

INNOVACIONES REALES Y POTENCIALES DEL MERCADO HIPOTECARIO EN LOS 90

En la segunda mitad de los años ochenta ha crecido sensiblemente el crédito hipotecario como consecuencia de la expansión del mercado inmobiliario. En este trabajo, **Julio Rodríguez López** describe, en primer lugar, en qué ha consistido este crecimiento, para estudiar a continuación el desarrollo experimentado por los créditos a interés variable. Analiza seguidamente el autor algunos de los nuevos productos aparecidos en estos años, así como las posibilidades que tiene en nuestro país la transformación de la participación hipotecaria en una cesión de préstamo. Concluye el trabajo con una descripción del mecanismo de «titulización» de los préstamos hipotecarios y con una reflexión acerca de cómo el proceso de liberalización del sistema financiero ha reducido el peso de las entidades dedicadas al crédito hipotecario a largo plazo, y en qué medida esto afecta a la financiación de la vivienda.

I. INTRODUCCION

EL proceso de fuerte desarrollo y expansión del mercado inmobiliario en España ha estado acompañado de un incremento notable del crédito hipotecario en los últimos años ochenta. Este proceso, visible a través de crecimientos en el crédito hipotecario, más intensos que en el conjunto del crédito al sector privado, no ha estado acompañado de un desarrollo paralelo de la captación de recursos a través de instrumentos de plazo similar al de los citados préstamos. El mercado hipotecario de España ha quedado reducido a las emisiones de cédulas hipotecarias, cuyo peso dentro de los títulos hipotecarios «vivos» no alcanzaba el 7 por 100 de los créditos hipotecarios al final de 1989. Lo anterior no significa que no

hayamos tenido lugar cambios relevantes dentro de las condiciones y características de los créditos a largo plazo con la citada garantía. La legislación sobre mercado hipotecario desarrollada a lo largo de los años ochenta ha tenido más éxito en aspectos menos relevantes que en aquéllos que, en principio, fueron el objetivo principal de dicha normativa; a saber, el logro de una refinanciación fluida de los préstamos hipotecarios que permitiese abaratar y desarrollar ampliamente dicho tipo de préstamos.

En el presente trabajo se resume, en primer lugar, el desarrollo del mercado hipotecario en España a lo largo de los años ochenta, subrayándose el hecho de que dicho mercado se «alimenta» a partir de la captación de recursos a corto plazo. En segundo lugar, se analiza el desa-

rollo que en estos últimos años han tenido los créditos a interés variable. En el apartado IV se comentan algunos de los nuevos productos de activo aparecidos en los últimos años, mientras que en el V se analizan las posibilidades que en España presenta la transformación de la participación hipotecaria en una cesión de préstamo. Se estudia también en este apartado el mecanismo de «titulización» de los préstamos hipotecarios, desarrollado ampliamente en otros países occidentales. Por último, se ha incluido un comentario acerca del proceso de liberalización del sistema financiero, en la medida en que ha conducido a reducir el peso de las entidades especializadas en el crédito a largo plazo con destino a la vivienda. Esto último puede generar efectos contrapuestos por lo que se refiere a la financiación a largo plazo de la vivienda, lo que no ha impedido, sin embargo, que los cambios acaecidos en España a lo largo de los años ochenta hayan sido importantes en lo que respecta a condiciones de los créditos hipotecarios.

II. EL DESARROLLO DEL MERCADO HIPOTECARIO EN ESPAÑA

En la última década, el crédito hipotecario en España ha sido objeto de profundos cambios, tanto cualitativos como cuantitativos. La Ley 2/1981, de Regulación del Mercado Hipotecario, fue el punto de partida de esta evolución. Se diseñó esta Ley con el objetivo de mejorar las posibilidades de captación de recursos por las entidades que financiaban a largo plazo. Se ha observado que toda la normativa sobre mercado hipotecario desarrollada en los

años ochenta ha tenido efectos importantes en aspectos no directamente perseguidos por ella, mientras que se ha revelado como poco eficaz en la consecución de los objetivos que la motivaron.

En efecto, planteada la liberación de las cajas de ahorros —prácticamente las únicas entidades operadoras en el mercado hipotecario, aparte del crédito oficial— de sus coeficientes obligatorios de inversión, era conveniente crear instrumentos de captación de pasivo que las permitiesen refinanciar una actividad crediticia que exigía el mantenimiento de unos tipos de interés moderados. Para ello, era preciso que estos instrumentos potenciases la atracción de ahorradores por títulos a medio plazo —ya que las condiciones del mercado no permitían concebir esperanzas a largo plazo— y bajo coste para las entidades operadoras.

Se extendió así la posibilidad de emisión de cédulas hipotecarias —restringida hasta entonces, por privilegio específico, al Banco Hipotecario de España— a las cajas de ahorros y a las nuevas instituciones especializadas creadas en el ámbito de la propia Ley: las sociedades de crédito hipotecario.

Junto a este ya clásico instrumento, se crearon otros dos: los bonos hipotecarios y las participaciones hipotecarias, cuya utilización se extendió también a la banca comercial, cooperativas de crédito y algunas otras entidades del sector de la construcción e inmobiliario, bajo ciertas condiciones.

Pronto se reveló que, de los instrumentos creados, el único realmente operativo era la *cédula hipotecaria*, ya que las condiciones exigidas para la emisión de

bonos —entre otras, la exigencia de anotación registral al margen en todas las escrituras de constitución de hipoteca de los préstamos subyacentes— encarecían notablemente su emisión. Por lo que respecta a las *participaciones hipotecarias*, la desnaturalización de su concepción en la Ley, que desarrolló el Real Decreto 685/1982 de reglamentación de la misma, al no permitir la baja en el activo de la entidad emisora de los créditos participados, les privó de la mayor parte de su posible eficacia. De hecho, las participaciones sólo desempeñaron un papel importante en la creación de las sociedades de crédito hipotecario, al permitir-seles, transitoriamente, la emisión de cédulas respaldadas por dichas participaciones. Se trataba de una cuestión casi obligada, ya que, al limitar las posibilidades de captación de recursos al empleo de títulos hipotecarios y depósitos a no menos de tres años, no hubiera sido posible el desarrollo de unas entidades que precisaban disponer de una cartera de préstamos hipotecarios para emitir cédulas, y que necesitaban, por otra parte, de dicha emisión para conceder préstamos. El círculo vicioso se rompió mediante el sistema aludido de permitirles adquirir participaciones a otras entidades —que, en general, fueron sus entidades matrices— y emitir cédulas respaldadas por tales participaciones. Ciertamente, si el Real Decreto de 1982 no hubiese privado de contenido a la participación, el procedimiento no tendría por qué haber sido transitorio, sino de uso normal por todas las instituciones.

Se estableció, en 1981-1982, para los títulos hipotecarios un tratamiento favorable permitido a otros activos financieros: opa-

cidad fiscal de los títulos, no computabilidad como recursos ajenos a efectos de los coeficientes de inversión obligatoria y, finalmente, la posibilidad de desgravación fiscal por los adquirentes de los títulos de una fracción de la inversión efectuada en su suscripción.

Bajo estas premisas, la emisión de cédulas hipotecarias fue muy activa en los primeros años de vigencia de la Ley, sobre todo por parte de las cajas de ahorros. La sucesiva supresión de las ventajas que se acaban de indicar, y particularmente la de su bonificación fiscal, supuso un duro golpe al atractivo que encontraban las entidades en la emisión de cédulas. Desde la fecha de la supresión de la bonificación fiscal (1987), el descenso de las emisiones ha sido notable, manteniéndose, en la práctica, sólo por aquellas instituciones —Banco Hipotecario y SCH— con menores posibilidades de captación de recursos. Desde que, en 1989, se autorizó a la banca comercial la posibilidad de emisión de cédulas hipotecarias, ninguna de sus entidades ha hecho uso de esta facultad, lo que revela el escaso atractivo de dicho título.

Es evidente que los objetivos de la Ley de 1981, respecto a la conversión del mercado hipotecario en un mecanismo de refinanciación de los préstamos, no se lograron. Queda bastante por hacer en lo referente al ajuste de los procedimientos de captación de recursos con destino al crédito hipotecario en condiciones adecuadas.

Sin embargo, la normativa de 1981-1982, concretamente la destinada a dotar de seguridad a los títulos hipotecarios, tuvo repercusiones positivas sobre las operaciones activas. En efecto, el in-

CUADRO N.º 1

MAGNITUDES AGREGADAS DE CREDITO. SALDOS VIVOS
(Miles de millones de pesetas y porcentaje)

	CREDITO AL SECTOR PRIVADO		CREDITO CON GARANTIA HIPOTECARIA			CREDITO VIVIENDA		
	Importe	T ₁₂ ^r	Importe	T ₁₂ ^r	Participac. en crédito sector privado	Importe	T ₁₂ ^r	Participac. en crédito sector privado
1982	14.096,3		2.234,2		16,3			
1983	15.713,2	11,5	2.726,3	22,0	17,9	2.410,8		15,8
1984	15.903,8	1,2	3.064,3	12,4	19,9	2.678,7	11,1	17,4
1985	17.270,1	8,6	3.474,0	13,4	20,8	3.013,4	12,5	18,0
1986	18.925,2	9,6	4.044,6	16,4	22,1	3.523,5	16,9	19,2
1987	22.000,5	16,2	4.916,3	21,6	23,1	4.064,7	15,4	19,1
1988	25.573,3	16,2	6.253,5	27,2	25,1	5.073,1	24,8	20,4
1989	29.441,0	15,1	7.963,3	27,3	27,8	6.359,6	25,4	22,2

Fuente: Banco de España.

tento de homogeneización de las condiciones en que debían ser concedidos los préstamos, para que fuesen susceptibles de respaldar a los títulos hipotecarios, obligó a una reconsideración y puesta al día de tales condiciones.

Son de destacar, con tal motivo, la reglamentación sobre los procedimientos de tasación de las garantías inmuebles, y la obligatoriedad de que ésta se realice por entidades especializadas con fuerte responsabilidad pecuniaria. Esto aportó no sólo una mayor seguridad a las entidades financieras sobre el valor asignado a la garantía, sino un mayor acercamiento de estos valores de tasación a los precios de mercado.

Más importante aún fue la reconsideración sobre las relaciones préstamo/valor de la garantía, que hasta la aplicación de la Ley no superaban el 50 por 100, pasándose a valores muy superiores (hasta un 80 por 100 en el caso de vivienda), normales en la mayoría de los países europeos. Las consecuencias han sido evidentes. Hasta entonces,

los compradores de viviendas en España sólo obtenían financiación a largo plazo para una fracción reducida del importe de la transacción. El resto se financiaba a plazos, no superiores a cinco años, por parte de los promotores privados. La capacidad de endeudamiento de los particulares se acrecentó al extenderse la financiación a largo plazo a una fracción muy superior del precio de adquisición.

La liberalización creciente de los coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorros las permitió competir en pie de igualdad con los bancos. Esto último, y la reciente desintermediación, animaron a los bancos a actuar como operadores en un mercado hasta entonces poco frecuentado por ellos.

Una mayor competencia y unas mejores condiciones de los créditos hipotecarios han favorecido el fuerte aumento de este tipo de créditos en la última década. Los saldos de los créditos-vivienda, en relación al conjunto de los créditos al sector privado, han crecido extraordinariamente

en estos últimos años, pasando del 15,8 por 100 en 1983 al 21,6 por 100 al final de 1989. No obstante, esta proporción queda lejos del 40 por 100 que corresponde al Reino Unido y a la RFA, e incluso del 37,7 por 100 de Francia, aunque las estadísticas no son homogéneas, y dentro de lo que se denomina crédito-vivienda pueden recogerse conceptos no idénticos (cuadros n.ºs 1 y 2).

El auge del peso de los créditos hipotecarios y de los créditos-vivienda en España, al final de los años ochenta, también se explica por el fuerte incremento registrado por las transacciones desarrolladas en el mercado inmobiliario en dicho período. Así, a 31-XII-1989, dentro del total de 29,4 billones de pesetas correspondiente al saldo del crédito al sector privado, 7,9 billones (27 por 100) eran créditos con garantía hipotecaria (20,1 por 100 en 1985) y 6,4 billones correspondían al crédito-vivienda (21,6 por 100, frente al 17,4 por 100 de 1985). Sin embargo, los títulos hipotecarios «vivos» ascendían sólo a 0,5 billones, lo que supone úni-

CUADRO N.º 2

TÍTULOS HIPOTECARIOS. DETALLE POR ENTIDADES
(Saldos vivos en miles de millones de pesetas y porcentaje)

	Total		Banca Privada		Cajas de Ahorros		Crédito Oficial: BHE		S.C.H.	
	Importe	T ₁₂ ¹	Importe	T ₁₂ ¹	Importe	T ₁₂ ¹	Importe	T ₁₂ ¹	Importe	T ₁₂ ¹
1982	84,2		3,2		74,0		2,0		5,0	
1983	214,4	154,6	4,0	25,0	187,6	153,5	4,8	140,0	18,0	260,0
1984	399,3	86,2	7,7	92,5	317,8	69,4	29,5	514,6	44,3	146,1
1985	544,0	36,2	7,4	(3,9)	434,8	36,8	39,5	33,9	62,3	40,6
1986	730,3	34,2	5,5	(25,7)	569,3	30,9	72,4	83,3	83,1	33,4
1987	657,0	(10,0)	2,1	(61,8)	490,1	(13,9)	85,5	18,1	79,3	(4,6)
1988	650,0	(1,1)	1,1	(47,6)	418,9	(14,5)	116,1	35,8	114,1	43,9
1989	543,9	(16,3)	2,9	163,6	302,7	(27,7)	144,0	24,0	94,3	(17,4)

Fuente: BHE.

camente el 6,8 por 100 de los créditos hipotecarios «vivos» y el 6 por 100 del conjunto de títulos de renta fija, también «vivos». Parece más que evidente que los créditos a largo plazo con garantía hipotecaria no son alimentados con recursos captados a plazo medio y largo, lo que supone una situación «no sana», y también acentúa las fluctuaciones de los ritmos crediticios canalizados hacia los sectores objeto de dicha financiación, particularmente la vivienda.

III. LA INTRODUCCION DEL INTERES VARIABLE

La aplicación del tipo de interés variable a los préstamos hipotecarios ha sido una de las novedades de esta última década. Hasta la primera mitad de los años ochenta, el Reino Unido era el único país en el que tradicionalmente los préstamos hipotecarios estaban sometidos a variabilidad en sus tipos, como consecuencia del sistema de captación de recursos de las entidades que los concedían, basado en el corto plazo. En Estados Unidos, Alemania y España predo-

minaban los préstamos a tipo fijo dentro del largo plazo.

La gran variación en los tipos nominales, como consecuencia de la fuerte inflación de finales de los años setenta y principios de los ochenta, unida a la quiebra de los sistemas de captación a medio y largo plazo, hizo que en todos estos países, aunque con ciertas reticencias, se adoptase el sistema de revisión de los tipos de los créditos en curso.

En España, y también en el resto de los países, la introducción de dicha novedad no resultó difícil, pues coincidió con una época en que la inflación comenzó a ser controlada y los tipos nominales tendían a descender. Por idéntico motivo, pero con efecto inverso, no fue posible aplicar el mismo sistema a la captación de pasivo, por lo que el recurso al corto plazo para la obtención de refinanciación ha sido la tónica dominante del mercado hipotecario. Esto último no es más que una adaptación a las circunstancias en ausencia de una solución para captar recursos a plazos equivalentes a los de los préstamos.

Algunos rasgos del momento actual revelan lo inconveniente de la situación. Cuando los tipos ascienden, como sucede ahora, la repercusión sobre los préstamos a largo es notoria. Así, la subida de un punto de interés en la devolución de un préstamo a 15 ó 20 años supone una elevación de la cuota de devolución en un 5 ó un 6 por 100. En el Reino Unido, donde en poco más de un año han pasado los tipos hipotecarios, como consecuencia de la política monetaria practicada, de un 9 por 100 a más del 15 por 100, ello ha supuesto que los prestatarios hayan visto aumentada su cuota de devolución en prácticamente un 70 por 100 (1). Si en épocas pasadas el sistema funcionó adecuadamente, se debió a que las *building societies*, los principales suministradores de préstamos, mantenían, bajo presión política y compensaciones, unos tipos artificialmente bajos. Ahora que estas entidades se han liberado de compromisos y asumen las reglas del mercado, es cuando se ha manifestado en toda su crudeza lo poco adecuado del sistema.

La indicación de los créditos

a largo plazo se efectúa en España a partir de índices promedios de los preferenciales practicados por las más importantes entidades financieras. En otros casos, como el del Banco Hipotecario, se utilizan indicadores objetivos, como son los tipos medios de las emisiones de cédulas hipotecarias o los rendimientos efectivos de la deuda pública de medio plazo.

IV. NUEVOS PRODUCTOS DE ACTIVO

Se han introducido sistemas de financiación a bajo tipo a los promotores de viviendas —e incluso a tipos del 0 por 100— para repercutir los intereses *a posteriori* en los adquirentes que han de subrogarse en el crédito. Las mejoras introducidas en la tramitación, tanto de nuevos créditos como de pagos más ágiles en caso de entregas fraccionadas del préstamo —créditos a la construcción—, han sido frecuentes. Se analizan aquí otros productos que, bien por su estructura o por su finalidad, pueden ser considerados como verdaderas novedades.

Entre los productos de activo más destacables como novedad en España, cabe citar, en primer lugar, el *endowment* y la hipoteca pensión.

El *endowment* se practica fundamentalmente en el Reino Unido, donde algo más del 80 por 100 de los préstamos hipotecarios se concierta por este sistema. En esencia, se trata de un préstamo con garantía hipotecaria que difiere de los habituales en la forma de su devolución. Durante toda la vida del préstamo —15 a 20 años— el prestatario abona a la entidad crediticia sólo los intereses devengados en cada

período entre pagos por la totalidad del capital, debiendo devolver éste de una sola vez al término del plazo concedido.

Como la posibilidad de recuperación de la cuantía total en un sólo pago puede ser dificultosa, el prestatario suscribe en paralelo, con una entidad de seguros, un contrato de constitución de capital con imposiciones periódicas (*endowment*). La cuantía de estas imposiciones queda definida a través del tipo asegurado de remuneración por la compañía de seguros, y de forma tal que en el mismo plazo concedido para la devolución de la hipoteca se consiga constituir precisamente el principal de aquélla. La remuneración adicional no asegurada que acompaña a este tipo de contratos da lugar a un capital excedentario que queda en poder del prestatario una vez concluido el período de ahorro. Esto constituye uno de los atractivos del sistema. Complementariamente, el prestatario es obligado a suscribir un seguro de vida con la misma compañía por un importe igual al capital del préstamo y en favor de la entidad crediticia. De esta forma, la entidad crediticia ve plenamente asegurada la devolución del capital prestado.

La suma de intereses, cuota de constitución de capital y prima de seguro de vida superan, en conjunto, a la cuota total de devolución que correspondería por la amortización del mismo capital y con el mismo tipo de interés bajo la aplicación del sistema francés de cuotas constantes, ya que, en el caso del *endowment*, las cuotas de constitución se remuneran a un tipo netamente inferior al del préstamo.

La ventaja del sistema procede del tratamiento fiscal de los pagos. En caso de que el préstamo

haya sido utilizado para adquisición de una vivienda —es en este caso cuando se utiliza la fórmula del *endowment*— los intereses del préstamo pueden ser deducidos de la base imponible con los topes establecidos: actualmente 800.000 pesetas por declarante y 1.600.000 pesetas en caso de matrimonio que efectúe declaración conjunta. El *endowment* ofrece, por esta causa, un tratamiento fiscal más favorable, puesto que la cuantía de los intereses permanece inalterada —en caso de no variabilidad del tipo de interés—, mientras que en el sistema de cuotas constantes los intereses son decrecientes: solamente alcanzan el mismo nivel que en este caso de amortización a término en la primera cuota.

En el caso de tratarse de una vivienda utilizada como primera residencia, un 15 por 100 de la cuota de amortización correspondiente a cada cuota de devolución, según el sistema francés, sería deducible de la cuota impositiva, cosa que no puede hacerse en el sistema de amortización a término, por no existir cuota de amortización. Finalmente, las primas aportadas a la constitución de capital y las primas de seguro de vida podrían ser desgravadas en un 10 por 100.

En resumen, el sistema del *endowment* no resulta siempre ventajoso si se le compara con el método de cuotas constantes. Sí que es ventajoso cuando el prestatario posee un tipo marginal impositivo elevado y cuando se trata de un prestatario joven, puesto que en este caso las primas del seguro de vida son de baja cuantía.

Los cálculos demuestran, adicionalmente, que la ventaja del

endowment disminuye a medida que los tipos se elevan, al menos en las condiciones españolas. Así, para tipos superiores al 12 por 100 comienza a ser más ventajoso el sistema de cuotas constantes. Esto también ocurre bajo las condiciones fiscales del Reino Unido. Así, en la primera parte de los años ochenta, cuando los tipos superaban el 12 por 100, disminuyó el porcentaje de hipotecas constituidas bajo dicho sistema. Actualmente, y con los elevados tipos hipotecarios que padecen los ingleses, también se aprecia una disminución del número de hipotecas constituidas bajo *endowment*, en favor de las que se pagan por cuotas constantes.

El *endowment* constituye una fórmula no generalizable por sus ventajas, puesto que solamente las demuestra en determinadas condiciones del prestatario —elevado nivel de renta (alto tipo marginal impositivo) y juventud (prima de seguro de vida reducida)— y cuando los tipos de interés son moderados.

Otro producto de gran interés, por su futuro, es la *hipoteca-pensión*. Es un producto dirigido a personas de la tercera edad propietarias de su vivienda y que quieren permanecer ocupándola hasta su fallecimiento. En Francia es habitual, y ahora acaba de introducirse en España por ciertas entidades de seguros, el producto denominado «vitalicio-vivienda». Como es sabido, el sistema consiste en la venta de la nuda propiedad de la vivienda por su propietario, conservando el usufructo de ésta, aunque restringido al derecho de uso propio; esto es, la vivienda no puede ser alquilada a terceros. El producto de la nuda propiedad se constituye como prima única de una renta vitalicia que percibe el pro-

pietario de la vivienda. A su fallecimiento, la plena propiedad pasa a la compañía de seguros.

Basándose en un principio similar, en los países anglosajones viene practicándose la llamada *reverse-mortgage*, traducida al español como *contra-hipoteca*. En este caso, la operación viene realizada por una entidad crediticia, ya que la vivienda no es adquirida, sino objeto de un préstamo hipotecario. Como consecuencia de éste, y durante la vida del prestatario, sólo se pagan intereses, como en el caso antes descrito del *endowment*, resarciéndose la entidad crediticia del capital prestado mediante la subasta de la garantía tras el fallecimiento de los prestatarios o por el rescate de la hipoteca por sus herederos.

La cuantía del préstamo hipotecario no es recibida por el prestatario de una sola vez, sino a manera de una renta vitalicia. Frecuentemente se hace intervenir a una compañía de seguros en la operación, que recibe el importe del préstamo como prima única a cambio de una renta vitalicia, como en el caso antes indicado del «vitalicio-vivienda». Del importe de esta renta se detraen los intereses del préstamo, que son pagados a la entidad crediticia, y el resto, al prestatario.

Ambos productos —la «hipoteca-pensión» o el «vitalicio-vivienda»— pueden desarrollarse bien en un país como España, donde existe una fuerte mayoría de propietarios de vivienda y donde las pensiones de jubilación resultan reducidas en proporción a los ingresos percibidos durante la vida activa.

V. LA «TITULIZACION» DE LOS PRESTAMOS HIPOTECARIOS

Parece conveniente que las mayores innovaciones del mercado hipotecario se produzcan en España en la captación de recursos con destino a esta modalidad de crédito. Como ya se ha visto anteriormente, el grueso de los recursos utilizados por cajas y bancos para la refinanciación de sus créditos proviene del corto plazo. La aplicación de tipos variables de interés a los préstamos ha propiciado el mantenimiento de esta situación, aunque esta fórmula presente numerosos inconvenientes para el prestatario en períodos de tipos de interés crecientes.

Un primer paso hacia la consecución del objetivo de refinanciación a largo es que la *participación hipotecaria* sea considerada como venta real de un crédito. En este caso, se transmite la totalidad del riesgo al adquirente de la participación, aunque la entidad originaria mantiene la administración del préstamo en su más amplio sentido: cobro, atención a la morosidad y ejecución de la hipoteca, en su caso.

La participación así cedida causa baja en el balance del cedente —aunque pueda ser mantenida en sus cuentas de orden a efectos de control del crédito— y, en consecuencia, su importe no computa en la aplicación de coeficientes. Esto motiva que el crédito desaparezca del balance y que pueda ser cedido a otra entidad a un tipo muy próximo al concertado con el prestatario. Las entidades de seguros de vida y los fondos de pensiones constituyen potenciales instituciones interesadas en estos activos.

Un paso siguiente podría ser

la introducción del sistema americano de la *securitization* o «titulización» del crédito hipotecario. En efecto, este sistema —que se describe a continuación— ha demostrado un alto nivel de eficacia en los Estados Unidos de América y, muy recientemente, ha sido introducido en el Reino Unido (1985), Canadá (1987) y Australia (1987), entre otros países. En Francia, durante el pasado año, se ha desarrollado la legislación pertinente para su introducción, y otros países europeos se encuentran en fase de estudio del sistema. En lo que sigue, se analizan algunos de los rasgos más destacados de dicho sistema.

La «titulización» constituye un avance ensayado desde finales de los años setenta, y puede agilizar el mercado secundario de hipotecas. La figura diseñada para la participación hipotecaria no es más que la venta de un préstamo en el mercado secundario.

Un solo préstamo hipotecario tiene un cierto riesgo; una cartera de préstamos hipotecarios, homogéneos en cuanto a sus condiciones, tiene, evidentemente, un menor riesgo. Este es el principio de la «titulización»: agrupar en un solo paquete un conjunto amplio de préstamos y vender cuotas partes de la propiedad proindivisa de dicho paquete.

Cada uno de los préstamos que integra el paquete está, evidentemente, sujeto a un riesgo adicional: el de la morosidad. Dado que la entidad originadora va a obtener el cobro moroso con una penalización al prestatario, bien puede adelantar, a muy bajo coste, el pago en su momento a los propietarios del paquete.

En definitiva, el proceso consiste en que una o varias entida-

des originadoras de préstamos hipotecarios agrupan un conjunto de ellos en un solo paquete y, tras consulta con una entidad de *rating*, fijan las cuantías de los seguros contra fallidos y contra morosidad que precisa el conjunto de los préstamos para merecer una determinada calificación en cuanto a su seguridad.

La cartera es ofertada a los inversores bajo las siguientes condiciones: recibirán en tiempo los pagos que se produzcan por los prestatarios en su servicio a sus deudas respectivas, capital más intereses. De estos pagos se descontará un porcentaje sobre el saldo vivo, que se destinará al pago de los honorarios de las entidades crediticias originarias de los préstamos, que se harán cargo de la administración plena de éstos, así como otras cantidades que cubrirán los seguros contra fallidos y morosidad y, finalmente, el servicio de *rating*.

La documentación de los préstamos queda en manos de un tercero, que actúa como depositario para impedir que un préstamo pueda ser vendido a más de una persona. Un fiduciario actúa como intermediario entre los ahorradores y las entidades originarias, encargándose de recibir los pagos de éstas y remitirlos puntualmente a los citados ahorradores-inversores.

Cada inversor recibe un certificado nominativo de participación en una cuota parte de la propiedad del paquete y, con arreglo a aquélla, percibe a prorrata los flujos de pagos derivados del paquete, una vez deducidos los costes indicados. El certificado es un título negociable por simple endoso en el mercado secundario. Esta es, en síntesis, la figura de los certificados *pass-through*,

que fueron los pioneros de la «titulización» americana.

Los inversores en estos certificados de participación adquieren unos títulos de gran seguridad —como se deduce de la descripción que se ha hecho de cómo se consigue ésta—, con un rendimiento muy elevado, puesto que los costes de administración, seguros y *rating* son muy reducidos.

El riesgo al que sí está expuesto el inversor es el de la amortización anticipada de préstamos, ya que, cuando ésta se produce, el capital reembolsado es devuelto a los inversores y reducido el saldo vivo de la cartera participada. Como esto suele ocurrir en momentos de baja de los tipos de interés —si se trata de préstamos a tipo fijo—, el inversor se enfrenta a un problema de colocación alternativa. Los flujos de capital e intereses, además, se reciben al ritmo que están concertados los pagos de los préstamos hipotecarios. Este es el único riesgo que se transmite al inversor. Por lo demás, la fiscalidad se aplica directamente al inversor, ya que la figura intermedia del fiduciario, por su calidad de tal, está exenta de impuestos en la normativa americana.

Las entidades que originan y administran las hipotecas deben poseer un aparato jurídico y financiero muy especializado, cuestión que no es interesante para compañías de seguros y bancos comerciales. Las entidades hipotecarias ejercen su función remunerada, naturalmente, pero no asumen el riesgo de la inversión, con lo cual se ven liberadas de los coeficientes que las autoridades imponen para cubrir estos riesgos. Esto está dando origen a una creciente importancia de los operadores denominados

mortgage bankers, que no mantienen hipotecas en su cartera, sino que solamente las originan y administran.

Los riesgos de fallidos se asumen por entidades aseguradoras, que diluyen su magnitud en el gran número y diversidad geográfica de los paquetes que aseguran. Consecuentemente, los riesgos por este concepto son gestionados con mayor eficacia y suponen un menor coste.

Finalmente, como consecuencia de la competencia y de la mayor eficiencia de los procesos parciales en que se descompone el crédito hipotecario, los prestatarios obtienen préstamos a más bajo tipo de interés. En Estados Unidos, se estima que el desarrollo de la «titulización» es responsable de la baja de los tipos de interés hipotecarios por comparación de éstos con los de los títulos del Tesoro a diez años, antes y después del desarrollo del proceso de «titulización».

Pero la principal ventaja que se deriva del empleo del sistema es la atracción creciente hacia la inversión hipotecaria de los inversores institucionales a largo plazo: fondos de pensiones y compañías de seguros de vida. Ello puede suponer una disminución de la refinanciación a corto, tan peligrosa como se ha tenido ocasión de exponer, y una mayor estabilidad y moderación de los tipos de interés del crédito hipotecario.

VI. INCIDENCIAS DE LA LIBERALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO SOBRE EL CRÉDITO-VIVIENDA(2)

Parece haberse hecho universal la tendencia hacia instituciones financieras no especializadas y hacia grandes conglomerados financieros que ofrecen todo tipo de servicios. El crédito-vivienda se ha «banalizado» y su alimentación financiera se está efectuando a partir de numerosas fuentes, en competencia con todo tipo de entidades financieras. Ha habido gobiernos, como el de Dinamarca, que han tratado de defender la existencia de las entidades financieras especializadas en el crédito hipotecario, mientras que en otros casos, como el de Estados Unidos, se ha procurado que la provisión de financiación a la vivienda se integrase plenamente en los mercados de capitales. Esta evolución ha sido paralela a los cambios registrados en los esquemas de política de vivienda, donde se ha tendido a reducir la presencia pública y se ha pretendido acrecentar el grado de provisión procedente del libre desenvolvimiento del mercado.

No siempre la mayor competencia entre entidades financieras se está traduciendo en mejores condiciones para los créditos-vivienda: la creciente competencia por la captación de recursos, sobre todo en los mercados de ahorro al por menor, ha contribuido a elevar los costes de captación para todas las entidades de crédito. La extensión de la red de sucursales y la publicidad creciente son factores que han contribuido a aumentar los tipos de interés activos para poder mantener los márgenes de intermediación.

Por otra parte, las entidades financieras han tendido a independizar su gestión de la marcha de los mercados de vivienda. De este modo, en períodos de altos precios de la vivienda y de costes financieros crecientes, que generan la necesidad de que porcentajes elevados de las rentas familiares se destinen a atender a los pagos de la vivienda, los créditos-vivienda son menos atractivos para las entidades financieras, que prefieren desviar sus recursos prestables a la atención de otro tipo de gasto de inversión o de equipamiento del hogar.

La «titulización» de los créditos hipotecarios, en la medida en que convierte al mercado secundario en una fuente de alimentación del crédito hipotecario, puede quitar flexibilidad al préstamo hipotecario. Así, las propiedades que no responden a un tipo más o menos estandarizado pueden ser objeto de discriminación a la hora de recibir un préstamo.

Parece ser que el nuevo contexto general de financiación a la vivienda va a caracterizarse, entre otros aspectos, por una presencia creciente en él de todo tipo de instituciones, especializadas o no; por una mayor participación en las transacciones de las viviendas de segunda mano, y por una mayor «titulización» de los créditos hipotecarios, que acentuará la selectividad de las entidades financieras a la hora de conceder un préstamo. De esto último pueden derivarse en el futuro consecuencias tales como fluctuaciones más intensas en los ciclos del mercado de la vivienda, una presión creciente sobre los tipos de interés de los préstamos hipotecarios, una posible mayor resistencia a la concesión de créditos en los períodos de menor animación del

mercado inmobiliario y posiblemente, mayores riesgos de impago por parte de los prestatarios.

La gran extensión de la red de sucursales de los grandes bancos y cajas de ahorros en España puede contribuir a aislar las condiciones de estos préstamos respecto de los vigentes en los restantes países de la CEE, aunque la libertad en el movimiento de capitales compensará el efecto anterior. Se atenuará el papel de las cajas de ahorros pequeñas y medianas en favor de las cajas de gran tamaño, recientemente liberalizadas en lo que a expansión geográfica se refiere, así como también se acentuará el papel de la Caja Postal de Ahorros, ante la prevista expansión de su red. El Banco Hipotecario de España mantendrá una fuerte presencia en el segmento de los créditos destinados a las actuaciones de política de vivienda, aunque su presencia global en el mercado puede descender como consecuencia de su reducida red de oficinas. En conjunto, persistirá en España el proceso de mejora de las condiciones de los préstamos-vivienda, aunque los grandes cambios han tenido ya lugar a lo largo de los años ochenta.

NOTAS

(1) Ello es debido al empleo absolutamente mayoritario del sistema *mortgage endowment*, en virtud del cual sólo se pagan intereses hasta la conclusión del plazo de maduración, momento en que se reintegra totalmente el capital. (Ver apartado IV de este artículo.)

(2) El presente apartado se ha inspirado ampliamente en el trabajo de M. Martens, «The revolution in mortgage finance», editado en *Housing and social change in USA and Europe*, de Bail-Harlem-Martens, Routledge, 1988.