crisis bancaria en el sector de la construcción sigue siendo un reto importante para el futuro de la vivienda en el país y para los mercados de financiación de la vivienda. La escasa actividad en la construcción de nuevas viviendas y las continuas caídas drásticas en el número de licencias pueden dar lugar a una oferta de viviendas mucho más baja en los próximos años. Una de las principales preocupaciones es que esto pueda presionar los precios de vivienda en los siguientes años.



ESPAÑA

Irene Peña, Asociación Hipotecaria Española, España & Baralides Alberdi, Consultora independiente, Madrid

En España, la financiación de la vivienda se ha desarrollado principalmente durante los últimos 25 años sobre la base de los préstamos hipotecarios, que al cierre de 2008 representaban más de un 100% del PIB. La irrupción en 2007 de la crisis financiera mundial destacó los desequilibrios generados durante los anteriores 10 años de crecimiento sostenido, en especial la exposición del sistema financiero a los mercados inmobiliarios y de la vivienda y los altos niveles de endeudamiento del sector privado. El énfasis excesivo en la promoción inmobiliaria durante este período contribuyó a la crisis del sector financiero, generando obstáculos para la financiación bancaria y restringiendo la actividad hipotecaria.

Los reguladores adoptaron importantes medidas para restaurar la confianza en el sistema y el flujo de crédito. La primera de estas medidas fue la creación en 2009 del FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) para gestionar los procesos de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Uno de los principales cometidos del FROB fue gestionar la consolidación en el sector de las cajas de ahorro, que se vio especialmente perjudicado por la crisis.

El segundo grupo de acciones se enmarca en las normas establecidas en el Memorando de Entendimiento (2012) para proporcionar asistencia financiera para la recapitalización financiera de entidades. Una de las medidas más importantes fue la segregación de los activos problemáticos, a través de la creación de la SAREB, Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria. La transferencia de activos a la SAREB, junto con los esfuerzos de recapitalización realizados por las instituciones financieras, ha disminuido la importancia de los activos inmobiliarios y préstamos en los balances de los bancos.

Estos hitos importantes, junto con el proceso de desapalancamiento en el sector privado, la corrección de los precios de la vivienda y una mayor estabilidad del entorno macroeconómico han contribuido a una recuperación gradual del mercado de la vivienda en 2014. Sin embargo, la actividad hipotecaria tendrá como base un nivel de prudencia y responsabilidad superiores. En particular, el análisis del riesgo de crédito será un componente esencial en la evaluación de las solicitudes de préstamos hipotecarios. En este contexto, el desarrollo de un mercado de alquiler sólido será esencial para satisfacer una parte de la demanda de vivienda que, probablemente, no va a tener acceso a la financiación hipotecaria y para evitar las inestabilidades generadas durante los años de bonanza.

SUECIA

Peter Englund, Stockholm School of Economics

En comparación con muchos otros países, el sistema financiero sueco se vio relativamente poco afectado por la crisis financiera mundial. Después de un bache en el 2008-09, las principales tendencias no se han visto aparentemente afectadas por la crisis. Esto se refleja en el hecho de que el endeudamiento de los hogares como porcentaje del PIB ha continuado creciendo (del 45% a mediados de la década de 1990, 75% en 2007, al 90% en la actualidad, con la gran mayoría de estos préstamos relacionados con la vivienda) y una tendencia paralela de aumento continuo de los precios de la vivienda.

El continuo aumento de los préstamos se ha convertido en un importante problema político, sobre todo en los dos últimos años. Ha causado que el Riksbank haya mantenido un tipo de interés que ha demostrado ser incompatible con la meta de inflación, así como con los objetivos de empleo.

Durante mucho tiempo, el incremento de la deuda fue acompañada por el aumento de ratios LTV y períodos más largos de amortización. Esto llevó al supervisor (*Finansinspektionen*) a imponer un límite máximo LTV del 85% sobre todos los nuevos préstamos hipotecarios a partir de 2010, dando lugar a un ligero descenso en el LTV medio del 71% en 2010 al 69% en 2013. En la actualidad, el supervisor también está estudiando prohibir préstamos de solo interés. Siguen sin adoptarse otras medidas más directas para reducir la demanda de préstamos, como limitar la deducción fiscal de los pagos de intereses.

El crédito hipotecario a los hogares se ha considerado tradicionalmente como de bajo riesgo. En consecuencia, los modelos internos de los bancos basados en datos históricos dan poca cobertura del capital de acuerdo con las normas de Basilea - en promedio sólo el 5% en 2012. Este porcentaje ha sido considerado demasiado bajo por razones macro-prudenciales. En consecuencia, el supervisor impuso un mínimo de ponderación de riesgo del 15% para los préstamos hipotecarios a partir de 2013.

En general, el coste de los préstamos hipotecarios ha permanecido bajo, aunque el margen entre el tipo de interés repo fijado por el Riksbank y el tipo de interés hipotecario variable ha aumentado, pasando desde alrededor de 100 puntos básicos antes de la crisis, a alrededor de 150 puntos básicos en la actualidad. Esto refleja los mayores costes de financiación para los bancos y el aumento de sus márgenes de beneficio.

El continuo aumento de los precios de la vivienda reviste una importante preocupación de índole política. Combinado con rentas reguladas por debajo de los niveles de equilibrio del mercado, ha hecho la vivienda inaccesible para grupos cada vez mayores de hogares jóvenes. Si los altos precios pueden explicarse por los fundamentales económicos o si apuntan a una posible burbuja resulta bastante controvertido. Más enigmático resulta saber por qué la construcción no ha crecido más. La respuesta a esa pregunta, de todos modos, probablemente debemos buscarla fuera del área de las finanzas.

TURQUÍA

Yener Coşkun, Senior Expert, Capital Markets Board of Turkey; Visiting Lecturer at Izmir University of Economics & University of Sarajevo

A partir de 1980, la economía turca se transformó y pasó de ser una economía cerrada a una economía de mercado. El mercado se reformó sobre la base de políticas liberales, y se introdujeron y expandieron los mercados inmobiliarios y financieros. En la última década, Turquía ha experimentado una creciente mercantilización y la internacionalización de los mercados inmobiliarios. El efecto de la crisis financiera mundial fue sólo en el corto plazo.

La estabilidad económica y política, junto con los limitados efectos negativos de la crisis han favorecido el continuo crecimiento del mercado de la vivienda. En general, el mercado de la vivienda ha atravesado un período de auge desde 2003. Los créditos hipotecarios aumentaron hasta los 51,6 MM de dólares en el 2013 (en 2003 el valor era de 0,4 MM). Los precios de la vivienda también se han incrementado de manera significativa – un 44,7% entre 2006/7 y 2014/6.

Si bien las condiciones actuales parecen benignas, también hay motivos de preocupación relativos al mercado de la vivienda. En primer lugar, la deuda hipotecaria como porcentaje del PIB sigue siendo muy baja, situándose aproximadamente en un 6% a mediados de 2013. Sin embargo, no se han emitido títulos hipotecarios (MBS) desde mediados de la década de 1990 y la refinanciación minorista sigue siendo limitada. Esta falta de desarrollo del mercado hipotecario primario y secundario implica que una mayor expansión de la financiación hipotecaria podría ser problemática.

En segundo lugar, en marzo de 2014 el volumen de préstamos para la construcción alcanzó los 36,7 mil millones USD (78,8 MM de Lira turca), con sólo el 4% de préstamos morosos. Sin embargo, el 32% de esta cartera de préstamos es a corto plazo. Esto significa que el sector de la construcción podría ser vulnerable a los cambios en la disponibilidad de fondos y las condiciones adversas del mercado. Este riesgo implica posibles efectos adversos en los mercados de vivienda.

De manera más general las perspectivas para el mercado de la vivienda en el largo plazo son positivas. Sin embargo, algunos comentaristas sostienen que, ante un eventual cambio en las condiciones del mercado financiero y de las variables macro, podría haber exceso en la oferta de vivienda. Por su parte, otros sugieren que hay riesgo de una burbuja de la vivienda. El futuro inmediato del mercado es actualmente uno de los temas más debatidos, aunque las restricciones de datos limitan el debate.

Con todo, el mercado inmobiliario turco tiene fundamentos sólidos y proporciona buenas oportunidades para todos los participantes del mercado. No obstante, es igualmente importante tener en cuenta que las actividades en los mercados de la vivienda e inmobiliarios en Turquía pueden requerir de una gestión más cuidadosa en los próximos años.

REINO UNIDO

Christine Whitehead, Kath Scanlon, LSE London, London School of Economics

La crisis financiera mundial comenzó pronto en el Reino Unido con la quiebra de Northern Rock. A finales de 2008, el impacto de la crisis fue muy profundo, que afectó a la viabilidad financiera de muchos bancos importantes y paralizó el mercado hipotecario. Los principales temas relacionados con los créditos *subprime* y las hipotecas *self-certified*, pero los principales prestamistas también estaban concediendo préstamos con un ratio alto deuda-ingresos y estaba muy extendida la práctica de rehipotecar bienes, a través del uso de instrumentos de solo interés u otros instrumentos innovadores para aumentar las posibilidades de acceder a un crédito.

Inmediatamente después de la crisis había muy poca financiación hipotecaria disponible. El mercado de valores respaldados por hipotecas estaba cerrado y los bancos contaban con escasa capacidad para hacer algo que no fuera ofrecer hipotecas de reemplazo para el gran número de prestatarios con contratos a corto plazo. Sin embargo, la demanda también era baja, ya que los potenciales compradores se volvieron más adversos al riesgo y comenzó la recesión. Los precios de vivienda cayeron tanto en términos nominales como reales, hasta 2010 cuando se empezaron a ver signos de mejora en el mercado. Ahora los precios están por encima de los niveles máximos experimentados en 2007 en términos nominales, excepto en el norte de Inglaterra e Irlanda del Norte. No obstante, las cifras brutas siguen por debajo de la mitad de las de 2007 y el 40% de los compradores paga al contado. La construcción de viviendas cayó más del 50% y, aunque ha habido algunas mejoras, siguen en niveles históricamente bajos.

En 2010, la Revisión del Mercado Hipotecario de la Autoridad de Servicios Financieros (Financial Services Authority Mortgage Market Review) estableció un programa de reformas regulatorias basado en una regulación más detallada y amplia de los riesgos, que en la actualidad está adoptándose. Los prestatarios hipotecarios potenciales deben demostrar su capacidad de pago en un escenario de tipos de interés más elevados y en un sistema de pago tradicional. En la actualidad, esto tendrá escasos efectos ya que los bancos trabajan con ratios LTV más bajos, exceptuando los casos en los que hay una ayuda estatal a medida que crece la aversión al riesgo de los consumidores.

Inicialmente el apoyo del gobierno se centró en ayudar a los deudores hipotecarios con dificultades para pagar sus hipotecas. Sin embargo, la caída de los tipos de interés hizo que este problema fuera menos grave de lo esperado inicialmente. El problema era una simple falta de fondos. Esta situación fue finalmente abordada en 2012 por el Programa de Financiación para Préstamos del Banco de Inglaterra, con tipos de interés por debajo del mercado a los bancos para la concesión de créditos a PYMES y prestatarios hipotecarios por un máximo de cuatro años.

A pesar de las iniciativas del Gobierno, ni el mercado de la vivienda ni el financiero han vuelto a la normalidad.